

NOTE

Etablie par la société SICAL



**EN REPONSE A L'OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT DEPOSEE PAR
CELTA AGISSANT DE CONCERT AVEC SOFPO ET BERNARD ROSSMANN**

PRESENTEE PAR



AUTORITÉ
DES MARCHÉS FINANCIERS

En application de l'article L.621-8 du Code de monétaire et financier et de l'article 231-26 de et son règlement général, l'Autorité des Marchés Financiers (l'« AMF ») a apposé le visa n°13-393 en date du 23 juillet 2013 sur la présente note en réponse. Cette note en réponse a été établie par la Société SICAL et engage la responsabilité de son signataire.

Le visa, conformément aux dispositions de l'article L.621-8-1 I du Code monétaire et financier, a été attribué après que l'AMF a vérifié « *si le document est complet et compréhensible, et si les informations qu'il contient sont cohérentes* ». Il n'implique ni l'approbation de l'opportunité de l'opération, ni authentification des éléments comptables et financiers présentés.

AVIS IMPORTANT

En application de l'article 261-1 I, 1° du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l'« AMF »), le rapport du Cabinet LEDOUBLE, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans la présente note en réponse.

La présente note en réponse est disponible sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org), sur le site Internet d'information est disponible sur les sites Internet de SICAL (<http://www.sical.fr>) et peut être obtenu sans frais auprès de : ARKEON FINANCE, 27 rue de Berri, 75008 Paris.

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières, et comptables, de la société SICAL, seront mises à la disposition du public au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre publique de retrait, selon les mêmes modalités.

SOMMAIRE

1. PRESENTATION DE L'OFFRE	5
1.1 Rappel des principales conditions de l'offre publique de retrait.....	5
1.2 Contexte de l'offre	6
1.2.1 Historique	6
1.2.2 Motifs de l'Offre	7
1.2.3. Historique des acquisitions d'actions par le concert Bernard ROSSMANN	7
1.3 Existence de liens entre la Société et l'Initiateur	8
2. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	9
2.1 Présentation de l'Offre	15
2.1.1 Sociétés prenant part à l'Offre	15
2.1.2 Objectifs de l'Offre	16
2.1.3 Périmètre de l'Offre	17
2.2 Présentation de l'activité et de l'environnement de SICAL.....	17
2.2.1 Caractéristiques du marché.....	17
2.2.2 Positionnement de SICAL sur son secteur	20
2.2.3 Caractéristiques comptables, financières et fiscales.....	28
2.3 Evaluation de l'action SICAL.....	31
2.3.1 Méthodes d'évaluation écartées.....	31
2.3.2 Référence au cours de bourse.....	32
2.3.3 Valorisation analogique par les comparables transactionnels.....	34
2.3.4 Valorisation analogique par les comparables boursiers.....	35
2.3.5 Valorisation intrinsèque par l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels ou <i>Discounted Cash-Flows</i> (DCF).....	38
2.3.6 Rente de <i>badwill</i>	43
2.4 Synthèse de la valorisation multicritères	44
2.5 Analyse des éléments de valorisation de l'établissement présentateur.....	44
2.5.1 Endettement financier net	44
2.5.2 Rente de <i>badwill</i>	45
2.5.3 Valorisation analogique par les transactions	45
2.5.4 Valorisation analogique par les multiples boursiers	45
2.5.5 Valorisation intrinsèque	45
2.6 Conclusion	47
ANNEXES	48
<i>Annexe 1 : Programme de travail détaillé et rémunération de l'expert</i>	<i>49</i>
<i>Annexe 2 : Principales étapes de l'expertise.....</i>	<i>50</i>
<i>Annexe 3 : Liste des personnes rencontrées et / ou contactées par l'expert.....</i>	<i>52</i>

3. ADDENDUM A L'ATTESTATION D'EQUITE	66
3.1 Sur les courriers reçus de Patrimoine SA et d'un actionnaire minoritaire	67
3.2 Sur la cession de 32 000 actions SICAL cédées par Expanso Investissements avant l'Offre....	68
3.3 Sur la référence au cours de bourse	69
3.4 Sur l'absence de prolongation du plan d'affaires 2013-2017	70
3.5 Sur le tableau de synthèse complété avec la référence au cours de bourse <i>spot</i> du 18 juin 2013.....	71
3.6 Sur le positionnement de la valorisation multicritères par rapport à l'Actif Net Comptable .	72
3.7 Sur une conclusion faisant référence à l'Actif Net Comptable par rapport au prix d'Offre et à l'absence de mise en œuvre d'un retrait obligatoire à l'issue de l'Offre	74
4. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION	75
5. CLAUSES D'ACCORD SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE.....	77
6. INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE	77
6.1 Structure du capital de SICAL.....	77
6.2 Restrictions statutaires ou conventionnelles à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions portées à la connaissance de SICAL.....	78
6.3 Participations directes ou indirectes au sein du capital de SICAL dont la Société a connaissance	78
6.4 Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux.....	78
6.5 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel.....	78
6.6 Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société	78
6.7 Règles applicables à la nomination et au remplacement des administrateurs ainsi qu'à la modification des statuts de la Société	79
6.7.1 Règles applicables à la nomination et au remplacement des administrateurs	79
6.7.2 Règles applicables aux modifications de statuts	79
6.8 Pouvoirs du Conseil d'administration en particulier en matière d'émission d'actions	79
6.9 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	79
7. NOMBRE D'ACTIONS DETENUES DIRECTEMENT OU INDIRECTEMENT PAR LA SOCIETE SICAL ET NOMBRE D'ACTIONS QU'ELLE PEUT DETENIR DE SA PROPRE INITIATIVE	80
8. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION D'APPORTER OU NON LEURS ACTIONS A L'OFFRE.....	80

9. PERSONNE QUI ASSUME LA RESPONSABILITE DE LA NOTE D'INFORMATION.....	81
---	-----------

1. PRESENTATION DE L'OFFRE

1.1 Rappel des principales conditions de l'offre publique de retrait

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement de l'article 236-3 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l'AMF), la société CELTA, SA au capital de 1.857.345 €, dont le siège social est situé à Zone industrielle Les Champs, 63120 Courpière, immatriculée au RCS de Clermont Ferrand sous le N° 542 102 801 (ci-après l'« **Initiateur** ») - et contrôlée par la SAS ROSSMANN au capital de 1.525.000 € immatriculée au RCS Colmar sous le N° 588 505 289 elle-même contrôlée par M. Bernard ROSSMANN et représentée par M. Laurent KAUFFMANN, Président du Directoire - agissant de concert avec (i) la société SOFPO, SA au capital de 1.880.035,25 €, dont le siège social est situé à 16150 Exideuil s/Vienne, immatriculée au RCS d'Angoulême sous le N° 591 820 410, - et contrôlée par la SAS ROSSMANN au capital de 1.525.000 € immatriculée au RCS de Colmar sous le N° 588 505 289 elle-même contrôlée par M. Bernard ROSSMANN et représentée par M. Laurent KAUFFMANN, Président du Directoire - et (ii) M. Bernard ROSSMANN (CELTA SA ensemble avec SOFPO SA et M. Bernard ROSSMANN étant ci-après dénommés le « **Concert** »), offre irrévocablement aux actionnaires de la société SICAL, société anonyme de droit français au capital de 11.105.752,91 € divisé en 3.665.265 actions de 3,03 euros de valeur nominale chacune, immatriculée au registre de commerce et des sociétés de Boulogne-sur-Mer sous le numéro 575 780 028, dont le siège social est situé au 69 rue du Docteur Pontier, 62380 Lumbres (« **SICAL** » ou la « **Société** ») d'acquérir la totalité de leurs actions au prix de 20,00 euros par action (le « **Prix par Action** ») dans le cadre de la présente offre publique de retrait (ci-après l'« **Offre** »).

Les actions de la Société sont admises aux négociations sur le marché Alternext de NYSE Euronext Paris (« **NYSE Alternext Paris** »)¹ sous le code ISIN FR0000063653, mnémonique « SICA » (ci-après les « **Actions** » ou les « **Titres** »).

Le Concert détient depuis le 12 avril 2013 plus de 95% des droits de vote de la Société.

ARKEON Finance, en tant qu'établissement présentateur de l'Offre, garantit, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

L'Offre porte sur l'ensemble des actions de la Société en circulation non détenues par le Concert au jour du dépôt du projet d'offre, soit 200.410² actions SICAL, représentant 5,47% du capital et 4,64 % des droits de vote.

Le projet d'Offre a été déposé par ARKEON Finance agissant pour le compte de l'Initiateur le 20 juin 2013 et mis en ligne sur le site Internet de l'AMF. Un avis de dépôt a été publié par l'AMF le 20 juin 2013 sous le numéro 213C0718.

La durée de l'Offre sera de dix (10) jours de négociation.

¹ Les actions SICAL ont été transférées d'EURONEXT vers ALTERNEXT Paris le 7 juin 2010 après la séance de la bourse.

² Sur la base de la répartition du capital au 12 avril 2013

1.2 Contexte de l'offre

1.2.1 Historique

La société CELTA a acquis, le 12 avril 2013, 32.000 actions de la société SICAL (soit 0,87% du capital) auprès du FCPR EXPANSO INVESTISSEMENTS³, portant ainsi sa participation de 27,11% à 27,98% du capital représentant respectivement 20,31% et 20,84% des droits de vote de SICAL.

Cette acquisition a été réalisée au prix de 20,00 € par action, dans le cadre d'une transaction de gré à gré. Le prix d'acquisition des 32.000 actions, soit 640.000 euros, a été payé à la date de réalisation de la cession.

Il est à noter que M. Bernard ROSSMANN a donné son engagement verbal au cédant, le FCPR EXPANSO INVESTISSEMENTS, dans l'hypothèse où une Offre publique de retrait serait lancée à un prix supérieur au prix de cession, soit 20€ par titre, de lui conférer un droit de suite à due concurrence de l'éventuelle différence positive entre le prix de l'Offre publique de retrait et le prix de cession de 20€.

La présente Offre étant faite au prix de 20 €, ce droit de suite n'a pas vocation à s'appliquer.

Le 17 avril 2013, le Concert composé de M. Bernard ROSSMANN et des sociétés CELTA et SOFPO a déclaré avoir franchi à la hausse le seuil de 95% des droits de vote de la Société et détenir à cette date 3.464.855 actions représentant 94,53 % du capital et 95,36% des droits de vote. Cette déclaration a fait l'objet d'un avis publié par l'AMF, le 19 avril 2013, sous le numéro D&I 213C0477.

La participation du Concert dans SICAL est depuis lors restée inchangée.

La société CELTA, agissant de concert avec la société SOFPO et M. Bernard ROSSMANN, a décidé de lancer une Offre publique de retrait visant la totalité des actions non détenues directement ou indirectement par le Concert, cotées sur NYSE Alternext Paris.

Cette Offre sera effectuée sous la forme d'une offre publique de retrait, non suivie d'un retrait obligatoire sur les titres de la Société, au prix de 20,00 euros par titre.

³ Le FCPR EXPANSO INVESTISSEMENTS a cédé la totalité de sa participation dans SICAL le 12 avril 2013.

1.2.2 Motifs de l'Offre

Dans la mesure où les actionnaires minoritaires de SICAL représentent moins de 5% des droits de vote de la Société, M. Bernard ROSSMANN, souhaite proposer aux actionnaires détenant le solde du capital de vendre leurs titres. La société CELTA a ainsi initié la présente Offre qui ne sera suivie ni de la radiation des titres ni d'une procédure de Retrait Obligatoire afin de ne pas pénaliser les salariés ou les autres minoritaires qui souhaitent conserver leur participation au capital de SICAL.

La mise en œuvre d'une offre publique de retrait non suivie d'un retrait obligatoire permettra de proposer aux actionnaires minoritaires, désireux de réaliser leur investissement, une liquidité immédiate et intégrale de leurs titres, et ce, dans un contexte de faible rotation du flottant sur le marché, dans des conditions de cession jugées équitables par l'Expert Indépendant (tel que ce terme est défini ci-après).

Dans cette perspective, l'Initiateur a mandaté ARKEON Finance qui a procédé à une évaluation des actions SICAL dont une synthèse est reproduite à la section 3 de la note d'information de l'Initiateur.

Par ailleurs, en application des dispositions de l'article 261-1 I, 1° du règlement général de l'AMF, le conseil d'administration de SICAL a procédé à la désignation, le 24 avril 2013, du cabinet LEDOUBLE SA, en qualité d'expert indépendant (l'« **Expert Indépendant** ») qui conclut sur le caractère équitable du prix proposé aux actionnaires dans le cadre de l'Offre publique de Retrait non suivie du Retrait Obligatoire ; le rapport de l'Expert Indépendant et l'addendum à l'attestation d'équité sont intégralement reproduits aux sections 2 et 3 de la présente note en réponse de la Société.

1.2.3. Historique des acquisitions d'actions par le concert Bernard ROSSMANN

M. Bernard ROSSMANN, via la Société CELTA, a procédé indirectement aux acquisitions d'actions SICAL listées ci-dessous au cours des 12 derniers mois précédant le 12 avril 2013 :

- Acquisition d'une action SICAL, au prix unitaire de 12,50€, pour un montant global de 12,50€ le 8 novembre 2012 ;
- Acquisition de 20 actions SICAL, au prix unitaire de 10,96€, pour un montant global de 219,20€ le 6 novembre 2012.

Au jour de la présente note d'information, ni l'Initiateur ni les membres du Concert n'ont acquis de titre SICAL depuis 12 mois, à l'exception des 32.000 actions acquises le 12 avril 2013 et des 21 actions susvisées.

1.3 Existence de liens entre la Société et l'Initiateur

M. Bernard ROSSMANN est Directeur Général Délégué, administrateur et principal actionnaire de la Société SICAL directement et indirectement via les sociétés SOFPO et CELTA. M. Bernard ROSSMANN est également Président du Conseil d'Administration de CELTA.

M. Jean-Marie PAULTES est Président Directeur Général de SICAL ; il est également administrateur et Directeur Général de CELTA. Il n'est actionnaire ni de CELTA ni de SICAL.

Comme indiqué précédemment, les Membres du Concert (composé des sociétés SOFPO, CELTA et de M. Bernard ROSSMANN) détiennent 3 464 855 actions SICAL représentant 94,53% du capital et 95,36% des droits de vote de SICAL.

2. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

En application de l'article 261-1 I, 1° du règlement général de l'AMF, le Conseil d'administration a désigné le Cabinet LEDOUBLE, représenté par M. Dominique LEDOUBLE et M. Olivier CRETTE, en qualité d'expert indépendant afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

Le rapport de l'expert indépendant est le suivant :

SICAL

Offre Publique de Retrait

--

ATTESTATION D'EQUITE

Dans la perspective de l'Offre Publique de Retrait (« **OPR** » ou « **Offre** ») initiée par CELTA SA (« **l'Initiateur** ») agissant de concert avec M. Bernard Rossmann et SOFPO SA (avec CELTA SA « **les membres du concert** ») sur les actions de la société SICAL (« **la Cible** » ou « **la Société** »), nous avons été chargés, en qualité d'expert indépendant désigné par le Conseil d'administration de SICAL du 24 avril 2013, de nous prononcer sur le caractère équitable, pour les actionnaires visés par l'OPR, du prix d'Offre de **20 €** par action SICAL.

Cette désignation et le présent rapport entrent dans le cadre de l'article 261-1 I 1⁴ du règlement général de l'AMF et de son instruction d'application n°2006-08, elle-même complétée des recommandations AMF du 28 septembre 2006⁵. Il nous a été confirmé par la Société qu'aucun accord particulier susceptible de justifier notre intervention au titre de l'article 261-1 I 4^o n'avait été conclu⁶ ; notre désignation en qualité d'expert indépendant répond donc exclusivement à l'article 261-1 I 1^o du règlement général de l'AMF.

La présente attestation d'équité s'entend au sens de l'article 262-1.I⁷ du règlement général de l'AMF.

Indépendance

Ledouble SA est indépendant de SICAL, des membres du concert, ainsi que d'ARKEON Finance, établissement présentateur de l'Offre :

- Ledouble SA n'a aucun lien juridique ou financier avec SICAL ou les membres du concert ;
- nous ne nous trouvons dans aucune des situations de conflit d'intérêt au sens des articles 261-4 du règlement général de l'AMF et 1 de l'instruction AMF n° 2006-08 du 25 juillet 2006 ; à titre informatif, figure en **annexe 6** la liste des expertises et analyses financières indépendantes les plus récentes réalisées par Ledouble SA, avec l'indication des établissements présentateurs des opérations concernées⁸ ;

⁴ Extrait concerné de l'article 261-1 I du règlement général de l'AMF :

« La société visée par une offre publique d'acquisition désigne un expert indépendant lorsque l'opération est susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein de son conseil d'administration [...], de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé [...] ou de mettre en cause l'égalité des actionnaires ou des porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'offre.

Il en est ainsi notamment dans les cas suivants :

1^o Lorsque la société visée est déjà contrôlée au sens de l'article L.233-3 du code de commerce, avant le lancement de l'opération, par l'initiateur de l'offre ;
[...]. »

⁵ Recommandations modifiées le 19 octobre 2006 et le 27 juillet 2010.

⁶ Extrait concerné de l'article 261-1 I du règlement général de l'AMF :

« 4^o Lorsqu'il existe une ou plusieurs opérations connexes à l'offre susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix ou la parité de l'offre publique considérée. »

⁷ Extrait de l'article 262-1.I : « L'expert indépendant établit un rapport sur les conditions financières de l'offre ou de l'opération dont le contenu est précisé par une instruction de l'AMF. Ce rapport contient notamment la déclaration d'indépendance ..., une description des diligences effectuées et une évaluation de la société concernée. La conclusion du rapport est présentée sous la forme d'une attestation d'équité ».

⁸ Cette déclaration d'indépendance vaut pour les associés et salariés de Ledouble SA ayant participé à la mission, et dont les profils figurent en **annexe 5**.

- nous considérons que la mission qui nous est confiée ne nous conduit pas à intervenir de façon récurrente avec l'établissement présentateur⁹.

Conformément à l'article 261-4 du règlement général de l'AMF, nous attestons donc de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu avec les personnes concernées par l'Offre telle que décrite ci-dessous (§ 2.1) et leurs conseils, susceptible d'affecter notre indépendance et l'objectivité de notre jugement lors de l'exercice de notre mission ; nous avons donc été en mesure d'accomplir cette mission en toute indépendance.

Les compétences de l'équipe qui a réalisé l'expertise sont mentionnées en **annexe 5**.

Diligences effectuées

Nous avons effectué nos diligences conformément aux dispositions des articles 262-1 et suivants du règlement général de l'AMF, de son instruction d'application n°2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante et des recommandations de l'AMF du 28 septembre 2006¹⁰. Le programme de travail mis en œuvre et le montant des honoraires perçus dans le cadre de la présente mission sont indiqués en **annexe 1** et le calendrier d'intervention en **annexe 2**.

La base documentaire ayant servi de support à nos travaux figure en **annexe 4**.

Pour l'essentiel, nos diligences ont consisté en la prise de connaissance de l'activité et de l'environnement de la Société et, au terme d'un diagnostic à partir de ces informations, en une valorisation multicritères de SICAL et de son titre, ainsi qu'en une analyse de la prime induite par le prix d'Offre sur les différents critères d'évaluation.

Ces diligences ont comporté notamment :

- l'analyse des modalités de déroulement de l'OPR, sur la base :
 - d'entretiens avec des représentants de SICAL, d'ARKEON Finance¹¹, du cabinet Escaffre¹² et de Desfilis & McGowan¹³ ; la liste de nos contacts figure en **annexe 3** ;
 - des projets de note d'information de l'Initiateur et de note d'information en réponse de la Cible destinées à l'AMF ;
- l'exploitation des études de marché et des études sectorielles récentes ;
- l'examen de l'information publique et réglementée de SICAL et des communiqués de SICAL accessibles sur le site Internet de la Société¹⁴ ;

⁹ Au sens de l'article 261-4 I du règlement général de l'AMF.

¹⁰ Recommandations modifiées le 19 octobre 2006 et le 27 juillet 2010.

¹¹ Etablissement présentateur de l'Offre.

¹² Conseil financier de SICAL.

¹³ Conseil juridique de SICAL.

¹⁴ <http://www.sical.fr/> [référence du 17 avril 2013].

- le recensement des faits ayant marqué la vie sociale de SICAL au cours des trois derniers exercices ;
- la prise de connaissance de l'information comptable, financière, juridique et fiscale du groupe SICAL constitué de la Société dont les titres sont visés par l'Offre et de ses filiales, notamment au titre du dernier exercice clos le 31 décembre 2012 ;
- l'étude des conditions des transactions de gré à gré antérieures à l'Offre, des multiples de valorisation sectoriels et des opérations d'apport et de fusion intervenues au sein de la Société ;
- le recours aux autres informations issues de nos propres bases de données, notamment à un échantillon de sociétés cotées réputées comparables à la Société par leur activité et / ou leur modèle économique, présentées en **annexe 7** et en **annexe 8** ;
- l'intégration dans nos modèles de valorisation des données budgétaires et prévisionnelles de 2013 à 2017 élaborées par le management de SICAL ;
- le recoupement entre les différentes méthodes de valorisation employées pour évaluer l'action SICAL et une analyse de la sensibilité des résultats à la variation des principaux paramètres d'évaluation ;
- la revue des travaux de l'établissement présentateur et la confrontation de son évaluation multicritères du titre SICAL avec la nôtre.

Nous avons pris contact avec Patrimoine SA, Conseils et Gestion de Patrimoine, à la suite d'un courrier adressé à l'expert indépendant en date du 24 mai 2013 ; à l'issue de cet entretien, nous confirmons notre appréciation du prix d'Offre proposé dans le cadre de l'OPR.

En outre, nous avons pris connaissance d'une lettre transmise à l'AMF par un actionnaire minoritaire dont ne connaissons pas l'identité ; après examen de ce courrier, nous confirmons notre appréciation du prix d'Offre proposé dans le cadre de l'OPR.

Affirmations obtenues et limites de la mission

Nous avons obtenu des confirmations du management de la Société, sur l'absence :

- d'éléments de nature à porter atteinte à l'objectivité du prix de l'Offre et à modifier substantiellement la valeur des actions visées par l'Offre ;
- de tout dispositif pouvant s'assimiler à un complément de prix pouvant bénéficier à un actionnaire ou à un groupe d'actionnaires en particulier.

Conformément à la pratique usuelle en matière d'expertise indépendante, nos travaux d'évaluation n'avaient pas pour objet de valider les informations historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence. A cet égard, nous avons considéré que l'ensemble des informations qui nous ont été communiquées par nos interlocuteurs dans le cadre de notre mission était fiable et transmis de bonne foi, en particulier les données prévisionnelles.

Le management de la Société nous a confirmé l'absence d'accord écrit ou engagement verbal, explicite ou tacite, régissant l'Offre autre que la documentation recensée dans les notes d'information de l'Initiateur et en réponse de la Cible.

Le présent rapport n'a pas valeur de recommandation à l'Offre.

Plan du rapport

Nous présenterons successivement :

- les objectifs et le périmètre de l'Offre (§ 2.1) ;
- l'activité et l'environnement de SICAL (§ 2.2) ;
- notre évaluation multicritères de l'action SICAL (§ 2.3) et la synthèse de ces travaux (§ 2.4) ;
- nos observations sur les éléments de valorisation de l'établissement présentateur (§ 2.5).

La conclusion constitue en soi l'attestation d'équité pour les actionnaires de SICAL visés par l'Offre (§ 2.6).

Conventions de présentation

Les montants ci-après sont exprimés en :

- euros (€) ;
- milliers d'euros (K€) ;
- millions d'euros (M€).

Nous nous référons dans la présentation de nos travaux de valorisation du titre SICAL à des primes induites par les différents critères d'évaluation sur le prix d'Offre de **20 €** proposé aux actionnaires visés par l'OPR.

2.1 Présentation de l'Offre

2.1.1 Sociétés prenant part à l'Offre

2.1.1.1 Cible

SICAL, dont les titres sont visés par l'OPR, est une Société Anonyme au capital de 11.105.753 €¹⁵, sise 69, rue du Docteur Pontier à Lumbres (62380), et immatriculée au Registre du Commerce et des sociétés de Boulogne-sur-Mer¹⁶.

La Société est dirigée par M. Jean-Marie Paultes, Président du Conseil d'administration.

Les actions composant le capital de SICAL, actuellement au nombre de 3.665.265 (§ 2.1.2), sont admises aux négociations sur le marché Alternext de NYSE Euronext Paris¹⁷.

2.1.1.2 Membres du concert

Les sociétés CELTA SA et SOFPO SA agissent de concert aux côtés de M. Bernard Rossmann.

CELTA SA est une Société Anonyme au capital de 1.857.345 €, sise Zone Industrielle Les Champs à Courpière (63120), et immatriculée au Registre du Commerce et des sociétés de Clermont Ferrand¹⁸.

SOFPO SA est une Société Anonyme au capital de 1.880.035 €, sise à Exideuil sur Vienne (16150), et immatriculée au Registre du Commerce et des sociétés d'Angoulême¹⁹.

Ces deux sociétés sont contrôlées par la SAS ROSSMANN, Société par Actions Simplifiée au capital de 1.525.000 €, immatriculée au Registre du Commerce et des sociétés de Colmar²⁰, elle-même contrôlée par M. Bernard Rossmann.

Les membres du concert détiennent à la date du dépôt de l'Offre plus de 95% des droits de vote de la Société (§ 2.1.2).

¹⁵ 3.665.265 actions (§ 2.1.2) * valeur nominale unitaire de l'action SICAL : 3,03 € = capital social : 11.105.753 €.

¹⁶ Sous le numéro 575 780 028.

¹⁷ Sous le code ISIN FR0000063653 SICA.

¹⁸ Sous le numéro 542 102 801.

¹⁹ Sous le numéro 591 820 410.

²⁰ Sous le numéro 588 505 289.

2.1.2 Objectifs de l'Offre

CELTA SA a acquis, en date du 12 avril 2013²¹, 32.000 actions SICAL auprès de la société EXPANSO INVESTISSEMENTS, au prix unitaire de 20 €. Cette acquisition a été effectuée dans le cadre d'une transaction de gré à gré ; il nous a été confirmé qu'elle n'a donné et ne donnerait lieu à aucun complément de prix²².

Le 17 avril 2013²³, les membres du concert ont déclaré avoir franchi à la hausse le seuil de 95% des droits de vote de la Société et détenir 3.464.855 actions représentant 94,53 % du capital et 5.780.217 actions représentant 95,36% des droits de vote de la Cible. A cette date, la répartition du capital (ci-après Actions) et des droits de vote (ci-après DV) de la Société est la suivante :

Structure du capital et droits de vote				
	Actions	%	DV	%
M. Bernard Rossmann	75 526	2,06%	151 052	2,49%
SOFPO	2 363 806	64,49%	4 366 247	72,03%
CELTA	1 025 523	27,98%	1 262 918	20,84%
Concert Rossmann	3 464 855	94,53%	5 780 217	95,36%
Flottant	200 410	5,47%	281 223	4,64%
Total	3 665 265	100%	6 061 440	100%

Dans ces circonstances, l'Initiateur a décidé du lancement de l'OPR sur la totalité des actions non détenues directement ou, au travers de CELTA SA et de SOFPO SA, indirectement par M. Bernard Rossmann, soit 200.410 actions, au prix de 20 € par action, en concordance avec le prix de la transaction préalable susmentionnée.

Bien que les actionnaires auxquels l'Offre est destinée ne représentent pas plus de 5% des droits de vote de SICAL, il est expressément prévu que l'OPR ne sera pas suivie d'une procédure de Retrait Obligatoire, et ce afin de ne pas pénaliser les salariés ou les autres minoritaires qui souhaiteraient conserver leur participation au capital de la Société.

Dès lors l'OPR, qui s'assimile à une offre facultative, dans la mesure où elle ne sera pas suivie d'une procédure de retrait obligatoire, vise à offrir aux actionnaires de la Société une liquidité sur les actions qu'ils détiennent dans un contexte de faible rotation de ces titres sur le marché.

En l'absence d'instruments dilutifs, le nombre de titres en circulation, soit 3.665.265, a été retenu en l'état dans nos travaux de valorisation.

Le projet d'OPR fera l'objet d'une annonce au jour de son dépôt auprès de l'AMF.

²¹ Déclaration individuelle relative aux opérations des personnes mentionnées à l'article L.621-18-2 du Code monétaire et financier sur les titres de la société. [référence du 24 avril 2013], <http://www.amf-france.org/inetbdif/viewdoc/affiche.aspx?id=81547&txtsch=>

²² Le prix d'acquisition des 32.000 actions, soit 640.000 €, a été payé à la date de réalisation de la cession.

²³ Déclaration de franchissement de seuil en vertu de l'article L.233-7 du Code de commerce. [référence du 19 avril 2013], <http://www.amf-france.org/inetbdif/viewdoc/affiche.aspx?id=81481&txtsch=>

2.1.3 Périmètre de l'Offre

L'Offre couvre la fraction du capital de SICAL non détenue par les membres du concert, soit **200.410 actions** représentant 5,47% du capital et 4,64% des droits de vote de la Société (§ 2.1.2).

2.2 Présentation de l'activité et de l'environnement de SICAL

Nous nous sommes employés, préalablement à l'évaluation multicritères de la Société et de son titre (§ 2.3), à établir un diagnostic à partir d'informations sectorielles, de marché et financières issues des échanges avec nos interlocuteurs et de la consultation de nos bases de données, afin de dégager les principales forces et faiblesses de la Société ainsi que les opportunités et menaces auxquelles elle est confrontée sur son marché²⁴.

2.2.1 Caractéristiques du marché

2.2.1.1 Présentation du marché du carton ondulé

2.2.1.1.1 La matière première : le papier

Les papiers recyclés représentent environ 80% de la matière première nécessaire à la production du carton ondulé, les 20% restants étant constitués de papier kraft²⁵.

Le papier recyclé nécessaire à la confection du carton ondulé peut être obtenu via une production interne²⁶ ou acheté directement sur le marché²⁷. Actuellement, l'Europe se trouvant en surcapacité sur le papier recyclé, les quantités importantes disponibles sur le marché libre tirent les cours vers le bas.

SICAL achète 50% du papier recyclé nécessaire à sa production de carton ondulé, et produit les 50% restants. En effet, la Société dispose de papeteries de proximité pour alimenter ses différentes chaînes de production.

Le tonnage européen de papier s'établit à environ 25 millions de tonnes, la contribution de la France étant de 3 millions de tonnes ; à titre indicatif :

- l'Allemagne produit environ 9 millions de tonnes de papier pour en consommer 4 millions de tonnes dans le processus de fabrication de carton ondulé²⁸ ;
- la France produit 2 millions de tonnes pour une consommation nécessaire à sa fabrication de carton de 3 millions de tonnes²⁹.

La production de papier se subdivise en deux catégories :

- papier léger (100 g et moins) : récent, produit par les grosses papeteries ;
- papier lourd (130 g et plus) : produit par les petites papeteries dont SICAL.

²⁴ Cf. matrice Swot (§ 2.2.2.6).

²⁵ Papier plus fin dont les caractéristiques sont adaptées à l'emballage de produits frais par exemple.

²⁶ Certains acteurs ont opté pour la construction de papeteries dans le but de produire le carton ondulé à partir de papiers autoproduits.

²⁷ Le papier recyclé est négocié sur un marché mondial suivi par deux indices (PPI et EWID) publiés mensuellement par pays.

²⁸ L'Allemagne est donc en position « longue » / « vendeuse » de 5 millions de tonnes.

²⁹ La France est donc en position « courte » / « acheteuse » de 1 million de tonnes.

2.2.1.1.2 Le produit fini : le carton ondulé

L'amplitude de grammage d'une machine à papier est d'environ 60 g. Le grammage moyen du carton ondulé est actuellement de 530 g contre 560 g il y a 10 ans. Le secteur s'adapte aux contraintes environnementales, mais il apparaît difficile de produire du carton ondulé en deçà d'un certain seuil de grammage.

Il existe deux types d'acteurs dans le secteur du carton ondulé :

- les « onduleurs » (la bobine de papier est posée sur l'onduleuse et ressort en carton ondulé) ;
- les « cartonnages » (qui utilisent les plaques de carton ondulé sortant de l'onduleuse, pour les petites séries).

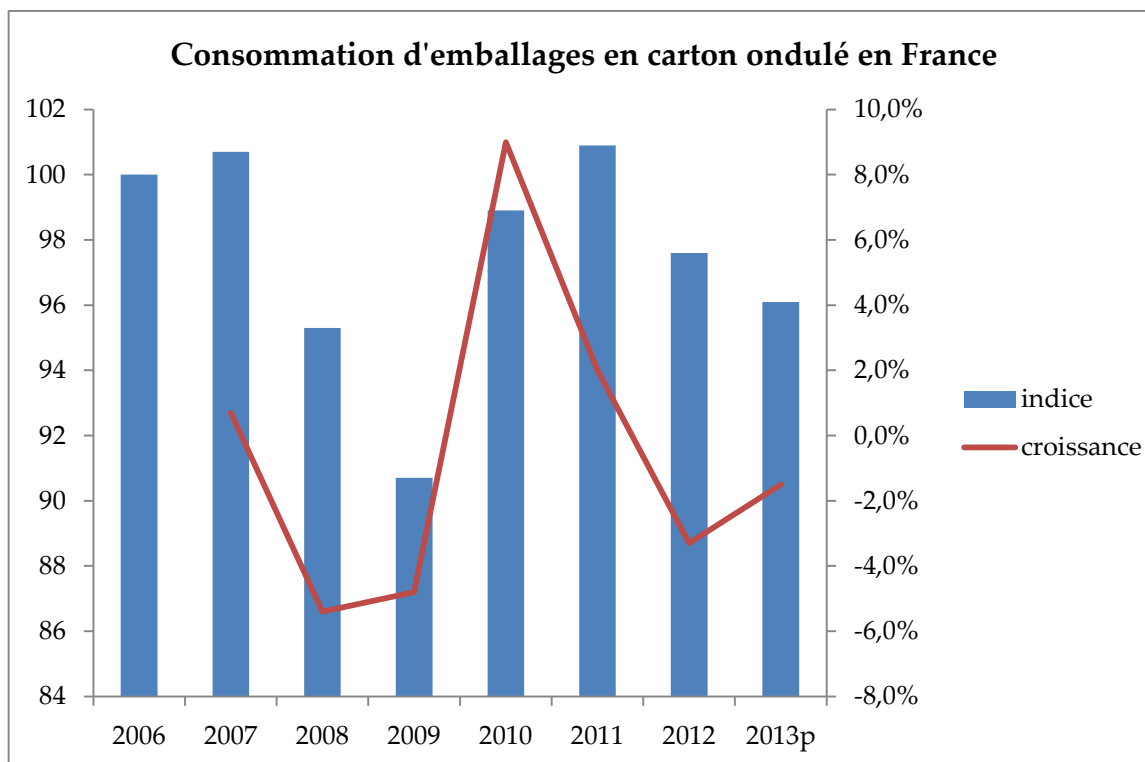
La concentration du secteur du carton ondulé est variable selon les pays ; à titre d'exemple, 5 acteurs en France se partagent 70% des parts de marché, tandis que l'Allemagne se caractérise par la présence d'une cinquantaine d'acteurs sur un marché très atomisé.

Le défi de l'indépendance énergétique se pose dans la papeterie où les coûts énergétiques représentent environ le quart du chiffre d'affaires, alors que ces coûts ne pèsent que 2% du chiffre d'affaires dans la cartonnerie. Cependant, l'augmentation constante des coûts de transport contribue de façon significative au tassement des marges du secteur. Le contexte économique actuel ne permet pas aux producteurs de carton ondulé de relever leurs prix pour restaurer leurs marges.

Le secteur de l'emballage en carton ondulé est fortement corrélé à la tenue de la consommation et est donc très dépendant d'industries telles que l'agroalimentaire ou l'automobile. En outre, l'encadrement contractuel des relations commerciales entre les producteurs de carton ondulé et leurs clients, bien que formel, n'a pas de caractère contraignant pour les clients en termes de volume d'achats. Ces marchés sont gagnés via des appels d'offre à l'échelle européenne.

La consommation d'emballages en carton ondulé présente de plus une tendance structurellement baissière au cours des dernières années, comme illustré ci-après³⁰ :

³⁰ Source : XERFI 700. « L'industrie du carton ondulé », mai 2013.



Le secteur du carton ondulé est une industrie capitalistique nécessitant des renouvellements et de la maintenance de matériel, à des degrés divers.

Les produits alternatifs tels que le plastique comportent des inconvénients, ce qui permet au carton de perdurer. Le principal inconvénient du plastique est d'ordre sanitaire, les bacs en plastique devant être reconditionnés avant chaque chargement de marchandises³¹. Les associations professionnelles (COF³² et FEFCO³³ en particulier) traitent notamment de ce sujet avec les acteurs de la grande distribution, intéressés au premier plan par les problématiques d'emballages et de conditionnement.

2.2.1.2 Acteurs du marché et stratégies

Les principaux groupes évoluant dans le secteur du carton ondulé, recensés ci-après, sont pour la plupart cotés en bourse :

- DS SMITH (coté à Londres) : groupe britannique, fabricant de papier et d'emballages en carton ondulé détenant environ 24% de part de marché en Europe ;
- SMURFIT KAPPA GROUP (coté à Dublin) : groupe irlandais leader européen du carton ondulé détenant 25% de parts de marché en France ;
- SAICA (non coté) : ce groupe familial espagnol intégré, pratiquant la collecte et la valorisation en papier recyclé, ainsi que la confection d'emballages en carton ondulé, est numéro 3 en France et représente 20% du marché britannique ;
- INTERNATIONAL PAPER (coté à New York) : numéro 1 mondial, peu présent en Europe ;
- VPK PACKAGING (sorti de la cote récemment) : groupe belge produisant du papier (19% du chiffre d'affaires) et des emballages en carton ondulé (61% du chiffre d'affaires) ;
- EUROPAC (coté à Madrid) : groupe espagnol produisant du papier recyclé et kraft (environ 43% du chiffre d'affaires) et fabriquant du carton (environ 33% du chiffre d'affaires).

³¹ Pour mémoire, la grande distribution en Espagne a cessé d'utiliser les bacs en plastique.

³² Carton Ondulé de France.

³³ Fédération Européenne des Fabricants de Carton Ondulé.

Les principaux clients européens des producteurs de carton ondulé sont issus de divers secteurs :

- Ikea : 300 000 tonnes ;
- Procter & Gamble : 200 000 tonnes ;
- Nestlé : 200 000 tonnes ;
- Danone : 120 000 tonnes ;
- Kraft : 120 000 tonnes ;
- Philip Morris : 100 000 tonnes.

2.2.2 Positionnement de SICAL sur son secteur

2.2.2.1 Activité et structure du Groupe

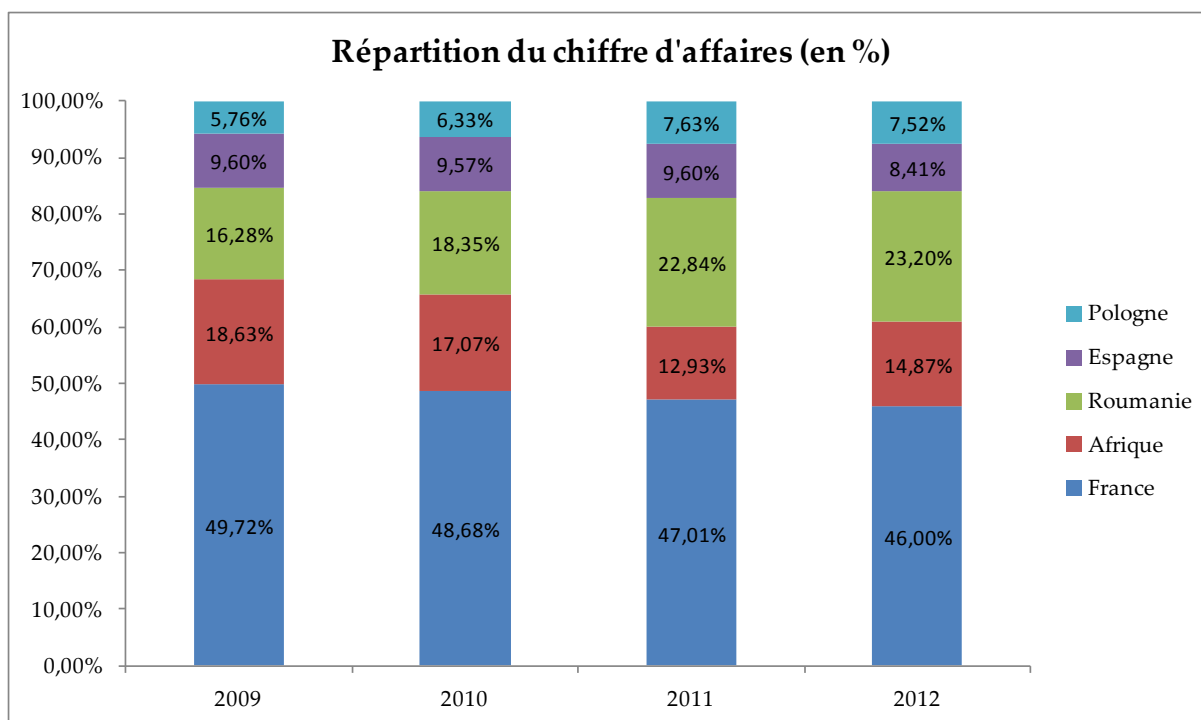
SICAL est l'entité principale du groupe ROSSMANN. La Société achète et produit des tonnes de papier pour les transformer en carton ondulé. Sa production annuelle est d'environ 65 000 tonnes. SICAL a intégré la production de papier sur son site de Lumbres. Le secteur agroalimentaire représente environ 60% des débouchés des produits sortis des usines de SICAL.

Compte tenu du caractère volumineux du carton ondulé (il s'agit de deux couches de carton parallèles séparées pour un volume d'air), le maillage géographique exige que SICAL ne soit pas situé à plus de 400 kilomètres de ses clients. En effet, un camion de 30 tonnes ne peut transporter qu'entre 5 et 6 tonnes de carton ondulé, le solde étant constitué par la couche d'air reliant les deux plaques de carton.

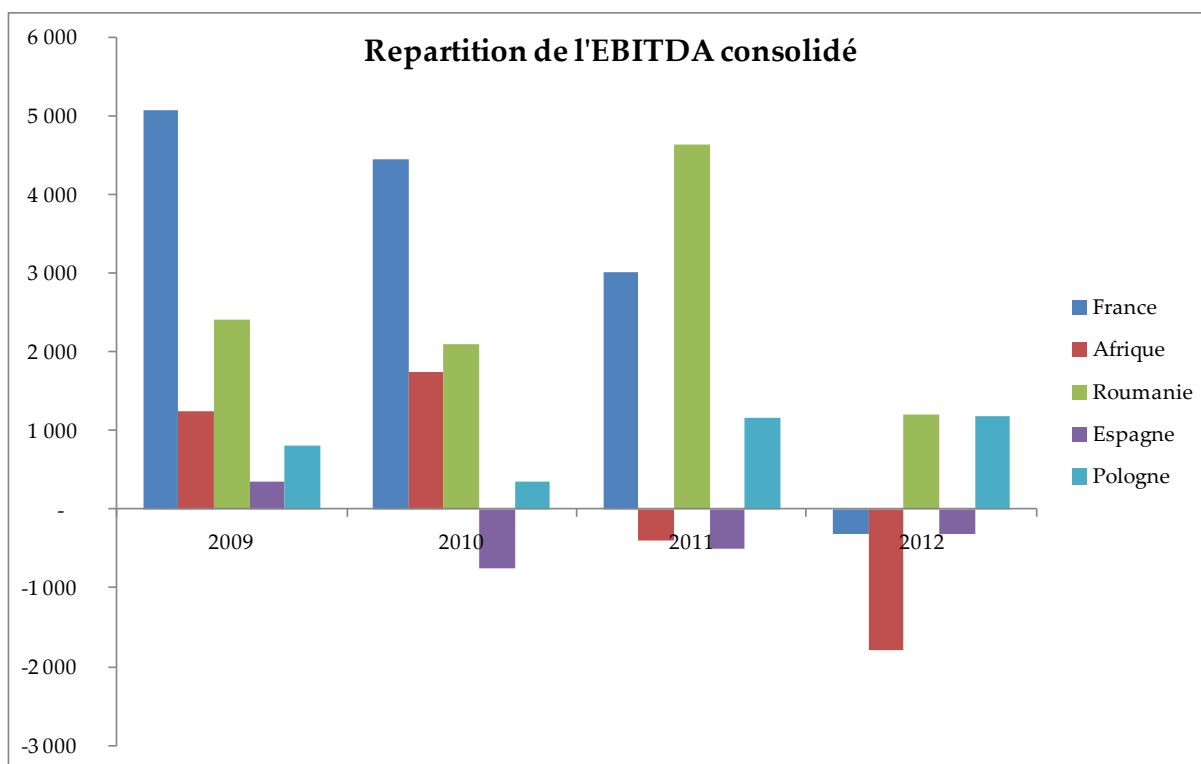
2.2.2.2 Politique d'expansion³⁴

La France, qui représente désormais moins de la moitié du volume d'affaires de SICAL, suit une tendance baissière depuis 2009, au contraire de la Roumanie qui connaît une tendance inverse, jusqu'à totaliser en 2012 près du quart du chiffre d'affaires de SICAL :

³⁴ Source : comptes consolidés 2006 à 2012 (derniers chapitres : « Secteurs opérationnels »).



Guidé par une stratégie d'opportunités dans son développement et soucieux d'accompagner localement ses clients, le groupe SICAL, qui exerce aujourd'hui plus de la moitié de son activité hors de l'hexagone, est implanté dans plusieurs pays dont la contribution à l'excédent brut d'exploitation est la suivante (en K€) :



SICAL est implantée en dehors de l'hexagone comme suit :

2.2.2.2.1 Afrique

- **Ghana** (filiale Sonapack) : 15 000 tonnes de production y sont budgétées pour 2013, avec une espérance de rentabilité cette année. SICAL doit faire face au Ghana à une problématique de change ; en effet la monnaie locale est attachée à l'USD, et subit une dévaluation d'environ 25% tous les ans, alors que le pays est en forte croissance. Le Ghana bénéficie cependant d'une stabilité politique et dispose de réserves de pétrole ;
- **Côte d'Ivoire** (filiales Sonaco et PPBCI à Abidjan) : SICAL produit de nouveau du carton ondulé après la crise politique qui avait gelé la production.

2.2.2.2.2 Reste de l'Europe

- **Espagne** (filiale Kadem à Montblanc) : SICAL subit dans ce pays la crise économique de plein fouet, et enregistre de fortes chutes de volume en raison de l'érosion de la consommation ; en marge d'une importante guerre des prix, les secteurs de l'automobile et de la chimie y sont également beaucoup moins demandeurs que par le passé de cartons ondulés ; SICAL a donc été contraint de baisser ses prix pour maintenir ses volumes ;
- **Pologne** (filiale Rawibox à Rawicz) : il s'agit du pays le plus contributif en termes d'EBITDA en 2012 ;
- **Roumanie** (filiale Ambro à Suceava et Romcarton à Bucarest) : SICAL a saisi une opportunité de rachat d'une cartonnerie à l'époque des premières privatisations dans le pays, puis d'une papeterie, et y a pour client principal IKEA ;
- **Belgique**³⁵ (filiale Servibox à Ternat) : SICAL y a acquis une petite unité de production, et y a ouvert ensuite un bureau de négoce (achat / revente).

SICAL est ainsi confronté à différents types de risque inhérents à son implantation internationale, et plus spécifiquement dans les pays mentionnés ci-dessus : risque politique, risque de change, risque de crédit.

2.2.2.3 Evolution de la profitabilité

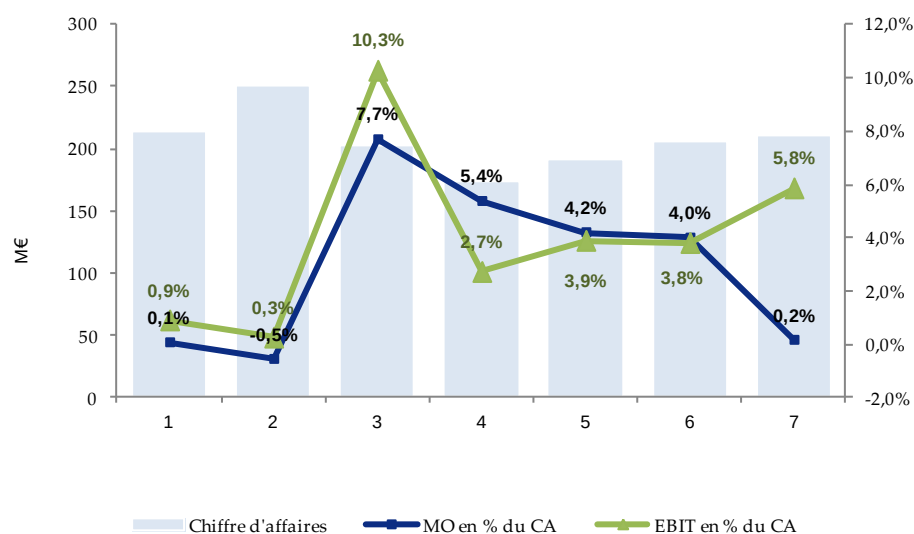
Le chiffre d'affaires du Groupe au titre du dernier exercice clos le 31 décembre 2012 s'élève à 210 M€. L'effectif compte environ 2.000 personnes.

Au regard de l'information consolidée, la profitabilité de SICAL, exprimée en marge opérationnelle (MO) ou Résultat d'Exploitation (EBIT³⁶), a connu l'évolution suivante depuis 2006, en valeur brute et en valeur relative rapportée au chiffre d'affaires :

³⁵ La Belgique est intégrée dans le pôle SICAL.

³⁶ Résultat d'exploitation ou *Earnings Before Interests & Taxes* (EBIT).

CA / % MO et % EBIT



SICAL renoue avec le volume d'affaires qui était le sien avant le premier volet de la crise financière en 2008, tandis que la marge opérationnelle se contracte fortement sous l'effet de plusieurs facteurs, principalement :

- la croissance des frais énergétiques et de transport ;
- la difficulté à répercuter cette inflation des coûts sur les prix de vente.

L'EBIT suit la même tendance que la marge opérationnelle, étant précisé que l'EBIT 2012 enregistre l'impact de la réévaluation du terrain hors exploitation situé en Roumanie ainsi que des dépréciations d'actifs consécutives à un arrêt d'activité (§ 2.2.3.2).

2.2.2.4 Structure bilancielle

La structure du bilan consolidé de SICAL depuis 2006 a évolué comme suit :

	2 006	2 007	2 008	2 009	2 010	2 011	2 012
M€							
Goodwill	7,0	6,9	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3
Immobilisations incorporelles	1,4	0,8	1,3	2,1	1,3	1,3	0,7
Immobilisations corporelles	156,0	159,8	142,0	135,0	133,1	132,4	92,4
Immeubles de placement	0,1	0,1	0,1	5,0	5,2	5,1	55,1
Actif immobilisé	164,5	167,6	148,7	147,4	144,9	144,1	153,5
BFR	42,5	39,8	38,3	27,3	37,2	46,1	45,6
Trésorerie et équivalents de trésorerie	4,9	5,6	3,3	6,0	7,8	6,1	6,9
Autres actifs financiers à la juste valeur	0,6	0,7	2,0	0,2	0,4	0,3	0,2
Effets escomptés non échus	5,0	7,6	7,6	10,7	8,9	4,5	5,0
Emprunts et dettes financières à plus d'un an	(30,2)	(26,4)	(17,5)	(13,7)	(11,5)	(12,1)	(15,9)
Emprunts et dettes financières à moins d'un an	(55,8)	(70,7)	(49,5)	(39,0)	(43,2)	(43,5)	(41,1)
Endettement net comptable	(75,5)	(83,2)	(54,1)	(35,7)	(37,7)	(44,7)	(44,9)
Dettes auprès des actionnaires	(10,0)	(12,1)	(12,1)	(12,1)	(12,1)	(12,1)	(12,9)
Minoritaires	(9,3)	(6,1)	(4,3)	(3,3)	(4,6)	(4,5)	(4,0)
Impôts différés	(10,2)	(9,7)	(8,1)	(7,8)	(8,8)	(8,6)	(14,3)
Provision retraite	(4,4)	(3,1)	(2,1)	(2,1)	(2,1)	(2,1)	(2,4)
Autres provisions	(1,3)	(1,9)	(3,6)	(4,1)	(1,7)	(1,6)	(1,1)
Provisions	(5,7)	(5,0)	(5,7)	(6,2)	(3,8)	(3,7)	(3,5)
Autres actifs	0,3	0,3	0,7	0,6	0,4	0,3	0,1
Actif net	96,6	91,5	103,4	110,2	115,6	116,8	119,7

2.2.2.4.1 Actif immobilisé

Le caractère capitalistique de l'activité de SICAL transparaît au travers du poids des immobilisations corporelles qui y est prépondérant. En 2012, la réévaluation du terrain roumain et sa comptabilisation en immeubles de placement à l'actif du bilan impacte par ailleurs le compte de résultat (via une réévaluation de 43 M€ et la charge d'impôt associée) ainsi que le passif du bilan (par l'augmentation des impôts différés correspondant à la fiscalisation de la réévaluation).

2.2.2.4.2 BFR

	2 006	2 007	2 008	2 009	2 010	2 011	2 012
M€							
Stocks et en-cours	34,3	33,0	33,7	28,7	34,4	37,4	34,5
Créances clients et comptes rattachés	62,2	61,3	46,0	42,0	46,4	46,5	45,1
Dont effets escomptés non échus	(5,0)	(7,6)	(7,6)	(10,7)	(8,9)	(4,5)	(5,0)
Autres créances courantes	8,0	8,3	12,9	9,4	10,6	6,9	10,5
Créance d'impôt sur les sociétés	1,0	1,1	0,9	0,2	0,3	0,1	0,6
Dettes d'impôt exigible	(0,6)	(0,2)	(0,2)	(0,8)	(0,2)	(0,4)	(0,6)
Dettes fournisseurs et autres dettes	(43,8)	(42,5)	(31,5)	(28,8)	(32,4)	(26,9)	(27,2)
Dettes fiscales et sociales / PCA	(13,4)	(13,5)	(15,7)	(12,6)	(13,0)	(13,0)	(12,2)
BFR	42,5	39,8	38,3	27,3	37,2	46,1	45,6
Chiffre d'affaires	214,0	250,1	202,5	173,9	191,2	206,6	210,3
% BFR /CA	20%	16%	19%	16%	19%	22%	22%

Le BFR représente en moyenne 22% (soit 80 jours) du chiffre d'affaires sur les dernières années³⁷.

³⁷ Environ 30% des créances clients au 31 décembre 2012 sont en retard de paiement, ce qui explique une part importante du niveau élevé du BFR.

2.2.2.4.3 Endettement net comptable

L'endettement financier brut à fin 2012 s'élève à 56.952 K€³⁸. Afin d'appréhender l'endettement net consolidé de 44.808 K€, doivent être retranchés à l'endettement financier brut :

- les créances financées auprès des établissements de crédit (5.008 K€),
- la trésorerie (6.898 K€),
- et les placements (238 K€).

Nous considérons par ailleurs que les avances conditionnées à long terme, mises à la disposition de SICAL à hauteur de 12.922 K€ au 31 décembre 2012 et rémunérées en tant que telles³⁹, participent de l'endettement net (§ 2.2.3.2). Hors intérêts minoritaires (3.976 K€⁴⁰), et retraité de la dette d'actionnaire (12.922 K€), l'endettement net consolidé de SICAL à fin 2012 s'élève donc à 57.730 K€⁴¹.

SICAL dispose d'un endettement court terme important à relier à son niveau élevé de Besoin en Fonds de Roulement (BFR). Son financement long terme est assuré par des emprunts bancaires, ainsi que l'emprunt susmentionné interne au Groupe ROSSMANN.

2.2.2.5 Rentabilité des capitaux propres

La rentabilité des capitaux propres (ROE⁴²) de la Société peut être décomposée en trois facteurs :

- la marge nette (résultat net [RN] / chiffre d'affaires [CA]) ;
- la rotation de l'actif (chiffre d'affaires / actif économique) ;
- le levier financier (actif économique / capitaux propres à l'ouverture de l'exercice).

L'évolution du ROE depuis 2006 est présentée graphiquement ci-après :

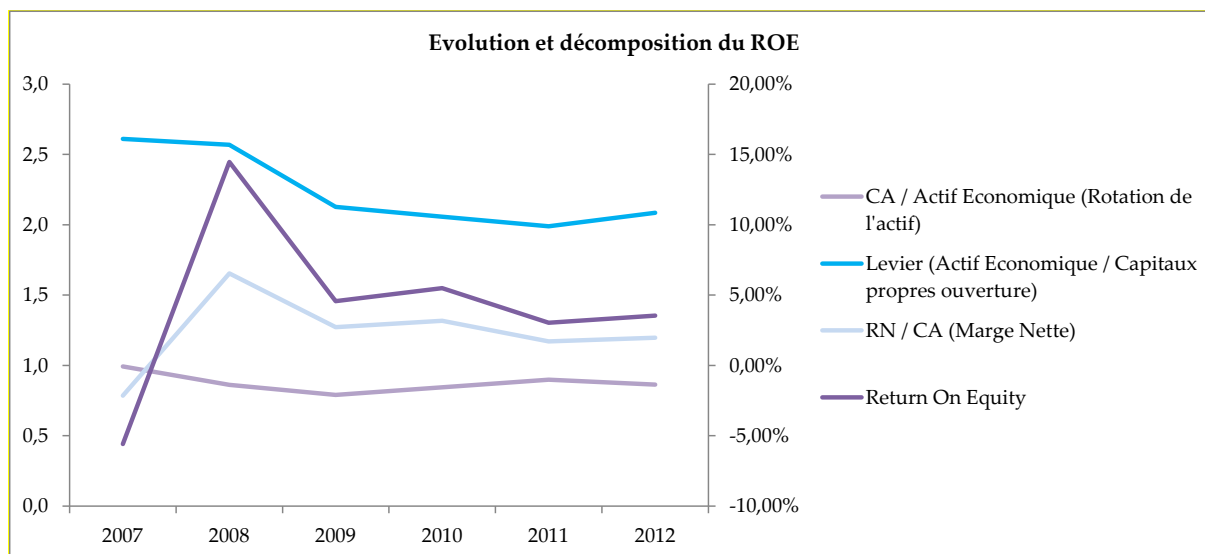
³⁸ Source : comptes consolidés au 31 décembre 2012, p. 42 (fraction des emprunts et dettes financières à plus d'un an : 15.899 K€ + fraction des emprunts et dettes financières à moins d'un an : 41.054 K€ = endettement financier brut : 56.952 K€).

³⁹ Avance conditionnée à long terme, rémunérée dans la limite du taux légal applicable (3,39% en 2012).

⁴⁰ Source : comptes consolidés au 31 décembre 2012, p. 4 (intérêts minoritaires / capitaux propres : 4.424 K€ - intérêts minoritaires / résultat : 448 K€ = 3.976 K€).

⁴¹ Endettement net consolidé : 44.808 K€ + dette d'actionnaire : 12.922 K€ = 57.730 K€.

⁴² Return On Equity.



Le *Return On Equity* de SICAL doit son évolution décroissante à la conjugaison de deux facteurs :

- tassement progressif de la marge nette (même si celle-ci est impactée positivement en 2012 de l'effet de la réévaluation du terrain roumain), qui est en ligne avec les standards du secteur ;
- levier économique insuffisant ; la Société apparaît en situation de déficit d'actif économique pour accroître la rentabilité de ses fonds propres.

2.2.2.6 Matrice Swot

En synthèse, la matrice ci-dessous résume les forces et faiblesses de la Société, ainsi que les menaces et opportunités auxquelles elle est confrontée sur son marché :

Forces	Faiblesses
SICAL dispose de plusieurs papeteries de proximité ce qui permet d'alimenter la chaîne de production => économie de transport. Développement à l'international cohérent basé sur une stratégie d'opportunité => Maillage géographique à proximité des clients. Equilibre du mix autoproduction / achat de papier. Soutien du groupe ROSSMANN.	Endettement significatif => lié à l'intensité capitalistique. Risque politique, risque de change, risque de crédit => inhérent à l'implantation de certaines filiales étrangères de SICAL. Difficulté d'absorption des frais énergiques et de transport.
Opportunités	Menaces
L'Europe étant en surcapacité de papier recyclé, les quantités disponibles sont importantes; le cours du papier recyclé est bas => réduction de coût d'approvisionnement. Peu d'acteurs sur le secteur du carton ondulé en France => cinq sociétés se partagent 70 % des parts de marché. Secteur misant sur l'innovation pour augmenter la valeur ajoutée => exemple de l'allègement des grammages.	Problématique de la dépendance énergétique dans la papeterie. Avec la hausse des tarifs, le coût énergétique représente environ 25 % du chiffre d'affaires; à titre de comparaison dans la cartonnerie il ne représente que 2 % du chiffre d'affaires => Augmentation significative des coûts d'exploitation => Taux de marge brute en baisse. Augmentation des coûts de transport => tassement des marges. Secteur lié voire dépendant de la consommation, et plus particulièrement des industries agroalimentaires et de l'automobile qui décrochent en France => impact négatif des arbitrages de consommation des ménages.

2.2.3 Caractéristiques comptables, financières et fiscales

2.2.3.1 Observations sur le référentiel comptable

SICAL établit ses comptes consolidés selon le référentiel des normes comptables internationales (IFRS), qui s'impose aux sociétés cotées.

Les comptes consolidés annuels au titre du dernier exercice clos le 31 décembre 2012 ont été certifiés sans réserve par les commissaires aux comptes. Les comptes consolidés semestriels au 30 juin 2013 ne sont pas arrêtés à ce jour.

Les filiales forment des secteurs opérationnels (§ 2.2.2.2).

2.2.3.2 Observations sur l'endettement net

Nos travaux de valorisation analogique et intrinsèque ont été réalisés sur la base de l'endettement financier net au 31 décembre 2012, dont nous avons vérifié la concordance avec l'estimation de l'endettement au 30 juin 2013 qui nous a été communiqué.

Dans la détermination de l'endettement financier net, nous avons notamment tenu compte de la valeur de marché, nette d'impôt, de l'actif hors exploitation que constitue le terrain détenu par la Société en Roumanie. Après la décision prise par la Société d'arrêter définitivement la production de papier Kraft sur ce site⁴³, cet actif a fait l'objet d'une comptabilisation à sa juste valeur à fin 2012, conformément à IAS 40 : « Immeubles de placement »⁴⁴. En raison de son emplacement attractif à proximité du centre ville⁴⁵, dans une zone en cours de modernisation, nous n'avons pas estimé nécessaire d'affecter la valeur du terrain d'une décote d'illiquidité.

Par ailleurs nous avons différencié le calcul de l'endettement net à déduire des valeurs d'entreprise obtenues, selon la méthode de valorisation intrinsèque par l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie ou la méthode de valorisation analogique par les comparables boursiers, pour aboutir à la valeur des capitaux propres. Cette différence d'approche s'explique pour les raisons techniques suivantes :

⁴³ Corrélativement, les actifs affectés à cette activité ont été dépréciés.

⁴⁴ Source : comptes consolidés au 31 décembre 2012, p. 9 et p. 32.

⁴⁵ Une partie des anciennes entreprises ont cédé leur emplacement à des complexes commerciaux et à des quartiers résidentiels (source : traduction du rapport d'expertise immobilière de Desturza Expert Consult).

- Les multiples d'excédent brut d'exploitation (valeur d'entreprise / EBITDA⁴⁶) des comparables que nous utilisons comme référence pour la valorisation analogique de la Société sont calculés à partir d'informations issues de nos bases de données, en cumulant, pour aboutir à la valeur d'entreprise, la valeur des fonds propres et l'endettement net, étant précisé que ce dernier est représentatif de la dette comptable, à l'exclusion notamment des provisions « décaissables ». Par symétrie avec les comparables, nous prendrons comme référence pour la valorisation analogique de SICAL l'endettement net consolidé (57.730 K€) majoré des intérêts minoritaires (3.976 K€) et minoré de la valeur de l'actif hors exploitation après réévaluation (55.050 K€) nette de fiscalité (6.922 K€)⁴⁷, soit une dette nette de **13.578 K€** en valorisation analogique :

en k€	
Endettement financier brut	56 952
Dette auprès des actionnaires	12 922
Intérêts minoritaires	3 976
Trésorerie	-6 898
Placements détenus jusqu'à leur échéance	-238
Créances financées	-5 008
 Terrain Roumanie après fiscalisation de la réévaluation	 -48 128
Dette nette au 31 décembre 2012	13 578

⁴⁶ Excédent brut d'exploitation ou *Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation & Amortization* (EBITDA).

⁴⁷ Source : comptes consolidés au 31 décembre 2012, p. 32. Nous avons considéré que la réévaluation du terrain à concurrence de 43.263 K€ était représentative de la plus-value latente par rapport à sa valeur comptable. Sur la base d'un taux d'imposition en Roumanie de 16% de la plus value, le frottement fiscal peut être estimé à 6.922 K€, portant la valeur du terrain nette de fiscalité à 48.128 K€.

- L'endettement net que nous retenons pour la valorisation intrinsèque de la Société est constitué de l'endettement net susmentionné (13.578 K€), majoré des provisions long terme (3.525 K€) incluant les provisions pour retraite⁴⁸, soit une dette nette de **17.103 K€** en valorisation intrinsèque :

en k€	
Endettement financier brut	56 952
Dette auprès des actionnaires	12 922
Intérêts minoritaires	3 976
Provisions pour risques	48
Provisions pour litiges	73
Provisions pour charges	920
Engagements retraite	2 484
Trésorerie	-6 898
Placements détenus jusqu'à leur échéance	-238
Créances financées	-5 008
 Terrain Roumanie après fiscalisation de la réévaluation	 -48 128

Dette nette au 31 décembre 2012	17 103
--	---------------

⁴⁸ Source : comptes consolidés au 31 décembre 2012, p. 4 et p. 45 ; états financiers au 31 décembre 2012, p. 29 :

- les provisions pour retraite, d'un montant de 2.484 K€, ne sont pas explicitées dans les flux de trésorerie du plan d'affaires (§ 2.3.5.3) ; nous les avons en conséquence assimilées à l'endettement ;
- *a contrario* nous n'avons pas intégré dans l'endettement les engagements de la Société en matière de Droits Individuels à la Formation (DIF), dont le volume d'heures cumulé correspondant aux droits acquis par les salariés s'élève à 46.052 heures à fin décembre 2012, en considérant que les heures de formation sont remboursées par l'organisme gestionnaire.

2.3 Evaluation de l'action SICAL

Conformément aux recommandations de l'AMF, nous avons mis en œuvre une approche d'évaluation multicritères. Ainsi, nous exposons ci-après les méthodes d'évaluation écartées (§ 2.3.1) puis les approches de valorisation qui nous sont apparues les plus pertinentes afin d'apprécier le caractère équitable du prix de l'action SICAL proposé dans le cadre de l'Opération (§ 2.3.2 et suivants).

La date que nous avons retenue pour la référence au cours de bourse de l'action SICAL est le 14 juin 2013, étant rappelé que la transaction préalable à l'Offre sur 32.000 titres au prix de 20 € a été portée à la connaissance du public à mi-avril (§ 2.1.2), et que depuis lors le cours s'est tendanciellement apprécié.

Les paramètres financiers tels que la capitalisation boursière des comparables (§ 2.3.4) et le taux d'actualisation du plan d'affaires (§ 2.3.5) sont arrêtés au 14 juin 2013.

Le nombre de titres SICAL pour nos calculs de valeur par action s'établit à 3.665.265 actions (§ 2.1.2).

2.3.1 Méthodes d'évaluation écartées

Nous justifions ci-après la non prise en compte, en tant que méthode d'évaluation, de l'actif net comptable (§ 2.3.1.1) et de l'actualisation des dividendes (§ 2.3.1.2), étant précisé par ailleurs que nous ne disposons pas d'objectifs de cours, le titre SICAL n'étant pas suivi par les analystes financiers.

2.3.1.1 Actif net comptable

La méthode de l'Actif Net Réévalué (ANR) consisterait à corriger l'Actif Net Comptable (ANC) des plus ou moins values latentes identifiées à l'actif, au passif ou hors-bilan à ce jour ; il ne nous a été signalé aucun élément d'exploitation ou hors exploitation⁴⁹ non intégré dans les états financiers. Nous présentons cependant en ultime approche d'évaluation une rente de *badwill* mettant en exergue l'écart de rentabilité de SICAL par rapport au rendement attendu d'un investisseur ou d'un actionnaire (§ 2.3.6).

L'ANC au 31 décembre 2012 ressort à environ 32,7 € par action⁵⁰. Il s'avère être supérieur au résultat de toutes nos approches d'évaluation. Cette situation s'explique selon nous pour les raisons techniques suivantes :

- une part de l'ANC est à relier à un actif hors exploitation (§ 2.2.3.2) ;
- les tests d'impairment effectués au 31 décembre 2012 portent sur une partie seulement des Unités Génératrices de Trésorerie (UGT) dans le cadre de l'exploitation, en l'occurrence Valscius (intégrée à l'intérieur du groupe SICAL), Rawibox (fleuron du groupe en Pologne) et Kadem (filiale espagnole soutenue financièrement par le groupe), qui sont les seules UGT porteuses de goodwill ;
- la mobilisation de capitaux attachée à l'activité industrielle de SICAL (§ 2.2.2.4) n'est pas corrélée à la rentabilité (§ 2.2.2.3).

⁴⁹ En l'occurrence les biens immobiliers situés en Roumanie soumis à la norme IAS 40 : « Immeubles de placement » (§ 2.2.3.2).

⁵⁰ Capitaux propres consolidés part du groupe au 31 décembre 2012 : 119.700 K€ / 3.665.265 actions = 32,66 € (source : comptes consolidés au 31 décembre 2012, p. 4).

2.3.1.2 Actualisation des dividendes

Nonobstant la politique de distribution régulière aux actionnaires de la Société⁵¹, la méthode d'actualisation des dividendes ne nous paraît pas appropriée, dans la mesure où elle conduirait par construction⁵² à une valeur inférieure à l'actualisation des flux futurs de trésorerie (§ 2.3.5).

2.3.2 Référence au cours de bourse

Les titres SICAL sont cotés sur le marché NYSE Euronext Paris depuis décembre 2006 ; mis à la disposition du public au compartiment C d'Euronext Paris, ils ont été transférés sur le marché NYSE Alternext Paris en juin 2010.

En sus de l'étroitesse du flottant représentant seulement 5,47% du capital (§ 2.1.2), les volumes d'échange du titre SICAL sont faibles ; à titre indicatif :

- aucun échange n'est intervenu entre le 30 mai 2012 et le 6 novembre 2012 ;
- sur les 260 dernières séances de bourse au 10 juin 2013⁵³, 34 séances seulement ont donné lieu à des échanges.

A titre illustratif, le titre SICAL présente de faibles taux de rotation du flottant (moyenne du volume échangé rapportée au nombre de titres composant le flottant) :

Rotation du flottant en volume	14-juin-13
1 mois	0,0599%
3 mois	0,0830%
6 mois	0,0913%
12 mois	0,0884%
48 mois	0,3133%

Nous avons identifié que CELTA SA était à l'origine de deux des cinq mouvements de titres les plus importants depuis juin 2011 :

	Volume	Montant	Prix unitaire	Commentaires
08/07/2011	1 036	12 950	12,5	Acquisition par CELTA, personne morale, liée à Monsieur Bernard Rossmann, administrateur pour 5 162,50 €
23/01/2012	20 100	291 450	14,5	Acquisition par CELTA, personne morale, liée à Monsieur Bernard Rossmann, administrateur pour 290 000 €

En synthèse la référence au cours de bourse ne peut être considérée qu'à titre indicatif.

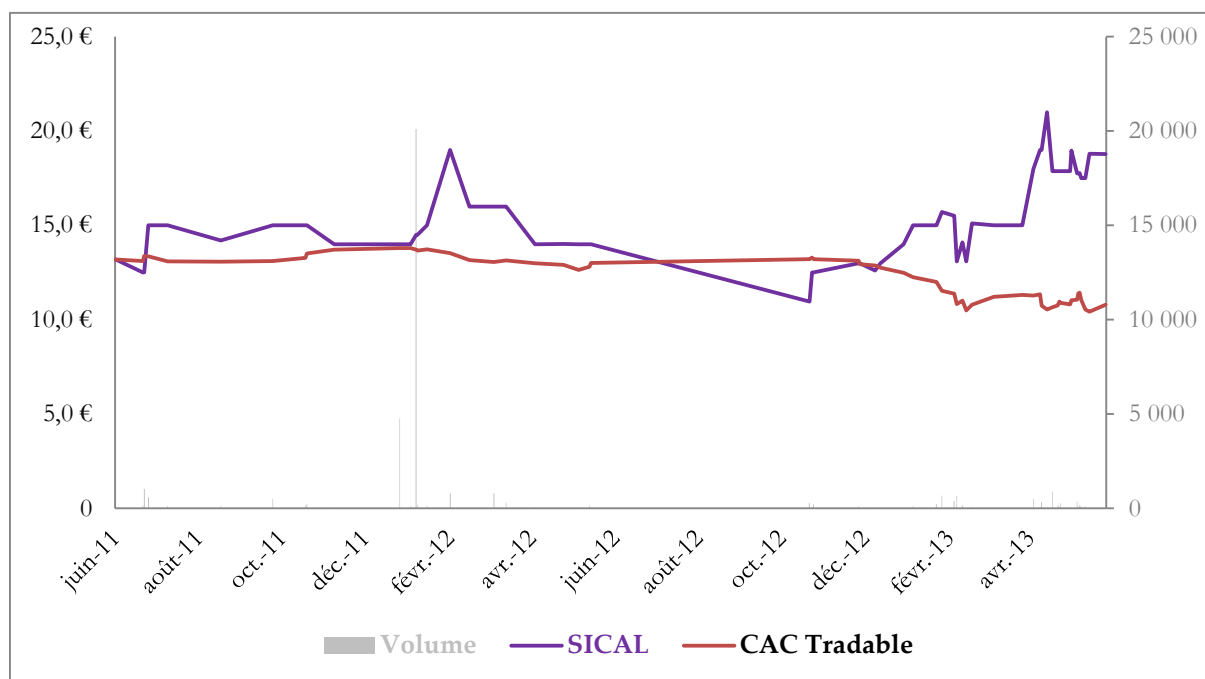
Nous présentons également l'évolution du cours du titre SICAL depuis 2011 en comparaison à l'indice CAC All Tradable ; il apparaît sur le graphique ci-dessous que l'action SICAL s'est appréciée en

⁵¹ Source : rapport unique du conseil d'administration sur la gestion de la Société et du Groupe sur l'exercice 2012 présenté à l'Assemblée Générale Ordinaire du 27 juin 2013. Les dividendes par action distribués au titre des trois derniers exercices s'élèvent respectivement à 0,25 € (2009), 0,30 € (2010) et 0,30 € (2011) ; un dividende de 0,20 € est proposé à l'assemblée générale du 27 juin 2013 au titre de 2012.

⁵² L'actualisation des dividendes s'entend hors flux réinvestis.

⁵³ Aucun échange n'est intervenu entre le 10 juin et le 14 juin 2013.

comparaison de l'évolution de l'indice Cac All Tradable depuis fin 2012 et les premiers rachats de titres SICAL par CELTA SA :



Sur les 24 derniers mois, 80% du volume des titres ont été échangés entre 14 € et 16 €.

Le tableau suivant synthétise les primes induites par le prix d'Offre de 20 € en fonction de la moyenne des cours de bourse pondérés par les volumes au 14 juin 2013, date à laquelle nous nous référons pour déterminer ces primes :

	Au 14-juin-13	Prime induite
Spot	18,78 €	6,5%
Moyenne 1 mois	17,79 €	12,4%
Moyenne 3 mois	17,93 €	11,5%
Moyenne 6 mois	16,55 €	20,8%
Moyenne 12 mois	16,06 €	24,5%
+ haut 12 mois	21,00 €	-4,8%
+ bas 12 mois	10,96 €	82,5%
Moyenne 24 mois	14,79 €	35,3%
+ haut 24 mois	21,00 €	-4,8%
+ bas 24 mois	10,96 €	82,5%

Par rapport aux cours moyens pondérés par les volumes décomptés à la date du 12 avril 2013 marquant l'acquisition d'un bloc au prix de 20 € dont découle le prix d'Offre (§ 2.1.2), et l'appréciation tendancielle du cours qui s'en est suivie, les primes annoncées ci-dessus sont moindres :

	Au 12-avr.-13	Prime induite
Spot	15,00 €	33,3%
Moyenne 1 mois	15,07 €	32,7%
Moyenne 3 mois	14,68 €	36,3%
Moyenne 6 mois	14,05 €	42,3%
Moyenne 12 mois	14,05 €	42,4%
+ <i>haut 12 mois</i>	15,71 €	27,3%
+ <i>bas 12 mois</i>	10,96 €	82,5%
Moyenne 24 mois	14,47 €	38,2%
+ <i>haut 24 mois</i>	19,00 €	5,3%
+ <i>bas 24 mois</i>	10,96 €	82,5%

2.3.3 Valorisation analogique par les comparables transactionnels

2.3.3.1 Transactions externes

La méthode des comparables transactionnels externes nous est apparue pertinente, dans la mesure où elle extériorise un multiple d'EBITDA de 7x, courant dans le secteur et relativement homogène dans le temps sur les opérations que nous avons recensées :

- Le rachat par Europac début 2013 d'une unité de DS SMITH dénommée SCA Emballage France a porté sur une cartonnerie bretonne de 60 000 tonnes vendue par référence à un multiple d'EBITDA de 7x ;
- DS SMITH a racheté SCA Packaging début 2012 sur la base d'un multiple d'EBITDA de 6,3 x ;
- DS SMITH a racheté Otor fin 2010 à 6,6x EBITDA ;
- L'opération de fusion Sical - Valcsius a été menée en 2009 sur la base de parités d'échanges estimées à 7x EBITDA ;
- La cession de Carton Box à SAICA en 2008 a été négocié à 7x EBITDA (pour mémoire).

Ces transactions comparables extériorisent un multiple d'EBITDA médian de 6,8x, dont il ressort une valeur unitaire de l'action SICAL de **15,22 €** extériorisant une prime de 31% par rapport au prix d'Offre de 20 € :

Date	Acquéreur	Cible	Multiple d'EBITDA
déc-09	Sical	Valscius	7,0x
oct-10	DS Smith	Otor	6,6x
févr-12	DS Smith	SCA Packaging	6,3x
janv-13	Europac	SCA Emballage France	7,0x
		Moyenne	6,7x
		Médiane	6,8x
		EBITDA 2013	10 200
		Valeur d'entreprise	69 360
		Dette nette	-13 578
		Capitaux propres	55 782
		Nombre d'actions	3 665 265
		Valeur unitaire action SICAL	15,22

Nous constatons une convergence de ces multiples transactionnels avec les multiples boursiers (§ 2.3.4.3).

2.3.3.2 Transactions sur le titre par CELTA SA

Pour mémoire, M. Bernard Rossmann, via la CELTA SA, a procédé aux rachats d'actions SICAL suivants au cours des douze derniers mois précédant l'acquisition en date du 12 avril 2013 de titres auprès d'EXPANSO INVESTISSEMENTS (§ 2.1.2) :

- Acquisition d'une action SICAL, au prix unitaire de 12,50 €, le 8 novembre 2012 ;
- Acquisition de 20 actions SICAL, au prix unitaire de 10,96 €, le 6 novembre 2012.

Nous avons eu confirmation que la valeur unitaire des titres SICAL⁵⁴ dans les livres de CELTA SA et de SOFPO SA ne remet pas en cause le prix d'Offre : elle est en ligne avec le prix d'Offre pour CELTA SA et sensiblement inférieure au prix d'Offre en ce qui concerne SOFPO SA.

2.3.4 Valorisation analogique par les comparables boursiers

Nous développons dans le présent chapitre la valorisation du titre SICAL par une approche de valorisation comparative en faisant référence aux multiples d'excédent brut d'exploitation (EBITDA) d'un panel de comparables boursiers ; les multiples d'EBITDA sont les plus couramment utilisés dans la valorisation des sociétés du secteur (§ 2.3.3.1).

⁵⁴ Cours moyen pondéré des titres.

2.3.4.1 Etendue et composition de l'échantillon

Il n'existe pas, à notre connaissance, de sociétés cotées purement comparables à SICAL en termes d'activité, de taille, de taux de marge d'exploitation et de zone géographique d'activité⁵⁵. En dépit des différences d'intégration, de diversification et de profitabilité par rapport à SICAL, nous avons néanmoins ciblé un panel de groupes internationaux, évoluant dans le secteur de la papeterie et de la cartonnerie au sens large et comptant parmi les acteurs du marché dont nous avons dressé plus haut la typologie (§ 2.2.1.2) :

Société	Pays	Capitalisation Boursière 1 mois (M€)	Dette Nette (M€)	VE (M€)
Smurfit Kappa Group Plc	Irlande	2 766	2 792	5 558
Rock Tenn Company	US	5 706	2 593	8 300
Smith DS	UK	2 549	-407	2 142
Rengo	Japon	933	1 721	2 655
EUROPAC-Papeles y Cartones de Europa SA	Espagne	247	347	594
International Paper Co.	US	15 076	6 698	21 774

2.3.4.2 Modalités de calcul des multiples d'excédent brut d'exploitation (EBITDA) par référence à la valeur d'entreprise (VE)

Comme rappelé en préambule de ce chapitre, le multiple de valorisation couramment utilisé dans le secteur est le multiple d'excédent brut d'exploitation (EBITDA).

Nous avons écarté les multiples :

- de chiffre d'affaires, car il ne nous paraît pas pertinent de valoriser SICAL sur le seul critère du volume d'activité sans tenir compte des marges et de la rentabilité d'exploitation prévisionnelles de la Société ;
- de résultat d'exploitation (EBIT), s'agissant d'une industrie capitalistique où les politiques de financement d'investissement ont un impact fort sur les amortissements pratiqués et donc sur les multiples de rentabilité d'exploitation ;
- de résultat net (PER), car les PER conduisent à des estimations biaisées du fait des écarts de structure financière et des différents taux d'imposition sur des sociétés qui ne sont pas toutes françaises.

Nous avons utilisé les multiples VE / EBITDA 2013-2014 associés à la dette nette appréhendée à fin décembre 2012 (§ 2.2.3.2).

Afin de déterminer les ratios VE / EBITDA de chacune des sociétés comparables, nous avons suivi la démarche suivante :

⁵⁵ Bon nombre de compétiteurs sont des groupes de taille notoirement plus importante, notamment outre-Atlantique.

- la capitalisation boursière de chaque entité de l'échantillon a été appréhendée en moyenne 1 mois⁵⁶ ; l'endettement net s'intercale entre la capitalisation boursière et la valeur d'entreprise à partir de laquelle les multiples sont déterminés ;
- les estimations d'EBITDA⁵⁷, sur l'ensemble du panel, sont issues de consensus d'analystes⁵⁸.

2.3.4.3 Synthèse de la valorisation par les multiples boursiers

Nous présentons ci-dessous les multiples obtenus, par rapport à l'EBITDA, sur la base du cours moyen 1 mois au 14 juin 2013 des entités composant notre panel de comparables (§ 2.3.4.1) ; nous précisons à ce stade qu'afin de tenir compte des différences de liquidité et de taille entre la Cible et les comparables, il aurait été économiquement cohérent d'appliquer une décote sur les multiples, que nous avons cependant exclue au vu des limitations à la constitution de l'échantillon et du niveau de prime déjà conséquent extériorisé par le prix d'Offre de 20 € par action :

Société	EBITDA	
	2013e	2014e
Smurfit Kappa Group Plc	5,2x	4,7x
Rock Tenn Company	7,7x	6,4x
Smith DS	6,7x	6,3x
Rengo	6,9x	6,4x
EUROPAC-Papeles y Cartones de Europa SA	5,4x	5,1x
International Paper Co.	6,8x	6,1x
<i>Sical SA</i>		
Moyenne	6,5x	5,8x
Médiane	6,8x	6,2x
Agrégats Sical (k€)	10 200	12 278
Valeur d'entreprise Sical selon moyenne (k€)	65 902	71 637
Valeur d'entreprise Sical selon médiane (k€)	69 131	75 987
Dette Nette Sical (k€)	-13 578	-13 578
Capitaux Propres Sical selon moyenne (k€)	52 324	58 059
Capitaux Propres Sical selon médiane (k€)	55 553	62 409
Nombre d'actions Sical	3 665 265	3 665 265
Valeur unitaire action Sical selon moyenne (€)	14,3	15,8
Valeur unitaire action Sical selon médiane (€)	15,2	17,0
Prime / Décote sur moyenne	40,1%	26,3%
Prime / Décote sur médiane	32,0%	17,5%

⁵⁶ Au 14 juin 2013.

⁵⁷ Au titre de 2013 et 2014.

⁵⁸ Source : Infinancials.

Le multiple d'EBITDA médian 2013 de 6,8x est cohérent avec le multiple médian transactionnel (§ 2.3.3.1).

L'application du multiple médian⁵⁹ de 6,8x à l'EBITDA prévisionnel 2013 de SICAL situe la valeur d'entreprise à 69,1 M€, et sous déduction de l'endettement net de **13,6 M€**, la valeur des fonds propres à **55,5 M€**.

L'application du multiple médian de 6,2x à l'EBITDA prévisionnel 2014 de SICAL situe la valeur d'entreprise à 75,9 M€, et sous déduction de l'endettement net de **13,6 M€**, la valeur des fonds propres à **62,4 M€**.

L'approche analogique décrite ci-dessus conduit ainsi à une fourchette de valeur par action de **15,2 €** à **17,0 €**, situant le niveau de prime par rapport au prix d'Offre de 20 € entre 18% et 32%.

2.3.5 Valorisation intrinsèque par l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels ou *Discounted Cash-Flows (DCF)*

Parallèlement aux travaux menés sur la valorisation comparative, nous avons également recherché une valeur intrinsèque de la Société et du titre SICAL en actualisant, à compter du 1^{er} janvier 2013⁶⁰, les flux de trésorerie prévisionnels issus du plan d'affaires 2013 – 2017 que nous a présenté le management.

2.3.5.1 Rappel des principes de la méthode DCF

La valeur d'une entreprise correspond aux flux nets de trésorerie prévisionnels destinés aux investisseurs, actualisés à un taux intégrant les risques et la valeur de l'argent dans le temps.

Dans la pratique, cette valeur d'entreprise est estimée sur la base des cash-flows libres futurs, lesquels sont actualisés à un taux correspondant au coût moyen pondéré du capital (fonds propres et externes).

Le calcul de la valeur résiduelle repose sur la capitalisation du cash-flow libre durable au coût du capital ; il table sur une hypothèse de continuité de l'exploitation à terme et tient compte d'une croissance à l'infini en phase avec la croissance attendue à long terme (méthode dite de Gordon Shapiro). Le taux d'actualisation s'appliquant pour la capitalisation des cash-flows libres correspond au coût moyen pondéré du capital (*Weighted Average Cost of Capital* ou «WACC ») combinant, s'il y a lieu, le coût des fonds propres et de la dette après impôts.

Afin d'obtenir la valeur de marché des fonds propres, est ajoutée à la valeur d'entreprise des activités opérationnelles le cas échéant la valeur des actifs hors exploitation, et en est déduit l'endettement financier net.

2.3.5.2 Taux d'actualisation

Le coût des fonds propres a été estimé directement à partir de la formule du MEDAF dont les composantes sont détaillées ci-après :

⁵⁹ Le recours à la médiane est de nature à relativiser l'impact des extrêmes.

⁶⁰ En l'absence de comptes semestriels 2013 arrêtés à la date de nos travaux (§ 2.2.3.1).

2.3.5.2.1 Taux sans risque

Nous avons retenu comme taux sans risque la moyenne 2 ans du TEC 10 ans, soit **2,56%**⁶¹.

2.3.5.2.2 Prime de risque du marché

La prime de risque moyenne des principales valeurs françaises échangées (CAC 40) a été estimée à **7,44%**⁶² ; on soulignera la difficulté d'apprécier la prime de marché dans la période de crise qui tend à perdurer, affectant notamment le secteur d'activité de SICAL.

2.3.5.2.3 Gearing

Le *gearing* se définit comme le poids de l'endettement financier net de la Société rapporté aux fonds propres. Il est utilisé pour le « réendettement » du beta moyen issu de l'échantillon de comparables, et pour déterminer le poids relatif de l'endettement et des fonds propres dans le volume de capitaux apportés.

Nous avons retenu un *gearing* cible de 53% correspondant au rapport entre l'endettement et les capitaux propres⁶³ constaté en 2012⁶⁴.

2.3.5.2.4 Beta

Nous avons recherché pour chacune des sociétés comparables, sur une période de 2 ans, le beta « désendetté » de l'action par rapport à son indice de référence, afin de tempérer les aléas boursiers. Nos bases de données renvoient une valeur du beta désendetté médian de **1,02** :

	Beta désendetté 2 ans
Smurfit Kappa Group Plc	1,01
Rock Tenn Company	1,02
Smith DS	1,72
Rengo	0,38
EUROPAC-Papeles y Cartones de	0,22
International Paper Co.	1,10
Médiane	1,02

⁶¹ Source : http://cib.natixis.com/presentation/official_rate.aspx

⁶² Rentabilité attendue du marché de 10% minoré du taux sans risque de 2,56% (§ 2.3.5.2.1).

⁶³ Les capitaux propres comptables sont en l'occurrence sensiblement supérieurs à la capitalisation boursière de la Société.

⁶⁴ Soit un rapport de 34,6% entre :

- l'endettement financier net et le total [fonds propres + endettement financier net],
- ou 65,4% entre les fonds propres et le total [fonds propres + endettement financier net] (§ 2.3.5.2.8).

Le « réendetttement » du beta a été effectué par application du *gearing* cible de la Société (§ 2.3.5.2.3) ; le beta « réendetté » de la Société ressort ainsi à **1,37**.

2.3.5.2.5 Prime de risque spécifique

Nous avons retenu une prime de risque spécifique de 3%⁶⁵ afin de tenir compte du risque de taille inhérent à la structure de SICAL.

2.3.5.2.6 Coût de la dette

Nous avons calculé un coût de la dette en rapportant les charges financières de l'exercice N au stock de dette au début du même exercice N, sur les deux dernières années écoulées. Le coût moyen de l'endettement financier⁶⁶ avant impôt ressort ainsi à près de **3,85%**.

2.3.5.2.7 Taux d'imposition

Le taux d'impôt moyen de 10% retenu en DCF pendant la période explicite correspond à celui appliqué par le management dans ses prévisions, au regard de l'économie d'impôt future imputable à l'existence de reports déficitaires à fin 2012 ; la fiscalisation à un niveau plus élevé (20%) du flux terminal résulte de notre meilleure estimation du mix des niveaux d'imposition dans les zones d'implantation du Groupe après consommation des déficits fiscaux.

2.3.5.2.8 Synthèse du taux d'actualisation

Le WACC utilisé pour l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie s'élève au final à **11%** :

WACC	
Taux sans risque	2,56%
Beta désendetté médian	1,02
Beta réendetté	1,37
Prime de risque de marché	7,44%
Prime de risque spécifique	3,00%
Coût des fonds propres	15,79%
Coût de la dette	3,85%
Coût de la dette net d'IS	2,58%
D / (D+E)	34,6%
E / (D+E)	65,4%
WACC	11,22%
WACC arrondi	11,00%

⁶⁵ Source : Ibbotson, *Small Cap Premium* (analyse longitudinale 1927-2012).

⁶⁶ Rémunération des avances d'actionnaires incluse (§ 2.2.3.2).

2.3.5.3 Plan d'affaires de SICAL

Nous rappelons que SICAL est historiquement enclavé au sein du groupe ROSSMANN et que ses prévisions d'activité et de rentabilité ont été élaborées dans cette configuration, considérée comme pérenne.

2.3.5.3.1 Plan d'affaires du management 2013-2017

Le plan d'affaires élaboré par le management de SICAL s'étend sur la période 2013-2017 ; la durée de la période explicite est donc de cinq années.

Ce plan d'affaires, qui est construit sur l'ensemble du périmètre du groupe SICAL, toutes implantations confondues, est sous-tendu par les hypothèses suivantes :

- des taux de croissance annuels du chiffre d'affaires de 1% ;
- la profitabilité ressortant du plan d'affaires est de 2,7% du chiffre d'affaires à la fin de l'exercice 2017, en croissance sur la durée du plan ;
- un Besoin en Fonds de Roulement (BFR) stable à environ 80 jours de chiffre d'affaires sur la durée du plan d'affaires, en ligne avec l'historique (§ 2.2.2.4.2) ;
- des investissements en décalage par rapport à l'historique, compte tenu des efforts importants consacrés au renouvellement du matériel au cours des dernières années⁶⁷ ; de fait, les investissements ne sont pas directement corrélés à l'activité, mais dépendent plutôt de cycles technologiques de plus ou moins grande amplitude. C'est ainsi que pour 2013 et les années suivantes, les investissements ont été limités au sein du groupe ROSSMANN ; corrélativement la société SICAL a gelé ses investissements.

A fin avril 2013, les réalisations en termes de profitabilité se situent en net retrait par rapport aux prévisions à date, ce qui laisse augurer de la persistance de ce décalage en année pleine.

Dans un contexte d'incertitude sur l'environnement économique et le niveau de la consommation conditionnant l'activité de SICAL, nous considérons que les hypothèses du plan d'affaires tel que présenté par le management, tablant sur une amélioration de la profitabilité, pour l'heure non confirmée, et les aléas d'exécution de ces prévisions leur confèrent un caractère volontariste.

2.3.5.3.2 Synthèse de la valorisation en DCF

L'analyse de la sensibilité de la valeur unitaire de l'action SICAL aux différents paramètres retenus dans la modélisation en DCF (taux d'actualisation, taux de croissance à l'infini et taux de marge d'EBIT normatif) conduit aux résultats suivants :

⁶⁷ En 2012, les investissements de SICAL représentent la moitié des investissements totaux du groupe ROSSMANN.

Valeur capitaux propres par action (€)

		WACC				
		9,0%	10,0%	11,0%	12,0%	13,0%
Croissance à l'infini	0,5%	16,83	14,97	13,44	12,17	11,09
	1,0%	17,62	15,57	13,92	12,55	11,40
	1,5%	18,51	16,25	14,45	12,97	11,74
	2,0%	19,53	17,01	15,03	13,44	12,12
	2,5%	20,70	17,87	15,69	13,95	12,52

Valeur capitaux propres par action (€)

		WACC				
		9,0%	10,0%	11,0%	12,0%	13,0%
Taux de marge d'EBIT normatif	2,0%	13,48	12,05	10,87	9,89	9,06
	2,5%	15,55	13,81	12,40	11,22	10,23
	3,0%	17,62	15,57	13,92	12,55	11,40
	3,5%	19,68	17,33	15,44	13,88	12,57
	4,0%	21,75	19,10	16,96	15,21	13,74

Valeur capitaux propres par action (€)

		Croissance à l'infini				
		0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%
Taux de marge d'EBIT normatif	2,0%	10,55	10,87	11,23	11,62	12,05
	2,5%	12,00	12,40	12,84	13,33	13,87
	3,0%	13,44	13,92	14,45	15,03	15,69
	3,5%	14,88	15,44	16,06	16,74	17,51
	4,0%	16,33	16,96	17,67	18,45	19,33

Nous retiendrons à l'issue de ces analyses de sensibilité une fourchette réduite de valeurs unitaires du titre SICAL comprises entre **11,2 €** et **17,3 €**, avec une valeur centrale de **13,9 €**, dégagant une prime par rapport au prix d'Offre de 20 € de l'ordre de 44%.

2.3.6 Rente de *badwill*

Nous avons mis en œuvre la méthode de l'Actif Net Réévalué (ANR) en minorant la valeur de la rente de *badwill* du montant des capitaux propres consolidés.

Nous avons calculé la rente de *badwill* du point de vue des actionnaires en comparant la rentabilité nette normative (résultat net normatif / capitaux propres consolidés) de 2006 à 2012 à la rentabilité attendue par les actionnaires (coût des fonds propres) et avons capitalisé cet écart de rentabilité à l'infini.

La rentabilité des capitaux investis est calculée comme le quotient du résultat net normatif (assimilé au résultat net de la dernière année du plan d'affaires) sur la moyenne des capitaux propres historiques (2006 à 2012)⁶⁸ ; elle ressort à 4,62%.

La capitalisation de l'écart de rentabilité dans cette seconde approche d'ANR se présente comme suit :

Rentabilité attendue	
Coût des fonds propres	15,79%
<u>Nombre d'actions</u>	3 665 265
Valeur du <i>badwill</i>	
<i>Rentabilité normative</i>	4,62%
<i>Rentabilité attendue</i>	15,79%
Ecart de rentabilité	-11,17%
Capitaux investis moyen	112 870
Rente de <i>badwill</i>	-12 602
Taux d'actualisation	15,79%
Durée d'actualisation (années)	10
Coefficient de capitalisation à l'infini	4,87x
Badwill	-61 389

En retranchant cette rente de *badwill* aux capitaux propres consolidés part du groupe, d'un montant de 123.676 K€ à fin 2012 (§ 2.2.2.4), la valeur d'ANR de SICAL ressort à 62.287 K€, soit une valeur unitaire de l'action SICAL de 17,00 € extériorisant une prime de 18% par rapport au prix d'Offre de 20 €.

⁶⁸ Cf. § 2.2.2.4 : actif net (part du groupe) et minoritaires. Nous n'avons pas neutralisé dans la moyenne des capitaux propres consolidés 2006-2012 l'incidence de la réévaluation du terrain en Roumanie et de la dépréciation liée à l'arrêt de l'activité sur le site (§ 2.2.3.2), en en considérant l'effet peu significatif sur une moyenne historique de 7 ans.

2.4 Synthèse de la valorisation multicritères

Les valeurs obtenues à l'issue de notre évaluation multicritères sont résumées dans le tableau et les graphiques ci-dessous :

Synthèse				
	CP (M€)	Nombre d'actions	Valeur de l'action (€)	Prime / décote induite
Cours - Spot (14/06/2013)	68,8	3 665 265	18,78	6%
Cours - Moyenne 1 mois	65,2	3 665 265	17,79	12%
Cours Moyenne 60 séances	65,8	3 665 265	17,95	11%
Cours - Moyenne 3 mois	65,7	3 665 265	17,93	12%
Cours - Moyenne 6 mois	60,7	3 665 265	16,55	21%
Cours Moyenne 12 mois	58,9	3 665 265	16,06	25%
Cours Moyenne 24 mois	54,2	3 665 265	14,79	35%
x EBITDA 2013 (Médiane 1 mois)	59,8	3 665 265	15,20	32%
x EBITDA 2014 (Médiane 1 mois)	66,5	3 665 265	17,00	18%
x Transactions médian	59,8	3 665 265	15,22	31%
ANR - Rente de badwill	66,0	3 665 265	17,00	18%
DCF	49,4	3 665 265	13,92	44%
Prix d'offre (= transaction préalable)	73,3	3 665 265	20,00	

2.5 Analyse des éléments de valorisation de l'établissement présentateur

Nous avons examiné la restitution des travaux d'évaluation réalisés par ARKEON Finance.

Les méthodes d'évaluation que nous avons employées sont dans l'ensemble comparables à celles auxquelles a eu recours l'établissement présentateur.

Il ressort de la comparaison de nos travaux de valorisation avec ceux effectués par ARKEON Finance les principaux points suivants.

2.5.1 Endettement financier net

L'établissement présentateur retient le même endettement net quelle que soit la méthode d'évaluation retenue. Nous considérons qu'il convient de différencier l'endettement net retranché aux valeurs d'entreprise obtenues respectivement par les méthodes de valorisation analogique et intrinsèque. En effet, l'endettement net extrait de nos bases de données est bilanciel et n'intègre pas les engagements réputés décaissables (provisions pour litiges, provisions pour risques et charges, engagements de retraite).

Une différence d'appréciation sur l'assiette imposable de la réévaluation du terrain situé en Roumanie et que nous avons intégré dans la détermination de l'endettement net conduit l'établissement présentateur à une imposition supérieure à celle que nous avons pratiquée.

2.5.2 Rente de *badwill*

ARKEON Finance a mis en œuvre la méthode de la rente de *badwill* à partir de l'actif économique pour imputer sur les capitaux propres consolidés l'écart entre la rentabilité de l'actif économique et la rentabilité exigée par les investisseurs. La rentabilité de l'actif économique est exprimée comme étant le résultat d'exploitation net d'impôt sur l'actif économique. Nous observons qu'ARKEON Finance actualise cette rente de *badwill* au coût des fonds propres, alors qu'il y aurait lieu à notre avis de l'actualiser au coût moyen pondéré du capital, en considérant que les flux issus du résultat d'exploitation reviennent aux créanciers et aux actionnaires.

Nous nous référons pour notre part à la moyenne des capitaux propres consolidés 2006-2012 pour calculer la rente de *badwill*.

2.5.3 Valorisation analogique par les transactions

L'établissement présentateur a retenu le multiple d'EBITDA médian de douze transactions intervenues entre mai 2008 et décembre 2012.

Nous avons considéré les transactions suivantes comme étant les plus représentatives :

- Fusion de Valscius et de SICAL en décembre 2009 ;
- Acquisition d'Otor par DS Smith en octobre 2010 ;
- Acquisition de SCA Packaging par DS Smith en février 2012 ;
- Acquisition de SCA Emballage France par Europac en janvier 2013.

ARKEON Finance extériorise un multiple d'EBITDA de 15,9x sur la transaction Otor / DS Smith (source : *Factset*) alors que nous nous référons à un multiple d'EBITDA de 6,3x sur la même transaction (source : Société).

2.5.4 Valorisation analogique par les multiples boursiers

La confrontation de la valorisation par les comparables boursiers appelle les commentaires ci-dessous :

- ARKEON Finance se réfère uniquement au multiple d'EBITDA médian de l'année 2013 ;
- L'échantillon retenu par l'établissement présentateur est globalement similaire au nôtre, à l'exception près que nous avons retenu le cartonnier Rengo, tandis qu'ARKEON Finance a introduit dans son échantillon Mondi et Billerudkorsnas.

2.5.5 Valorisation intrinsèque

L'examen comparé de l'application de la méthode de l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie met également en exergue quelques divergences entre l'établissement présentateur et l'expert indépendant, notamment dans le niveau des paramètres structurant le modèle DCF, dont le taux d'actualisation, détaillé ci-après :

	Ledouble SA	Arkeon Finance
Taux sans risque	2,56%	2,0%
Prime de marché	7,44%	6,18%
Beta réendetté	1,37	1,26
Prime spécifique	3,0%	3,5%
Coût des capitaux propres	15,8%	14,2%
Coût de la dette après IS	2,6%	2,7%
WACC	11,22%	9,5%
WACC arrondi	11,00%	9,5%

Il ressort une différence calculatoire du taux d'actualisation, dans la mesure où ARKEON Finance cumule la prime de risque de marché et la prime de risque spécifique avant de pondérer l'ensemble par le bêta réendetté. Nous considérons pour notre part qu'il y a lieu de dissocier la prime spécifique de la prime de marché ; c'est la raison pour laquelle nous ajoutons la première à la seconde pondérée seule par le bêta réendetté, ce qui toutes choses égales par ailleurs, a pour effet d'augmenter le taux d'actualisation.

Sur un plan plus méthodologique, l'établissement présentateur a procédé à un étirement du plan d'affaires jusqu'en 2022. Nous n'avons pas allongé la durée du plan d'affaires en considérant que l'environnement économique global et les tendances sectorielles du carton ondulé ne nous permettaient pas d'établir des prévisions autonomes suffisamment fiables, au regard notamment du niveau d'investissement susceptible de diverger par rapport à celui du chiffre d'affaires.

La comparaison chiffrée de nos travaux avec ceux de l'établissement présentateur est présentée ci-après (étant précisé accessoirement que les cours de bourse pondérés par les volumes ont été décomptés par ARKEON Finance au 10 juin 2013 et que nous les avons calculés au 14 juin 2013) :

	Ledouble SA	Arkeon Finance
Valeur centrale DCF	13,9 €	15,3 €
Comparables boursiers	15,2 € - 17,0 €	12,0 €
Transactions sur le capital de SICAL	20,0 €	20,0 €
Multiples de transactions comparables	15,2 €	12,4 €
Cours de bourse - 1 mois à 12 mois	14,79 € - 18,78 €	16,07 € - 17,90 €
Rente de <i>badwill</i>	17,0 €	10,7 €

2.6 Conclusion

A l'issue de nos travaux de valorisation du titre SICAL, nous constatons que le prix de l'Offre de 20 € extériorise une prime sur l'ensemble des critères d'évaluation que nous avons retenus.

Nous sommes d'avis que le prix proposé de 20 € est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires apportant volontairement leurs titres aux fins de bénéficier de la liquidité qui leur est offerte, dans le cadre d'une offre facultative pour les actionnaires de SICAL.

Fait à Paris, le 24 juin 2013.

Olivier CRETTE

ANNEXES

- Programme de travail détaillé et rémunération de l'expert Annexe 1
- Principales étapes de l'expertise Annexe 2
- Liste des personnes rencontrées et / ou contactées par l'expert Annexe 3
- Principales sources d'information exploitées Annexe 4
- Composition de l'équipe Annexe 5
- Liste des expertises et analyses financières réalisées par Ledouble SA Annexe 6
- Profitabilité historique de la Société et des comparables Annexe 7
- Présentation des comparables Annexe 8

Annexe 1 : Programme de travail détaillé et rémunération de l'expert

1. Travaux préliminaires et prise de connaissance

- revue de presse et recherches documentaires
- analyse de l'Offre et de son cadre juridique
- étude de l'évolution historique du titre de la Société
- entretiens avec le management et l'établissement présentateur
- échanges avec l'établissement présentateur sur les bases de valorisation

2. Travaux de valorisation

- revue des résultats historiques, de la structure financière et des événements marquants de la Société au cours des trois derniers exercices
- constitution d'un panel de « comparables »
- approches d'évaluation multicritères (références boursières et prévisionnelles)
- recherche de transactions comparables

3. Rapport d'expertise indépendante

- réunions et entretiens téléphoniques
- rédaction d'une lettre de mission et d'une proposition de lettre d'affirmation destinées au management de la Société
- rédaction de l'attestation d'équité
- administration et supervision de la mission

4. Rémunération de l'expert

Le montant des honoraires de Ledouble SA s'établit à 45.000 € (hors taxes).

Annexe 2 : Principales étapes de l'expertise

- **Avril**

⇒ 2 avril au 21 avril :

- Contacts préalables
- Exploitation des informations publiques disponibles
- Examen de l'évolution du cours de bourse de la Société
- Réunion et entretiens avec le management de la Société et ses conseils
- Demandes d'informations

⇒ 22 avril au 28 avril :

- Désignation de l'expert par le Conseil d'administration
- Constitution d'un panel de sociétés comparables et recherche de transactions comparables
- Exploitation des informations recueillies
- Mise en œuvre d'une évaluation multicritères
- Demandes d'informations complémentaires

- **Mai**

⇒ 29 avril au 12 mai :

- Travaux d'évaluation multicritères
- Exploitation de la documentation juridique
- Demandes d'informations complémentaires

⇒ 13 mai au 19 mai :

- Points d'étape et réunion avec le management de la Société
- Visite des installations à Lumbres.

- **Juin**

⇒ 3 juin au 16 juin :

- Exploitation du plan d'affaires
- Finalisation de l'évaluation multicritères
- Contacts et réunion avec l'établissement présentateur
- Contact avec Patrimoine SA
- Exploitation du projet de note d'information de l'Initiateur
- Rédaction de la trame du rapport d'expertise indépendante

⇒ 17 juin au 23 juin :

- Exploitation des travaux de l'établissement présentateur
- Levée des points en suspens
- Finalisation et transmission du texte de la lettre d'affirmation
- Transmission du projet de rapport d'expertise indépendante
- Finalisation du rapport d'expertise indépendante
- Délivrance de l'attestation d'équité en vue du conseil d'administration et du dépôt de la note d'information en réponse de la Société auprès de l'AMF.

Annexe 3 : Liste des personnes rencontrées et / ou contactées par l'expert

1) SICAL

Jean-Marie PAULTES	Président du Conseil d'administration
Bruno THOMAS	Secrétaire Général
Bertrand LEVEUGLE	Directeur Technique

2) INITIATEUR ET CONSEILS

ARKEON Finance

Karen BEBERAC	Analyste Financier
Gilbert FERRAND	Responsable de la Recherche
Jean-Pierre TABART	Analyste Financier

Cabinet Escaffre

Lionel ESCAFFRE	Associé
-----------------	---------

Desfilis & McGowan

José DESFILIS	Avocat à la Cour
---------------	------------------

3) COMMISSAIRE AUX COMPTES

Grant Thornton

Patrick UGHETTO	Associé
-----------------	---------

4) PATRIMOINE SA

Conseils et Gestion de Patrimoine

Florence BRAU BILLOD

Annexe 4 : Principales sources d'information exploitées

Notes d'information de l'OPR

- Projet de note d'information établi par M. Bernard ROSSMANN, SOFPO et CELTA dans le cadre du projet d'Offre Publique de Retrait visant les actions de la société SICAL initiée par M. Bernard ROSSMANN, SOFPO SA et CELTA SA agissant de concert, présentée par ARKEON Finance.
- Note d'information en réponse de la société SICAL.
- Eléments de valorisation de l'établissement présentateur.

Documentation juridique de la Société

- Procès-verbaux des Conseils d'Administration de 2010 à 2012.
- Procès-verbaux des Assemblées Générales de 2010 à 2012 et projets de résolutions de l'Assemblée Générale Ordinaire du 27 juin 2013.
- Rapport unique du Conseil d'Administration sur la gestion de la Société et du Groupe sur l'exercice 2012 présenté à l'Assemblée Générale Ordinaire du 27 juin 2013.
- Rapport unique du Conseil d'Administration sur la gestion de la Société et du Groupe sur l'exercice 2011 présenté à l'Assemblée Générale Mixte du 22 juin 2012.

Documentation comptable et financière de la Société

- Plan d'affaires 2013 - 2017 du management.
- Flash d'activité à fin avril 2013 (tonnage, chiffre d'affaires et résultat d'exploitation).
- Prévision d'endettement financier net :
 - au 30 juin 2013,
 - au 31 mai 2013 ;
 - au 30 avril 2013.

- Rapport d'évaluation DESTURZA EXPERT CONSULT des terrains situés en Roumanie appartenant à la société Ambro SA, et traduction de courtoisie en français.
- Recensement des reports déficitaires identifiés au 31 décembre 2012 pour chaque filiale du groupe SICAL.
- Cabinet Escaffre – Rapport d'estimation sur la valeur du groupe SICAL.
- Cabinet Escaffre – Rapport d'estimation relatif aux tests de dépréciation des goodwill selon IAS 36 au 31 décembre 2012 (Kadem, Rawibox, Valscius).
- Comptes consolidés SICAL :
 - au 31 décembre 2012 ;
 - au 30 juin 2012 ;
 - au 31 décembre 2011 ;
 - au 31 décembre 2010.
- Rapport des commissaires aux comptes sur les comptes consolidés de l'exercice clos le 31 décembre 2012.
- Etats financiers SICAL⁶⁹ au 31 décembre 2012.
- Cabinet Escaffre – Fusion Sical c/ Valscius. Estimation des parités. Methodologie approuvée par le commissaire à la fusion.
- KPMG. Sical SA – Valscius SA. Rapport du commissaire à la fusion sur la rémunération des apports (3 novembre 2009).
- KPMG. Sical SA – Valscius SA. Rapport du commissaire à la fusion sur la valeur des apports (3 novembre 2009)
- Document d'information SICAL établi lors de l'admission sur Alternext Paris suite au transfert d'Euronext C (mai 2010).
- Prospectus mis à la disposition du public à l'occasion de l'émission et de l'admission sur l'Eurolist C d'Euronext Paris, d'actions émises dans le cadre d'une augmentation de capital en numéraire et/ou compensation de créances avec maintien du droit préférentiel de souscription pour un montant de 8.286.500 euros par émission de 331.460 actions nouvelles au prix unitaire de 25 euros à raison de 1 action nouvelle pour 10 actions ancienne (période de souscription : du 7 décembre 2006 au 14 décembre 2006 inclus).

⁶⁹ Comptes individuels.

Documentation sectorielle

- Carton Ondulé de France :
 - COF, PwC. « Evaluation environnementale et économique de l'intérêt comparé entre caisse en plastique réutilisable et plateau en carton ondulé recyclable », dossier d'information 14 décembre 2011.
 - COF, PwC. « Plateaux en carton ondulé recyclables vs caisses plastique réutilisables ». Evaluation économique, évaluation sociale, évaluation environnementale, 2011.
- Etudes Xerfi :
 - XERFI 700. « L'industrie du carton ondulé », mai 2013. [référence du 31 mai], <http://www.xerfi.fr/siteXERFI/secteur700/pdf/3BPA06.pdf>
 - XERFI 700. « Carton ondulé (industrie) », mars 2012.

Bases de données

- Thomson One
- InFinancials
- Xerfi

Informations en ligne

- <http://www.sical.fr/>⁷⁰
- <http://www.amf-france.org/>⁷¹
- http://cib.natixis.com/presentation/official_rate.aspx⁷²
- <http://www.boursorama.com/cours.phtml?symbole=1rPSICA>⁷³

⁷⁰ Site de la Société.

⁷¹ Site de l'AMF.

⁷² Site de Natixis.

⁷³ Site de Boursorama.

Annexe 5 : Composition de l'équipe

Ledouble SA est un cabinet spécialisé dans l'expertise financière. A ce titre, il a réalisé de nombreuses missions d'expertise indépendante, notamment dans le cadre d'offres publiques. Les principales missions d'expertise et d'analyses financières indépendantes effectuées dans ce domaine au cours des quatre années écoulées figurent en **annexe 6**. Ledouble SA est membre fondateur de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI), association professionnelle agréée par l'AMF en application de l'article 263-1 de son règlement général et suit les règles déontologiques décrites sur son site Internet : <http://www.ledouble.fr>.

Olivier CRETTE (49 ans), Associé

- EM Lyon, expert-comptable et commissaire aux comptes, docteur en sciences de gestion
- Membre du Comité directeur de l'APEI
- Membre de la Société Française des Evaluateurs (SFEV)
- Membre de la Commission des Normes Professionnelles de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes
- Conduit régulièrement des missions d'attestation d'équité et d'évaluation portant sur des opérations publiques ou privées
- Chargé d'enseignement au CNAM, à l'IAE de Paris et à l'Université Paris IX – Dauphine

Nicolas POUPET (30 ans), Responsable de mission

- Master en sciences de gestion (finance) de l'université Paris Dauphine
- Master II Finance de l'IAE de Paris
- Expert-comptable stagiaire
- Intervient régulièrement dans des missions d'attestation d'équité et de commissariat aux apports et à la fusion

Charles DEGRASSAT (26 ans), Analyste

- Master professionnel ingénierie financière et stratégie fiscale à la Sorbonne
- Master de finance à l'Université Paris-Dauphine
- Intervient régulièrement dans des missions d'attestation d'équité et de commissariat aux apports et à la fusion

Sébastien SANCHO (35 ans), Associé en charge de la revue indépendante

Sébastien Sancho n'a pas pris part directement aux travaux diligentés dans le cadre de la présente expertise ; il est intervenu au titre de contrôleur qualité interne au sein de Ledouble SA conformément à l'article 2 de l'instruction AMF 2006-08 du 25 juillet 2006.

- Expert-comptable et commissaire aux comptes
- Titulaire du Master de finance d'entreprise et d'ingénierie financière de l'Université Paris Dauphine et de l'Islamic Finance Qualification
- Membre de la Société Française des Evaluateurs (SFEV)
- Intervient régulièrement dans des missions d'attestation d'équité et d'évaluation

-=-

Annexe 6 : Liste des dernières expertises et analyses financières réalisées par Ledouble SA**Références Ledouble SA – Expertises indépendantes AMF⁷⁴**

<u>Année</u>	<u>Société concernée</u>	<u>Etablissement présentateur</u>
2013	Auto Escape	Portzamparc
2013	Klémurs	Morgan Stanley
2013	Foncière Sépric	Crédit Agricole CIB
2013	Elixens	Banque Palatine
2012	Orchestra Kazibao	ARKEON Finance
2012	Leguide.com	Natixis
2011	Xiring	Oddo Corporate Finance
2011	Maurel et Prom Nigéria	-
2011	Eurosic	Natixis
2011	Metrologic	HSBC
2011	Merci Plus	Oddo Corporate Finance
2010	Stallergenes	Deutsche Bank
2010	Initiative et Finance	Rothschild
2010	Sperian Protection	BNP Paribas
2010	Sodifrance	Portzamparc
2010	Radiall	Oddo Corporate Finance
2009	Foncière Développement Logement	Société Générale et Calyon
2009	L’Inventoriste	Dexia Securities France
2009	GiFi	Société Générale
2009	Homair Vacances	ARKEON Finance
2008	Keyrus	Calyon
2008	Réponse SA	Rothschild Transaction R
2008	SASA	Oddo Corporate Finance
2008	Sodexo	Lazard
2008	Alain Afflelou	Lazard
2008	CEDIP	Oddo Corporate Finance

⁷⁴ Les notes d’information incluant le rapport d’expertise indépendante, disponibles sur le site de l’AMF [En ligne], http://www.amf-france.org/inetbdif/sch_cpy.aspx?lang=fr, sont directement accessibles via l’ouverture du lien hypertexte avec le nom des sociétés recensées dans cette liste.

Annexe 7 : Profitabilité historique de SICAL et des sociétés comparables

	Return on Equity (ROE)				EBITDA / Sales (EBITDA margin)				EBIT / Sales (EBIT margin)				
Company name	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012	
Smurfit Kappa Group Plc	(7,3%)	2,9%	11,0%	11,7%	11,8%	12,1%	13,6%	13,5%	4,4%	6,1%	8,1%	8,6%	
Rock Tenn Company	31,4%	25,2%	6,4%	7,4%	20,2%	17,4%	11,8%	11,6%	14,6%	12,4%	5,6%	5,5%	
Smith DS	8,1%	13,3%	9,2%		7,3%	8,4%	6,2%		3,9%	5,2%	2,4%		
Rengo	11,5%	6,5%	4,4%	7,5%	13,0%	12,5%	10,7%	10,6%	6,2%	4,9%	4,0%	4,6%	
EUROPAC-Papeles y Cartones de Europa SA	(6,0%)	9,7%	13,6%	4,5%	7,0%	14,3%	13,5%	12,0%	(2,5%)	7,7%	9,2%	5,3%	
International Paper Co.	13,0%	10,0%	19,9%	12,3%	14,3%	11,6%	14,2%	12,0%	7,8%	5,9%	8,3%	6,3%	
	Mean	8,4%	11,3%	10,8%	8,7%	12,3%	12,7%	11,7%	11,9%	5,7%	7,0%	6,3%	6,1%
	Median	9,8%	9,9%	10,1%	7,5%	12,4%	12,3%	12,7%	12,0%	5,3%	6,0%	6,9%	5,5%
Sical SA	4,4%	5,4%	3,0%		9,9%	8,9%	7,5%		5,5%	4,6%	3,5%		

Issues d'infanciais

Annexe 8 : Présentation des comparables⁷⁵

Smurfit Kappa Group Plc

⇒ Présentation :

Le Groupe Smurfit Kappa a été créé en 2005 suite à la fusion de l'Irlandais Jefferson Smurfit Group et du Néerlandais Kappa Packaging. Smurfit Kappa Group est un spécialiste des industries du papier-carton. Il s'impose parmi les leaders intégrés de l'industrie de l'ondulé en Europe.

L'opérateur est intégré en France. Dans le domaine de la fabrication de conditionnements, Smurfit Kappa Group détient près de 40 unités de transformation d'emballages en carton ondulé dans l'hexagone.

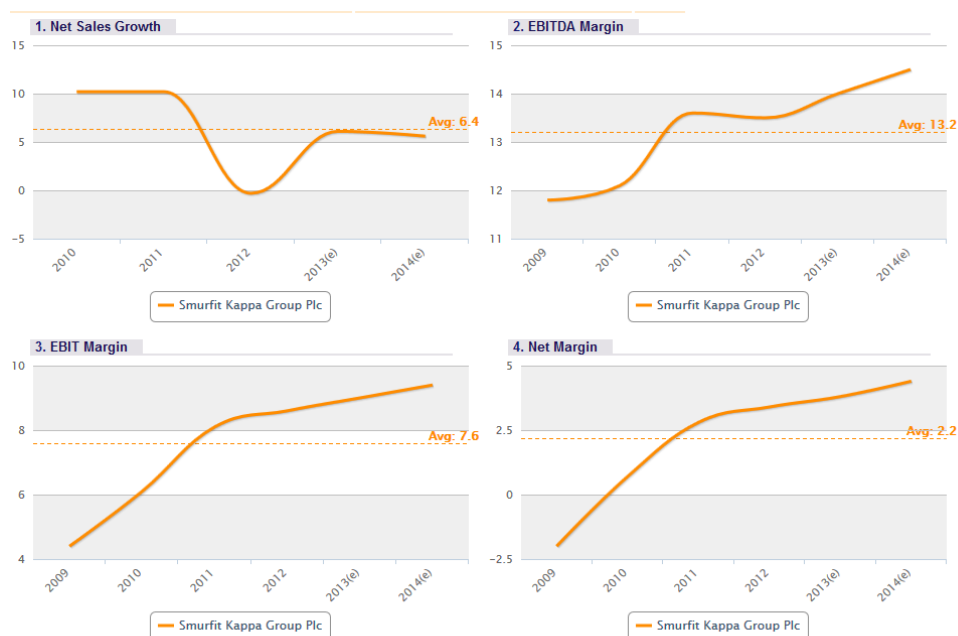
Les activités du groupe sont :

- la fabrication de papier et recyclage de vieux papiers,
- la transformation de carton ondulé et de carton compact en emballages,
- la production de conditionnements de spécialité.

La répartition géographique du chiffre d'affaires est la suivante

- Europe 80,8 %
- Amérique latine 19,2 %

⇒ Profil financier :



⁷⁵ Les présentations et données sont issues de Xerfi, Reuters et d'Infiniti.

Rock Tenn Company

⇒ Présentation :

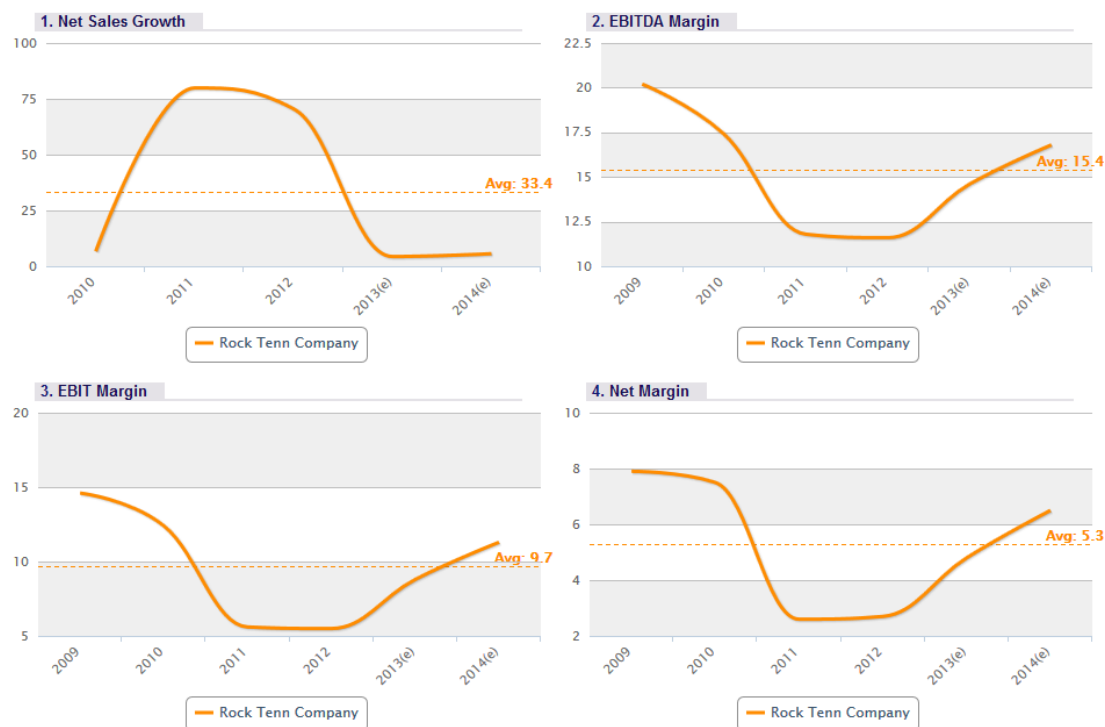
Il s'agit d'une société américaine. Rock Tenn Company est née en 1973 de la fusion entre Tennessee Paper Mills Inc. et Rock City Packaging, Inc. Elle fabrique des emballages ondulés.

Les activités du groupe sont :

- la transformation de carton ondulé,
- l'emballage grande consommation,
- le recyclage de vieux papiers.

Le chiffre d'affaires est réparti entre les Etats-Unis, le Canada, le Mexique, le Chili, l'Argentine, Porto Rico et la Chine.

⇒ Profil financier :



DS Smith

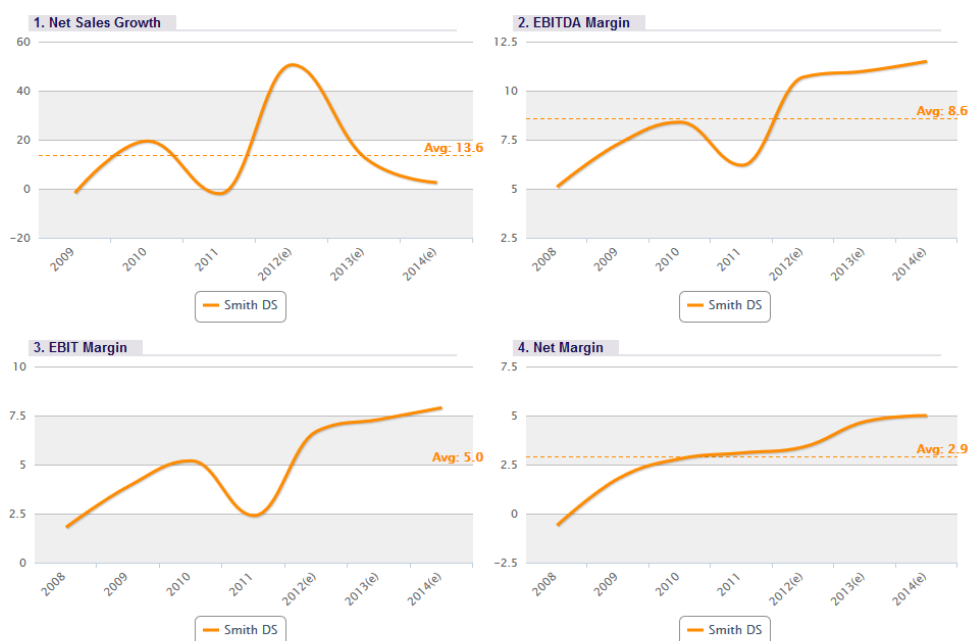
⇒ Présentation :

DS Smith est un industriel britannique. Depuis la vente de sa division « Spicers » début 2012 (production et vente de fournitures bureau), DS Smith est un groupe spécialisé dans l'emballage. Il figure parmi les leaders européens intégrés de l'ondulé, grâce notamment au rachat des activités « emballages » du Suédois SCA en 2012.

Les activités du groupe sont des produits de grande consommation, bricolage, ameublement, automobile, chimie, pharmacie et médical, électronique, VAD, logistique,...

La répartition géographique du chiffre d'affaires est fortement internationalisée, mais reste cependant concentrée sur les marchés européens (51 % du chiffre d'affaires est réalisé en dehors du Royaume-Uni). La France constitue le second marché géographique de DS Smith.

⇒ Profil financier :



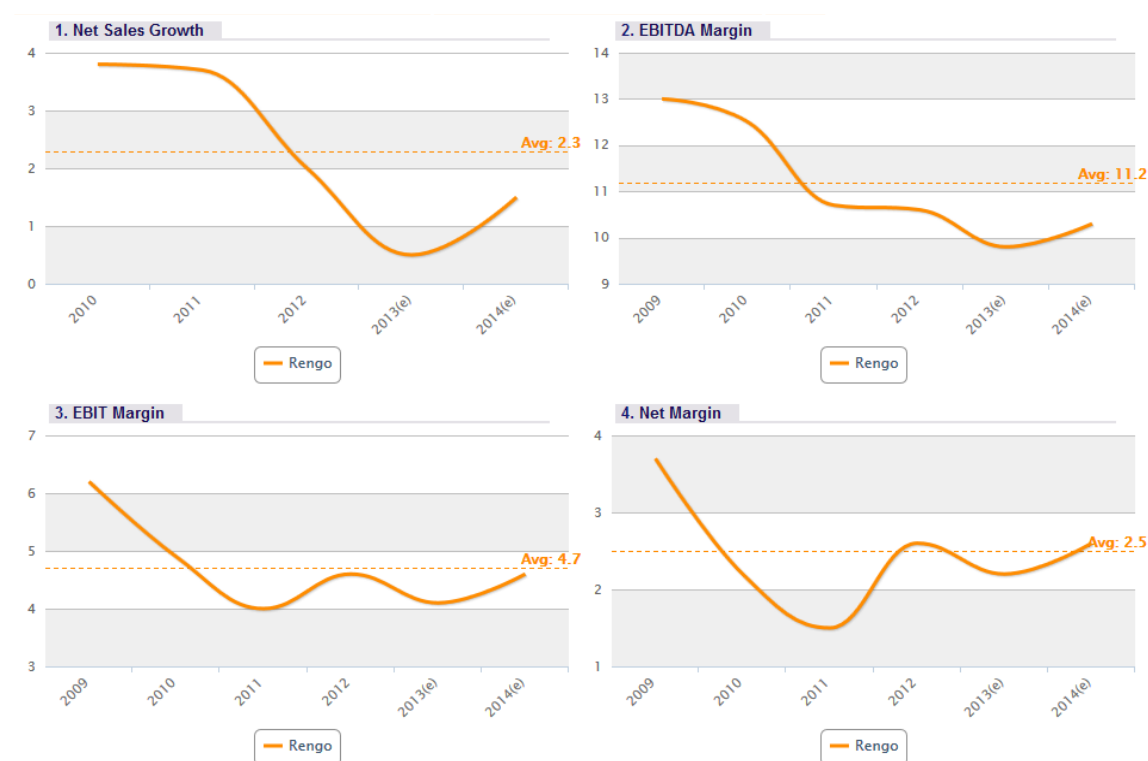
Rengo

⇒ Présentation :

Il s'agit d'une entreprise japonaise, qui opère principalement dans le secteur du papier carton ondulé. Elle est numéro quatre du papier au Japon. Le leader est Oji Paper.

Rengo produit environ 800 000 tonnes par an. Son chiffre d'affaires 2012 s'établit à 4,1 milliards de dollars.

⇒ Profil financier :



EUROPAC-Papeles y Cartones de Europa SA

⇒ Présentation :

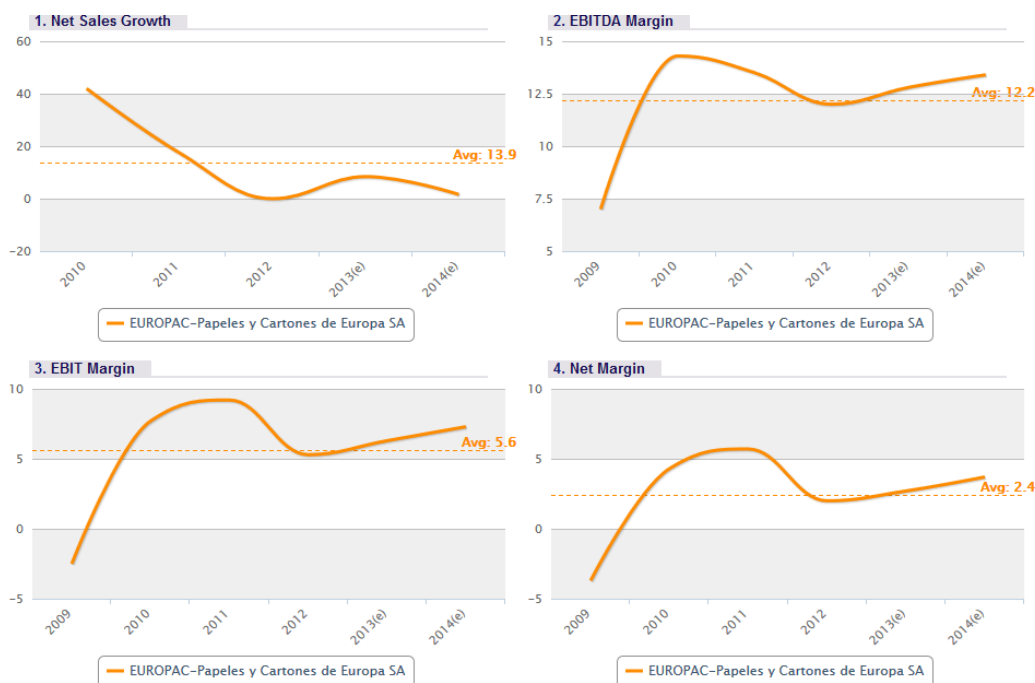
Europac est un groupe espagnol intégré de l'industrie de l'ondulé. Il s'est progressivement développé par croissance externe, en rachetant notamment des entreprises positionnées dans l'ondulé, et figure aujourd'hui dans le trio de tête des industriels de l'ondulé en Espagne.

Opérateur important et historique sur le marché ibérique de l'ondulé, Europac a fait son entrée dans l'industrie française de l'ondulé en mai 2008 en rachetant deux filiales du Groupe Otor. Depuis, l'industriel espagnol n'a pas cessé de consolider ses positions en France en effectuant des acquisitions ciblées (exemples : prise de contrôle en janvier 2011 de l'usine de cartonnage SCA Packaging de Gasny dans l'Eure ; rachat d'une cartonnerie bretonne en 2013). Grâce à ces acquisitions ciblées, Europac revendique aujourd'hui la quatrième position en France.

Les activités du groupe sont la production de papier Kraft et la fabrication des emballages à base de plaques d'ondulé, notamment pour l'agroalimentaire.

La répartition géographique du chiffre d'affaires est fortement internationalisée avec 75 % du chiffre d'affaires réalisé en 2012 en dehors de l'Espagne.

⇒ Profil financier :



International Paper Co.

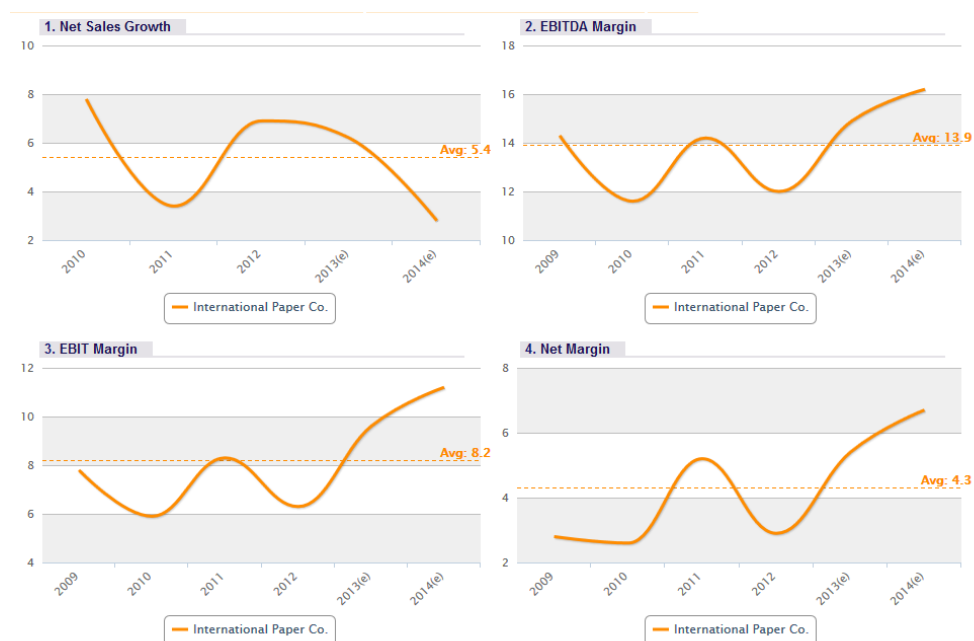
⇒ Présentation :

L'industriel américain International Paper est né en 1898 de la fusion de 17 compagnies papetières. Il s'agit d'un papetier-cartonnier. Il fabrique des papiers de bureau non couchés sans bois, des papiers pour ondulé, des cartons et des emballages industriels. En France, il possède quatre filiales intervenant dans le secteur du carton ondulé, et fabricant une gamme variée de produits : emballages vrac, découpes, emballages Prêts à Vendre (PAV),...

Les activités du groupe sont la production pour l'Europe des emballages en carton pour fruits et légumes (caisses, emballages vrac,...), des solutions de PAV, ainsi que des emballages de transport (caisses américaines, calages, découpes, emballages vrac). Au total, ce pôle compte deux papeteries pour papier pour ondulé et des caisseries au Maroc, en France, en Espagne, en Turquie et en Italie.

La répartition géographique du chiffre d'affaires est fortement concentrée sur son marché domestique où le groupe a réalisé près de 75% de son chiffre d'affaires en 2011. En dehors des Etats-Unis, la répartition du chiffre d'affaires est de 11,6 % en Europe, 4,3 % en région Pacifique, et 5,5 % pour le Reste du Monde.

⇒ Profil financier :



SICAL

Offre Publique de Retrait

--

ADDENDUM A L'ATTESTATION D'EQUITE

Dans le cadre de l'examen du projet d'Offre Publique de Retrait (« OPR » ou « Offre ») sur les titres SICAL initiée par CELTA SA (« l'Initiateur »), agissant de concert avec M. Bernard Rossmann et SOFPO SA, sur les actions de la société SICAL (« la Cible » ou « la Société »), l'AMF a souhaité obtenir des précisions sur les points suivants, faisant l'objet du présent addendum à l'attestation d'équité en date du 24 juin 2013 ; nous indiquons en bas de page les passages de l'attestation concernés par ces développements.

3.1 Sur les courriers reçus de Patrimoine SA et d'un actionnaire minoritaire

Comme indiqué dans l'attestation d'équité⁷⁶ :

« Nous avons pris contact avec Patrimoine SA, Conseils et Gestion de Patrimoine [en la personne de Madame BRAU BILLOD⁷⁷], à la suite d'un courrier adressé à l'expert indépendant en date du 24 mai 2013 ; à l'issue de cet entretien, nous confirmons notre appréciation du prix d'Offre proposé dans le cadre de l'OPR ». Nous précisons que nous ne connaissons pas le mandat dont Patrimoine SA est investi.

« En outre, nous avons pris connaissance d'une lettre transmise à l'AMF par un actionnaire minoritaire dont nous ne connaissons pas l'identité ; après examen de ce courrier, nous confirmons notre appréciation du prix d'Offre proposé dans le cadre de l'OPR ». Nous précisons que cette lettre a visiblement été transmise à l'AMF postérieurement au dépôt du projet de note d'information de l'Initiateur incluant le rapport de l'établissement présentateur.

Nous ne comprenons pas l'origine de ces deux courriers, et n'en avons pas obtenu l'explication ; nous rappelons les points suivants en réponse aux principaux arguments qui y sont avancés et qui sont susceptibles de concerner l'expert indépendant :

- Les comptes consolidés annuels au titre de l'exercice clos le 31 décembre 2012 présentés au Conseil d'administration de SICAL, sur lesquels nous nous appuyons, ont été certifiés sans réserve par les commissaires aux comptes⁷⁸.
- Il ne nous appartient pas de reconstituer l'historique de la Société et de son titre sur longue période : *« Conformément à la pratique usuelle en matière d'expertise indépendante, nos travaux d'évaluation n'avaient pas pour objet de valider les informations historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence. A cet égard, nous avons considéré que l'ensemble des informations qui nous ont été communiquées par nos interlocuteurs dans le cadre de notre mission était fiable et transmis de bonne foi »⁷⁹. Cette limitation s'applique entre autres à l'historique des transactions sur le titre qui ont pu être réalisées dans un contexte économique et boursier différent de la situation actuelle.*

⁷⁶ Cf. Chapitre introductif « Diligences effectuées ».

⁷⁷ Cf. Annexe 3 « Liste des personnes rencontrées et / ou contactées par l'expert ».

⁷⁸ § 2.3.1.

⁷⁹ Cf. Chapitre introductif « Affirmations obtenues et limites de la mission ».

- L'expert indépendant est responsable de sa propre évaluation et assume le choix des méthodes de valorisation qu'il emploie ; ces dernières ne font pas appel aux multiples de résultat net (PER), « car les PER conduisent à des estimations biaisées du fait des écarts de structure financière et des différents taux d'imposition sur des sociétés [comparables] qui ne sont pas toutes françaises »⁸⁰.
- L'endettement net consolidé de SICAL à fin 2012 s'élève à **57.730 K€** incluant l'endettement financier brut (56.952 K€), minoré des créances financées auprès des établissements de crédit (5.008 K€), de la trésorerie (6.898 K€) et des placements (238 K€), et majoré de la dette d'actionnaire (12.922 K€)⁸¹.
- La valeur des fonds propres est formée de la valeur d'entreprise dégagée par les méthodes d'évaluation analogique (comparables transactionnels⁸² et boursiers⁸³) et d'évaluation intrinsèque (actualisation des flux prévisionnels de trésorerie⁸⁴), sous déduction de la dette nette telle qu'explicitée dans l'attestation d'équité, qui par construction intègre la valeur d'un terrain hors exploitation situé en Roumanie ; ce terrain est traité comptablement à sa valeur de marché selon la norme IAS 40 « Immeubles de placement »⁸⁵.

3.2 Sur la cession de 32 000 actions SICAL cédées par Expanso Investissements avant l'Offre

Comme indiqué dans l'attestation d'équité⁸⁶ :

- l'acquisition par CELTA SA, en date du 12 avril 2013, de 32.000 actions SICAL auprès de la société EXPANSO INVESTISSEMENTS, au prix unitaire de 20 € dont découle le prix d'Offre, a été effectuée dans le cadre d'une transaction de gré à gré ;
- il nous a été confirmé que cette transaction n'a donné et ne donnerait lieu à aucun complément de prix ;
- le prix d'acquisition des 32.000 actions, soit 640.000 €, a été payé à la date de réalisation de la cession ; nous avons eu communication de l'avis d'opéré en date du 12 avril 2013.

Nous avons eu connaissance, depuis l'émission de l'attestation d'équité, d'un engagement verbal de M. Bernard Rossmann, Président du conseil d'administration de l'Initiateur, à l'égard de la société EXPANSO INVESTISSEMENTS, dans l'hypothèse où l'OPR serait lancée à un prix supérieur au prix de cession de 20 €, de lui conférer un droit de suite à due concurrence de l'éventuelle différence entre le prix de l'OPR et le prix de cession de 20 €. La présente Offre étant faite au prix de 20 €, ce droit de suite n'a pas vocation à s'appliquer.

Plus généralement, il nous a également été confirmé⁸⁷ l'absence :

⁸⁰ § 3.4.2.

⁸¹ § 2.2.4.3.

⁸² § 3.3.

⁸³ § 3.4.

⁸⁴ § 3.5.

⁸⁵ § 2.3.2.

⁸⁶ § 1.2.

⁸⁷ § Cf. Chapitre introductif « Affirmations obtenues et limites de la mission ».

- d'éléments de nature à porter atteinte à l'objectivité du prix de l'Offre et à modifier substantiellement la valeur des actions visées par l'Offre ;
- de tout dispositif pouvant s'assimiler à un complément de prix pouvant bénéficier à un actionnaire ou à un groupe d'actionnaires en particulier ;
- d'accord écrit ou engagement verbal, explicite ou tacite, régissant l'Offre autre que la documentation recensée dans les notes d'information de l'Initiateur et en réponse de la Cible.

3.3 Sur la référence au cours de bourse⁸⁸

Nous nous sommes référés à la moyenne des cours de bourse pondérés par les volumes au 14 juin 2013, date de fin de nos travaux d'évaluation multicritères, pour déterminer les primes induites par le prix d'Offre de 20 € selon le critère du cours de bourse, en ayant précisé au préalable que le projet d'OPR ferait l'objet d'une annonce au jour de son dépôt auprès de l'AMF⁸⁹ :

	Au 14-juin-13	Prime induite
Spot	18,78 €	6,5%
Moyenne 1 mois	17,79 €	12,4%
Moyenne 3 mois	17,93 €	11,5%
Moyenne 6 mois	16,55 €	20,8%
Moyenne 12 mois	16,06 €	24,5%
+ <i>haut 12 mois</i>	21,00 €	-4,8%
+ <i>bas 12 mois</i>	10,96 €	82,5%
Moyenne 24 mois	14,79 €	35,3%
+ <i>haut 24 mois</i>	21,00 €	-4,8%
+ <i>bas 24 mois</i>	10,96 €	82,5%

L'AMF souhaite que nous nous reportions formellement au cours de bourse et aux moyennes pondérées décomptées en date du 18 juin 2013, dernier jour de négociation avant annonce du projet d'Offre :

⁸⁸ § 3.2.

⁸⁹ § 1.2.

	Au 18-juin-13	Prime induite
Spot	18,91 €	5,8%
Moyenne 1 mois	18,40 €	8,7%
Moyenne 3 mois	18,22 €	9,8%
Moyenne 6 mois	16,96 €	17,9%
Moyenne 12 mois	16,51 €	21,1%
+ haut 12 mois	21,00 €	-4,8%
+ bas 12 mois	10,96 €	82,5%
Moyenne 24 mois	14,92 €	34,0%
+ haut 24 mois	21,00 €	-4,8%
+ bas 24 mois	10,96 €	82,5%

Nous avons modifié en conséquence, ci-dessous au chapitre 5, le tableau de synthèse de notre valorisation multicritères de l'action SICAL.

3.4 Sur l'absence de prolongation du plan d'affaires 2013-2017

Nous évoquerons successivement les flux de trésorerie dégagés sur la période de prévisions 2013-2017 du plan d'affaires et la valeur terminale au-delà de cette période explicite.

Flux de trésorerie prévisionnels

Nous indiquons, dans la partie de l'attestation d'équité relative aux éléments de valorisation de l'établissement présentateur⁹⁰, qu'à la différence de celui-ci, « nous n'avons pas allongé la durée du plan d'affaires en considérant que l'environnement économique global et les tendances sectorielles du carton ondulé ne nous permettaient pas d'établir des prévisions autonomes suffisamment fiables, au regard notamment du niveau d'investissement susceptible de diverger par rapport à celui du chiffre d'affaires ». Ce constat est à relier aux cycles d'investissements industriels caractérisant la fabrication de carton ondulé.

Nous précisons à ce titre, au chapitre de l'attestation d'équité consacré à l'analyse du plan d'affaires du management 2013-2017⁹¹, que les hypothèses d'investissements de ce plan sont « en décalage par rapport à l'historique, compte tenu des efforts importants consacrés au renouvellement du matériel au cours des dernières années [en 2012, les investissements de SICAL représentent la moitié des investissements totaux du groupe ROSSMANN] ; de fait, les investissements ne sont pas directement corrélés à l'activité, mais dépendent plutôt de cycles technologiques de plus ou moins grande amplitude. C'est ainsi que pour 2013 et les années suivantes, les investissements ont été limités au sein du groupe ROSSMANN ; corrélativement la société SICAL a gelé ses investissements ».

Ainsi, la diminution en valeur absolue par rapport à 2012 du niveau d'investissements sur la durée du plan d'affaires, toutes choses égales par ailleurs, majore tendanciellement les flux de trésorerie.

⁹⁰ § 5.5.

⁹¹ § 3.5.3.1.

Valeur terminale

La valeur d'entreprise sous-tendant la valeur centrale unitaire du titre SICAL en DCF (13,92 €) est constituée, après actualisation de ces deux composantes, à 51% du cumul des flux de trésorerie et à 49% de la valeur terminale.

L'analyse de la sensibilité de la valeur unitaire de l'action SICAL au couple taux d'actualisation / taux de profitabilité ou taux de marge d'EBIT normatif situe cette valeur en deçà du prix d'Offre, dans une fourchette de 11,22 € à 17,33 €⁹², étant rappelé que :

- le taux de profitabilité correspond au résultat d'exploitation ou résultat opérationnel (EBIT) rapporté au chiffre d'affaires ;
- la valeur terminale, en hypothèse centrale induisant une valeur unitaire de l'action SICAL de 13,92 €, se fonde sur un EBIT calculé à 3% du chiffre d'affaires de 2017 (dernière année du plan d'affaires) inflaté d'un taux de croissance perpétuelle de 1% (la profitabilité ressortant du plan d'affaires est de 2,7% du chiffre d'affaires à la fin de l'exercice 2017, en croissance sur la durée du plan⁹³) ; ce flux récurrent est fiscalisé au taux de 20%⁹⁴ ;
- le mode de détermination de la valeur terminale décrit ci-dessus table sur l'absence de variation de BFR au-delà de l'horizon explicite des prévisions, et l'égalité entre les dotations aux amortissements et les investissements ;
- nous estimons que les prévisions d' « amélioration de la profitabilité, pour l'heure non confirmée et les aléas d'exécution de ces prévisions leur confèrent un caractère volontariste »⁹⁵ ; la valeur terminale doit donc être appréciée au regard du caractère optimiste des prévisions dont elle est issue à la fin de la période explicite.

3.5 Sur le tableau de synthèse complété avec la référence au cours de bourse *spot* du 18 juin 2013⁹⁶

Nous présentons ci-dessous le tableau de synthèse de la valorisation multicritères du titre SICAL modifié, conformément au chapitre 3 du présent addendum, en fonction du décompte, à partir du cours de bourse *spot* au 18 juin 2013, de la moyenne des cours de bourse pondérés par les volumes de 1 à 24 mois :

⁹² § 3.5.3.2.

⁹³ § 3.5.3.1.

⁹⁴ § 3.5.2.7.

⁹⁵ § 3.5.3.1.

⁹⁶ § 4.

Synthèse

	CP (M€)	Nombre d'actions	Valeur de l'action (€)	Prime / décote induite
Cours - Spot (18/06/2013)	69,3	3 665 265	18,91	6%
Cours - Moyenne 1 mois	67,4	3 665 265	18,40	9%
Cours Moyenne 60 séances	66,8	3 665 265	18,22	10%
Cours - Moyenne 3 mois	66,8	3 665 265	18,22	10%
Cours - Moyenne 6 mois	62,2	3 665 265	16,96	18%
Cours Moyenne 12 mois	60,5	3 665 265	16,51	21%
Cours Moyenne 24 mois	54,7	3 665 265	14,92	34%
x EBITDA 2013 (Médiane 1 mois)	59,8	3 665 265	15,20	32%
x EBITDA 2014 (Médiane 1 mois)	66,5	3 665 265	17,00	18%
x Transactions médian	59,8	3 665 265	15,22	31%
ANR - Rente de badwill	66,0	3 665 265	17,00	18%
DCF	49,4	3 665 265	13,92	44%
Prix d'offre (= transaction préalable)	73,3	3 665 265	20,00	

L'établissement présentateur ayant lui-même recalculé l'historique du cours au 18 juin 2013⁹⁷, la comparaison chiffrée de nos travaux avec ceux d'ARKEON Finance se présente comme suit :

	Ledouble SA	Arkeon Finance
Valeur centrale DCF	13,9 €	15,3 €
Comparables boursiers	15,2 € - 17,0 €	12,0 €
Transactions sur le capital de SICAL	20,0 €	20,0 €
Multiples de transactions comparables	15,2 €	12,4 €
Cours de bourse - 1 mois à 12 mois	16,51 € - 18,91 €	16,51 € - 18,91 €
Rente de <i>badwill</i>	17,0 €	10,7 €

3.6 Sur le positionnement de la valorisation multicritères par rapport à l'Actif Net Comptable

Nous rappelons que :

- nous avons procédé à une évaluation d'ensemble du Groupe SICAL ;
- l'Actif Net Comptable (ANC) au 31 décembre 2012, qui ressort à près de 33 € par action, est supérieur au résultat de l'ensemble de nos approches d'évaluation, pour des raisons techniques invoquées dans l'attestation d'équité⁹⁸ ; en particulier, les tests d'*impairment* effectués dans le cadre de la clôture des comptes annuels 2012 portent sur une partie seulement du Groupe SICAL au travers des seules Unités Génératrices de Trésorerie (UGT) porteuses de *goodwill* (Valscius, Rawibox et Kadem).

⁹⁷ Au lieu du 10 juin 2013.

⁹⁸ § 3.1.1.

La comparaison globale et par secteurs opérationnels⁹⁹ entre la rentabilité et les capitaux mobilisés dans l'activité industrielle de SICAL corrobore le décalage entre l'actif net comptable consolidé et la valorisation économique du Groupe.

Nous avons eu recours en tant que méthode d'évaluation à la rente de *goodwill*, en l'occurrence négative¹⁰⁰, qui aboutit à une valeur unitaire de l'action SICAL de 17 € compatible avec les résultats des autres méthodes d'évaluation récapitulés *supra* au chapitre 5 ; cette méthode traduit le différentiel entre l'ANC et l'actif net comptable consolidé corrigé du différentiel entre la rentabilité effective des capitaux propres et la rentabilité qui pourrait attendue par les actionnaires.

Au cas d'espèce, l'absence de procédure de retrait obligatoire justifie que nous n'ayons pas mobilisé l'ANC dans notre appréciation du prix d'Offre.

Nous avons été informés, depuis l'émission de l'attestation d'équité, que l'Initiateur n'a pas l'intention de demander la radiation des titres à l'issue de l'Offre au cours des douze prochains mois, ni de mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire dans les douze mois.

⁹⁹ Cf. comptes consolidés au 31 décembre 2012, p. 63-66.

¹⁰⁰ § 3.6.

3.7 Sur une conclusion faisant référence à l'Actif Net Comptable par rapport au prix d'Offre et à l'absence de mise en œuvre d'un retrait obligatoire à l'issue de l'Offre

Nous confirmons qu'à l'issue de nos travaux de valorisation du titre SICAL :

- nous constatons que le prix de l'Offre de 20 € extériorise une prime sur l'ensemble des critères d'évaluation que nous avons retenus ;
- nous sommes d'avis que le prix proposé de 20 € est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires apportant volontairement leurs titres aux fins de bénéficier de la liquidité qui leur est offerte, dans le cadre d'une offre facultative pour les actionnaires de SICAL¹⁰¹.

Nous rappelons en effet que bien que les actionnaires auxquels l'Offre est destinée ne représentent pas plus de 5% des droits de vote de SICAL, il est expressément prévu que l'OPR ne sera pas suivie d'une procédure de Retrait Obligatoire¹⁰² ; l'Initiateur n'a pas l'intention de demander la radiation des titres à l'issue de l'Offre au cours des douze prochains mois, ni de mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire dans les douze mois. Dans ces circonstances, nous n'avons pas mobilisé l'Actif Net Comptable dans notre appréciation du prix d'Offre.

Fait à Paris, le 4 juillet 2013.

Olivier CRETTE

¹⁰¹ § 6.

¹⁰² § 1.2.

4. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

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 24 juin 2013 afin notamment d'examiner le projet d'Offre et de rendre un avis motivé sur l'intérêt qu'elle présente ainsi que ses conséquences pour la Société et ses actionnaires. A cette réunion, trois administrateurs étaient présents sur les quatre administrateurs en fonction.

L'extrait du Procès-verbal de cette réunion concernant l'avis motivé sur l'Offre est le suivant :

« 1/ Approbation du procès-verbal du conseil d'administration du 24 Avril 2013,

Le procès-verbal de la réunion du 24 avril 2013 a été adressé aux administrateurs en même temps que la convocation. Il est adopté par le conseil d'administration à l'unanimité dans toutes ses délibérations et sans aucune observation.

2/ Examen des conditions et des modalités du projet d'Offre publique de retrait que la société CELTA a décidé de déposer sur les actions SICAL afin de rendre un avis motivé sur l'intérêt que représente cette Offre

Monsieur le Président rappelle que le Conseil d'administration a mandaté, lors de sa séance du 24 avril 2013, en application des articles 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF, le cabinet Ledouble en qualité d'expert indépendant aux fins d'apprécier les conditions financières de l'offre publique de retrait (ci-après « l'Offre ») que la société CELTA (ci-après « l'Initiateur ») a décidé de déposer sur les actions SICAL non encore détenues directement ou indirectement par les membres du concert composé de Monsieur Bernard Rossmann et des sociétés CELTA et SOFPO.

Monsieur le Président rappelle que, conformément aux dispositions de l'article 231-19 4° du règlement Général de l'AMF, le Conseil d'administration de SICAL s'est réuni pour examiner les conditions et les modalités du projet d'Offre afin de rendre un avis motivé sur l'intérêt que représente l'Offre.

Le Conseil d'administration a pris connaissance du projet de note d'information et a examiné l'ensemble des termes et conditions du projet d'Offre, notamment les éléments d'appréciation du prix de l'Offre établis par ARKEON Finance, établissement présentateur de l'Offre, les intentions de l'Initiateur en matière de poursuite de la stratégie de la Société, de développement de son activité opérationnelle et en matière d'emploi.

Le Conseil d'administration, au vue du rapport de l'expert indépendant en date du 24 juin 2013 concluant au caractère équitable du prix proposé dans l'Offre, soit 20 euros par action SICAL pour les actionnaires minoritaires de SICAL, après en avoir délibéré, décide à l'unanimité d'approuver le projet d'Offre qu'il considère conforme aux intérêts de SICAL ainsi qu'à ceux de ses actionnaires et de ses salariés.

Le Conseil d'administration a décidé en conséquence de recommander aux actionnaires de SICAL d'apporter leurs actions à l'offre publique de retrait.

Le Conseil d'administration donne tous pouvoirs à Monsieur Jean-Marie Paultes, Président Directeur Général, à l'effet de signer et le cas échéant d'amender tous actes et documents afférents à cette Offre publique de retrait, notamment la note d'information en réponse soumise au visa de l'AMF ainsi que les informations complémentaires sur la Société, substituer toute personne de son choix, et de manière générale prendre toutes les décisions et faire le nécessaire dans le cadre de l'Offre publique de retrait visant les actions de la société SICAL.

3/ Intention des administrateurs quant à l'apport de leurs titres à l'Offre publique de retrait

Messieurs Bernard Rossmann et Fabrice Rossmann, membres du Conseil d'administration détenant des actions SICAL, ont indiqué, chacun en ce qui le concerne, qu'ils n'apporteraient pas leurs titres à cette Offre. Quant aux deux autres membres du Conseil d'administration, il est précisé que:

- Monsieur Jean-Marie Paultes ne détient pas de titres SICAL,
- Monsieur Jacques Jouet Pastre est absent à la présente réunion et n'a pas fait part, à ce jour, de son intention quant à l'apport ou non de ses titres à l'Offre.

4/ Questions diverses

Prochaine réunion

La prochaine réunion du Conseil d'administration aura lieu le 23 octobre 2013 à Paris.

Personne ne demandant plus la parole, la séance est levée.

Le présent procès-verbal a été dressé et signé par le Président et un administrateur. »

5. CLAUSES D'ACCORD SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE

Il n'existe à ce jour aucun accord porté à la connaissance de la Société ou de ses dirigeants susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre.

6. INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE

6.1 Structure du capital de SICAL

Le capital social et, sur une base théorique, les droits de vote de SICAL sont répartis comme suit depuis le 12 avril 2013 :

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% des droits de vote
M. Bernard ROSSMANN	75 526	2,06%	151 052	2,49%
SOFPO	2 363 806	64,49%	4 366 247	72,03%
CELTA	1 025 523	27,98%	1 262 918	20,84%
Sous-total concert (M. Bernard ROSSMANN + SOFPO + CELTA)	3 464 855	94,53%	5 780 217	95,36%
Flottant	200 410	5,47%	281 223	4,64%
TOTAL	3 665 265	100%	6 061 440	100%

Nb : le pourcentage des droits de vote est calculé sur la base de l'ensemble des actions auxquelles sont attachés les droits de vote, y compris les actions privées de droits de vote, en application du 2^{ème} alinéa de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

Il n'existe à l'exception des actions ci-dessus, aucun droit, titre de capital ou instrument financier pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de SICAL.

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

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

Il n'a été porté à la connaissance de la Société (en vertu des dispositions de l'article L. 233-11 du Code de commerce) aucun autre accord stipulant des restrictions à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions SICAL.

6.3 Participations directes ou indirectes au sein du capital de SICAL dont la Société a connaissance

A la connaissance de la Société, depuis le 12 avril 2013, le capital social de la Société a été réparti ainsi qu'il est indiqué au § 5.1 ci-dessus.

6.4 Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux

Aucun titre émis par la Société ne comporte de droit de contrôle spécial.

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

Il n'existe pas de mécanisme de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel avec des droits de contrôle qui ne sont pas exercés par ce dernier.

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

A la connaissance de la Société, l'Offre n'entraîne pas de modifications d'accords conclus par SICAL pouvant porter atteinte aux intérêts de la Société.

6.7 Règles applicables à la nomination et au remplacement des administrateurs 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 celles statutaires prévues à l'article 10 des statuts.

6.7.2 Règles applicables aux modifications de 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 en matière d'émission d'actions

Outre les pouvoirs généraux qui lui sont accordés par la loi et les statuts, le Conseil d'administration dispose de délégations en vue de l'émission de titres de capital, qui lui ont été conférées par l'assemblée générale des actionnaires de la Société réunie le 22 juin 2012.

6.9 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

Néant.

7. NOMBRE D' ACTIONS DETENUES DIRECTEMENT OU INDIRECTEMENT PAR LA SOCIETE SICAL ET NOMBRE D' ACTIONS QU'ELLE PEUT DETENIR DE SA PROPRE INITIATIVE

A la date de la présente note en réponse, la Société ne possède pas d'actions autodétenues.

8. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D' ADMINISTRATION D' APPORTER OU NON LEURS ACTIONS A L' OFFRE

Messieurs Bernard ROSSMANN et Fabrice ROSSMANN, membres du Conseil d'administration détenant des actions SICAL, ont indiqué, chacun en ce qui le concerne, qu'ils n'apporteraient pas leurs titres à cette Offre. Quant aux deux autres membres du Conseil d'administration:

- Monsieur Jean-Marie PAULTES ne détient pas de titres SICAL,
- Monsieur Laurent KAUFFMANN n'a pas l'intention d'apporter ses titres à l'Offre.

9. PERSONNE QUI ASSUME LA RESPONSABILITE DE LA NOTE D'INFORMATION

« 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. »

Fait à Courpière, le 23 juillet 2013

Jean-Marie PAULTES

Président Directeur Général