

**PROJET D'OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT SUIVIE D'UN RETRAIT OBLIGATOIRE
VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE ROCAMAT**



INITIEE PAR LA SOCIETE

ROCAFIN III

agissant de concert avec les sociétés Rocafin et Rocafin II

PRESENTEE PAR



CORPORATE FINANCE

**PROJET DE NOTE D'INFORMATION CONJOINTE
AUX SOCIETES ROCAFIN III ET ROCAMAT**

PRIX DE L'OFFRE : 0,05 EURO PAR ACTION ROCAMAT

DUREE DE L'OFFRE : 10 JOURS DE NEGOCIATION

Avis important

Sous réserve de la décision de conformité de l'Autorité des marchés financiers (ci-après « **AMF** »), à l'issue de l'offre publique de retrait faisant l'objet du présent projet, la procédure de retrait obligatoire prévue par l'article L. 433-4 II du code monétaire et financier sera mise en œuvre. Les actions ROCAMAT qui n'auront pas été apportées à l'offre publique de retrait faisant l'objet du présent projet seront transférées à compter du jour de négociation suivant le jour de clôture de l'offre publique de retrait à la société ROCAFIN III, moyennant une indemnisation de 0,05 euro par action ROCAMAT, nette de tous frais.

En application des articles 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF, l'attestation d'équité du cabinet Accuracy, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans le présent projet de note d'information conjointe.



Le présent projet de note d'information conjointe a été établi, et déposé auprès de l'AMF le 12 novembre 2014, conformément aux dispositions des articles 231-13, 231-16, 231-18, 231-19, 236-3 et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF. **Cette Offre et le présent projet de note d'information conjointe restent soumis à l'examen de l'AMF.**

Le présent projet de note d'information conjointe est disponible sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de Rocamat (www.rocamat.com), et peut être obtenu sans frais sur simple demande auprès de Rocafin III (148 rue de l'Université, 75008 Paris), Rocamat (58 quai de la Marine – 93450 L'Ile Saint Denis) et d'Oddo Corporate Finance (12 boulevard de la Madeleine, 75009 Paris).

Les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables, de Rocafin III et Rocamat, seront, conformément à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, déposées auprès de l'AMF et mises à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique de retrait.

SOMMAIRE

1. PRESENTATION DE L'OFFRE	4
1.1 CONTEXTE DE L'OFFRE.....	5
1.1.1 <i>Augmentation de capital réservée et déclarations de franchissement de seuil</i>	5
1.1.2 <i>Actionnariat de la Société</i>	6
1.2 MOTIFS DE L'OFFRE ET INTENTIONS DE L'INITIATEUR.....	7
1.2.1 <i>Motifs de l'Offre</i>	7
1.2.2 <i>Intentions de l'Initiateur pour les douze mois à venir</i>	8
1.2.3 <i>Accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue</i>	9
2. CARACTERISTIQUES DE L'OFFRE	9
2.1 TERMES DE L'OFFRE	9
2.2 NOMBRE D' ACTIONS DE LA SOCIETE SUSCEPTIBLES D'ETRE APPORTEES A L'OFFRE.....	9
2.3 MODALITES DE L'OFFRE.....	10
2.3.1 <i>L'Offre Publique de Retrait</i>	10
2.3.2 <i>Retrait Obligatoire</i>	11
2.4 CALENDRIER INDICATIF DE L'OFFRE	12
2.5 COUTS ET MODES DE FINANCEMENT DE L'OFFRE.....	12
2.6 RESTRICTIONS CONCERNANT L'OFFRE A L'ETRANGER	13
2.7 REGIME FISCAL DE L'OFFRE	13
2.7.1 <i>Actionnaires personnes physiques ayant leur résidence fiscale en France agissant dans le cadre de la gestion de leur patrimoine privé et ne réalisant pas d'opérations de bourse à titre habituel</i>	13
2.7.2 <i>Actionnaires personnes morales ayant leur résidence fiscale en France et qui sont passibles de l'impôt sur les sociétés</i>	15
2.7.3 <i>Autres actionnaires</i>	16
2.7.4 <i>Droits d'enregistrement</i>	16
2.7.5 <i>Taxes sur les transactions financières</i>	16
3. ÉLÉMENTS D'APPRÉCIATION DU PRIX DE L'OFFRE	17
3.1 METHODOLOGIE.....	17
3.1.1 <i>Méthodes et références d'évaluation écartées</i>	17
3.1.2 <i>Méthodes et références d'évaluation retenues</i>	20
3.2 PRESENTATION DE LA SOCIETE	20
3.2.1 <i>Description de l'activité de la Société et de son marché</i>	20
3.2.2 <i>Analyse financière historique</i>	25
3.3 APPLICATION DES METHODES RETENUES	27
3.3.1 <i>Sources générales</i>	27
3.3.2 <i>Hypothèses</i>	28
3.3.3 <i>Actualisation des flux de trésorerie disponibles (DCF)</i>	30
3.3.4 <i>Transactions récentes sur le capital de la Société</i>	31
3.4 SYNTHESE DES ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX DE L'OFFRE.....	32
4. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT.....	33
5. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE.....	65
5.1 COMPOSITION ET DATE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION AYANT RENDU UN AVIS MOTIVE SUR L'OFFRE.....	65
5.2 EXTRAIT DU PROCES-VERBAL DU CONSEIL D'ADMINISTRATION AYANT RENDU UN AVIS MOTIVE SUR L'OFFRE	65

6. ELEMENTS MENTIONNES A L'ARTICLE L. 225-100-3 DU CODE DE COMMERCE	
SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'OFFRE	66
6.1 STRUCTURE DU CAPITAL DE LA SOCIETE	66
6.2 RESTRICTIONS STATUTAIRES A L'EXERCICE DES DROITS DE VOTE ET AUX TRANSFERTS D' ACTIONS OU LES CLAUSES CONVENTIONNELLES PORTEES A LA CONNAISSANCE DE LA SOCIETE EN APPLICATION DE L'ARTICLE L. 233-11 DU CODE DE COMMERCE	67
6.3 PARTICIPATIONS DIRECTES ET INDIRECTES DANS LE CAPITAL DE LA SOCIETE DONT ELLE A CONNAISSANCE EN VERTU DES ARTICLES L. 233-7 ET L. 233-12 DU CODE DE COMMERCE.....	67
6.4 LISTE DES DETENTEURS DE TOUT TITRE COMPORTANT DES DROITS DE CONTROLE SPECIAUX ET DESCRIPTION DE CEUX-CI	67
6.5 MECANISMES DE CONTROLE PREVUS DANS UN EVENTUEL SYSTEME D'ACTIONNARIAT DU PERSONNEL, QUAND LES DROITS DE CONTROLE NE SONT PAS EXERCES PAR CE DERNIER.....	67
6.6 ACCORDS ENTRE ACTIONNAIRES DONT LA SOCIETE A CONNAISSANCE ET QUI PEUVENT ENTRAINER DES RESTRICTIONS AU TRANSFERT D' ACTIONS ET A L'EXERCICE DES DROITS DE VOTE	67
6.7 REGLES APPLICABLES A LA NOMINATION ET AU REMPLACEMENT DES MEMBRES DU CONSEIL D' ADMINISTRATION AINSI QU' A LA MODIFICATION DES STATUTS DE LA SOCIETE	68
6.7.1 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration	68
6.7.2 Règles applicables à la modification des statuts	68
6.8 POUVOIRS DU CONSEIL D' ADMINISTRATION, EN PARTICULIER POUR L'EMISSION OU LE RACHAT D' ACTIONS	68
6.9 ACCORDS CONCLUS PAR LA SOCIETE QUI SONT MODIFIES OU PRENNENT FIN EN CAS DE CHANGEMENT DE CONTROLE DE LA SOCIETE, SAUF SI CETTE DIVULGATION, HORS LES CAS D' OBLIGATION LEGALE DE DIVULGATION, PORTAIT GRAVEMENT ATTEINTE A SES INTERETS	68
6.10 ACCORDS PREVOYANT DES INDEMNITES POUR LES MEMBRES DU CONSEIL D' ADMINISTRATION OU LES SALAIRES, S' ILS DEMISSIONNENT OU SONT LICENCIES SANS CAUSE REELLE ET SERIEUSE OU SI LEUR EMPLOI PREND FIN EN RAISON D' UNE OFFRE PUBLIQUE	69
7. NOMBRE D' ACTIONS DETENUES PAR LA SOCIETE, DIRECTEMENT OU INDIRECTEMENT, SEULE OU DE CONCERT, OU QU'ELLE PEUT DETENIR A SA SEULE INITIATIVE	69
8. DECLARATIONS DES PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DU PRESENT DOCUMENT.....	70
8.1 POUR LA PRESENTATION DE L' INITIATEUR	70
8.2 POUR LA PRESENTATION DE L' OFFRE	70
8.3 POUR LA PRESENTATION DE ROCAMAT	70

1. PRESENTATION DE L'OFFRE

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 236-3 et 237-1 et suivants du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** »), la société Rocafin III, société par actions simplifiée au capital de 37.000 euros, dont le siège social est sis 148 rue de l'Université, 75007 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 509 405 429, (ci-après « **Rocafin III** » ou l'« **Initiateur** »), agissant de concert avec les sociétés Rocafin et Rocafin II (ci-après le « **Concert** »), s'est engagée irrévocablement auprès de l'AMF à offrir aux actionnaires de la société Rocamat, société anonyme au capital de 5.412.732 euros, dont le siège social est sis 58 quai de la Marine – 93450 L'Ile Saint Denis, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Bobigny sous le numéro 572 086 577, et dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment C du marché Euronext Paris sous le code ISIN FR0000064255 (ci-après « **Rocamat** » ou la « **Société** »), d'acquérir la totalité de leurs actions au prix de 0,05 euro par action dans les conditions décrites ci-après dans le cadre de la présente offre publique de retrait (l'« **Offre Publique de Retrait** »).

L'Initiateur, de concert avec les sociétés Rocafin et Rocafin II, détient à la date du dépôt du projet d'Offre (telle que définie ci-dessous) plus de 95% du capital et des droits de vote de la Société et, sous réserve de la décision de conformité de l'AMF, l'Offre Publique de Retrait sera immédiatement suivie d'une procédure de retrait obligatoire (le « **Retrait Obligatoire** »). A cet égard, il est précisé que dans le cadre du Retrait Obligatoire, les actions Rocamat, autres que les 24.005 actions attribuées gratuitement aux salariés et encore soumises à une période de conservation¹, qui n'auraient pas été apportées à l'Offre Publique de Retrait seront transférées à Rocafin III moyennant une indemnisation identique au prix de l'Offre Publique de Retrait, soit 0,05 euro par action nette de tous frais (l'Offre Publique de Retrait et le Retrait Obligatoire étant définis ensemble comme l'« **Offre** »).

Le présent projet de note d'information est établi conjointement par Rocafin III et Rocamat.

Oddo Corporate Finance est l'établissement présentateur de l'Offre et 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 Publique de Retrait sera ouverte pour une durée de 10 jours de négociation et vise la totalité des actions de la Société non détenues directement et indirectement par le Concert, à l'exception de 24.005 actions attribuées gratuitement aux salariés et encore soumises à une période de conservation¹, soit 1.715.033 actions ordinaires de la Société, au jour du dépôt du projet d'Offre.

¹Sous réserve des cas de levée des indisponibilités prévues par les dispositions légales ou réglementaires applicables (décès ou invalidité du bénéficiaire)

1.1 CONTEXTE DE L'OFFRE

1.1.1 Augmentation de capital réservée et déclarations de franchissement de seuil

Le conseil d'administration de Rocamat qui s'est tenu le 16 octobre 2014 a décidé, sur la base de la délégation de compétence qui lui a été conférée par la 1^{ère} résolution de l'assemblée générale des actionnaires du 7 octobre dernier, de procéder à une augmentation de capital d'un montant total de 13.800.000,42 euros, par émission de 530 769 247 actions nouvelles, souscrites par compensation de créances, à un prix de souscription de 0,026 euro par action nouvelle, soit 5.307.692,47 euro de valeur nominale et 8.492.307,95 euro de prime d'émission avec suppression du droit préférentiel de souscription au profit de :

- Rocafin à hauteur de 5.299.998,60 euros, soit 203.846.100 actions représentant un nominal de 2.038.461,00 euros
- Rocafin III, à hauteur de 8.500.001,82 euros, soit 326 923 147 actions représentant un nominal de 3.269.231,47 euros.

L'AMF a visé le 28 octobre 2014 le prospectus de la Société, sous le numéro 14-579, à l'occasion de l'émission et de l'admission aux négociations sur le compartiment C d'Euronext Paris de ces actions nouvelles.

Rocafin et Rocafin III ont alors souscrit à cette augmentation de capital par compensation de créance certaine, liquide et exigible, et ont ainsi franchi, le 31 octobre 2014, les seuils suivants :

- Rocafin : Franchissement individuel à la baisse des seuils de 50% du capital et des droits de vote de la Société.
- Rocafin II : Franchissement individuel à la baisse des seuils de 20%, 15%, 10%, 5% du capital, et des seuils de 25%, 20%, 15%, 10%, 5% des droits de vote de la Société.
- Rocafin III : Franchissement individuel à la hausse des seuils de 10%,15%, 20%, 25%, 30%, 1/3, 50% du capital et des droits de vote de la Société.
- Rocafin, Rocafin II et Rocafin III : Franchissement de concert à la hausse des seuils de 90% et 95% du capital, et du seuil de 95% des droits de vote de la Société.

A cette occasion, Rocafin III a fait la déclaration d'intention suivante : «

- *Rocafin III a souscrit par compensation de créance à l'augmentation de capital réservée à Rocafin et Rocafin III (cf. prospectus ayant reçu le visa n°14-579 en date du 28 octobre 2014) ;*
- *Rocafin III agit de concert avec Rocafin et Rocafin II ;*
- *Rocafin III détient déjà de concert avec Rocafin et Rocafin II le contrôle de la société Rocamat ;*
- *Rocafin III a l'intention de déposer, de concert avec Rocafin et Rocafin II, un projet d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire au prix de 0,05 euro par action Rocamat, qui reste soumis à l'examen préalable de l'expert indépendant désigné par Rocamat et de l'AMF ;*
- *Rocafin III n'entend modifier en profondeur ni la stratégie, ni la politique commerciale et financière de Rocamat ;*
- *Rocafin III n'envisage aucune des autres opérations mentionnées à l'article 223-17 I, 6° du règlement général de l'AMF ;*
- *Rocafin III n'est pas partie à des accords ou instruments mentionnés aux 4° et 4° bis du I de l'article L. 233-9 du code de commerce ;*
- *Rocafin III n'a pas d'accord de cession temporaire ayant pour objet les actions ou les droits de vote de Rocamat ;*

-
- *Rocafin III n'envisage pas de demander sa nomination, ou celle d'autres personnes, au conseil d'administration de Rocamat, avant la réalisation de l'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire. »*

Ces franchissements de seuil ont fait l'objet des déclarations légales à la Société et l'AMF et ont fait l'objet d'un avis publié par l'AMF le 7 novembre 2014 sous le numéro D&I 214C2341.

1.1.2 Actionnariat de la Société

Au jour du dépôt du projet d'Offre, l'actionnariat de la Société est le suivant :

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% de droits de vote théorique***
ROCAFIN	209.384.332	38,68%	214.922.544	39,07%
ROCAFIN II	2.624.681	0,49%	5.249.361	0,95%
ROCAFIN III	327.525.149	60,51%	328.127.151	59,65%
<i>Sous-total action de concert*</i>				
	539.534.162	99,68%	548.299.056	99,67%
Salariés**	404.501	0,07%	404.501	0,07%
Public	1.334.537	0,25%	1.421.665	0,26%
TOTAL****	541.273.200	100,00%	550.125.222	100,00%

* Ces trois sociétés sont contrôlées par des fonds d'investissement gérés par la société de gestion LBO France Gestion

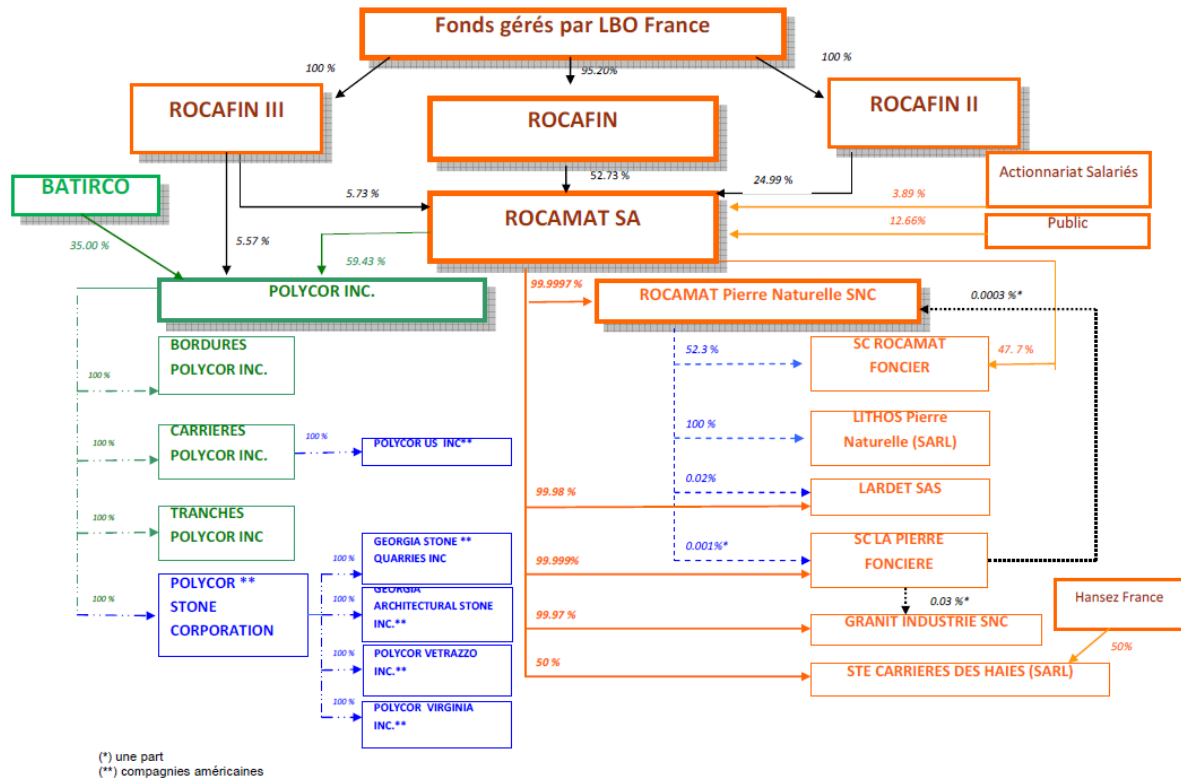
** Au 30 juin 2014, 363 salariés ou anciens salariés détiennent 404 501 actions

*** Le pourcentage de 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 conformément au mode de calcul préconisé par l'article 233-11 du règlement général de l'AMF.

**** Au 31 octobre 2014.

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

A la date du présent projet de note d'information conjointe, l'organigramme simplifié du groupe auquel appartiennent Rocamat et Rocafin III se présente comme suit :



1.2 MOTIFS DE L'OFFRE ET INTENTIONS DE L'INITIATEUR

1.2.1 Motifs de l'Offre

L'Offre vise à procéder au retrait de la cotation de la Société, étant entendu que les actionnaires minoritaires détiennent à ce jour ensemble moins de 5% du capital et des droits de vote de la Société.

Compte tenu de la structure actuelle de son actionariat, un maintien de la cotation ne correspond plus au modèle économique et financier de la Société, la Société ne souhaitant pas à l'avenir se financer par voie d'offre au public d'instruments financiers. En outre, la mise en œuvre d'une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire permettrait à la Société de se libérer des contraintes réglementaires et administratives liées à l'admission de ses titres à la cote, et dès lors de réduire les coûts qui y sont associés. Une telle opération permettrait en outre de simplifier à l'avenir le fonctionnement de la Société.

Dans ces conditions, l'Initiateur propose aux actionnaires de Rocamat qui apporteront leurs titres à l'Offre une liquidité immédiate sur l'intégralité de leur participation au prix de 0,05 euro par action.

Les éléments d'appréciation du prix de l'Offre sont décrits en section 3 ci-après.

Le caractère équitable des conditions financières de l'Offre a fait l'objet d'une attestation d'équité établie par un expert indépendant, le cabinet Accuracy, représenté par Monsieur Bruno Husson, mandaté par la Société conformément aux dispositions de l'article 261-1 I et II du règlement général de l'AMF. L'attestation d'équité est reproduite *in extenso* en section 4 du présent projet de note d'information conjointe.

1.2.2 Intentions de l'Initiateur pour les douze mois à venir

1.2.2.1 Stratégie – Politique industrielle et commerciale

Le dépôt du projet d'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité opérationnelle de Rocamat, et l'Initiateur n'entend modifier en profondeur ni la stratégie, ni la politique commerciale et financière de la Société au cours des 12 prochains mois.

1.2.2.2 Composition des organes sociaux et de la direction de la Société

Le conseil d'administration de la Société est composé de cinq administrateurs :

Administrateurs	Date de première nomination	Expiration du Mandat
M. Philippe KARMIN	15 octobre 2009	A l'issue de l'assemblée générale ordinaire annuelle statuant sur les comptes de l'exercice clos le 31 décembre 2018
ROCAFIN Rep. / M. Robert DAUSSUN	31 août 2005	A l'issue de l'assemblée générale ordinaire annuelle statuant sur les comptes de l'exercice clos le 31 décembre 2017
ROCAFIN II Rep. / M. Pascal ODDO	30 novembre 2007	A l'issue de l'assemblée générale ordinaire annuelle statuant sur les comptes de l'exercice clos le 31 décembre 2018
GOELAND Sarl Rep. / M. Marc GUYOT	4 mai 2012	A l'issue de l'assemblée générale ordinaire annuelle statuant sur les comptes de l'exercice clos le 31 décembre 2018
Mme Stéphanie CASCIOLA	19 septembre 2013	A l'issue de l'assemblée générale ordinaire annuelle statuant sur les comptes de l'exercice clos le 31 décembre 2018

En outre, Monsieur Philippe KARMIN exerce les fonctions de directeur général de la Société.

Aucun administrateur n'est élu par les salariés. Aucun censeur n'a été nommé.

Il n'est pas envisagé de procéder à une modification de la composition du conseil d'administration de la Société avant la réalisation de l'Offre.

1.2.2.3 Orientation en matière d'emploi

Le projet d'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité de la Société et ne devrait donc pas avoir d'incidence particulière sur la politique poursuivie par la Société en matière d'emploi.

1.2.2.4 Perspective ou non de fusion

A la date du présent projet de note d'information conjointe, l'Initiateur n'envisage pas de procéder à une fusion avec la Société ni entre la Société et d'autres entités entrant dans le périmètre actuel des activités du Concert.

1.2.2.5 Politique de distribution de dividendes

La politique de distribution de dividendes de la Société continuera d'être déterminée par ses organes sociaux en fonction des capacités, de la situation financière et des besoins financiers de la Société et ses filiales. Il est à noter que la Société n'a pas distribué de dividendes depuis l'année 2005.

1.2.2.6 Synergies envisagées

En dehors des économies liées à une radiation de la Société du marché Euronext Paris, l'Initiateur n'anticipe aucune synergie significative de coûts ni de revenus, dont la matérialisation serait identifiable ou chiffrable à la date de dépôt du présent document.

1.2.2.7 Liquidité des Actions Gratuites

La Société a émis, à la date du présent projet de note d'information conjointe, 24.005 actions gratuites dont la période de conservation n'aura pas expiré avant la clôture de l'Offre, sous réserve des cas de levée des indisponibilités prévues par les dispositions légales ou réglementaires applicables (décès ou invalidité du bénéficiaire).

L'Initiateur s'engage à offrir aux salariés porteurs des actions gratuites soumises à conservation une liquidité à compter de la date à laquelle ces actions deviendront cessibles.

1.2.3 Accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue

L'Initiateur n'a connaissance ou n'est partie à aucun accord susceptible d'avoir une influence sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.

2. CARACTERISTIQUES DE L'OFFRE

2.1 TERMES DE L'OFFRE

En application des dispositions des articles 231-13, 236-3 et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, Oddo Corporate Finance, agissant pour le compte de l'Initiateur, a déposé le 12 novembre 2014 auprès de l'AMF le projet d'Offre sous la forme d'un projet d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire portant sur la totalité des actions Rocamat non encore détenues à ce jour par le Concert.

En conséquence, l'Initiateur s'engage irrévocablement auprès des actionnaires de Rocamat à acquérir, au prix de 0,05 euro par action, toutes les actions Rocamat qui seront présentées à l'Offre Publique de Retrait pendant une période de dix (10) jours de négociation.

En application des dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, Oddo Corporate Finance garantit, en qualité d'établissement présentateur de l'Offre, la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

2.2 NOMBRE D'ACTIONS DE LA SOCIETE SUSCEPTIBLES D'ETRE APPORTEES A L'OFFRE

Rocafin III détient, de concert avec Rocafin et Rocafin II, à la date du présent projet de note d'information conjointe, 539.534.162 actions Rocamat représentant 548.299.056 droits de vote, soit 99,68% du capital et 99,67% des droits de vote de la Société, sur la base d'un nombre total de 541.273.200 actions et 550.125.222 droits de vote.

L'Offre porte sur la totalité des actions Rocamat non détenues par le Concert, à l'exception des 24.005 actions attribuées gratuitement aux salariés et encore soumises à une période de conservation, soit, sur la base du capital social de la Société à la date du présent document, 1.715.033 actions Rocamat représentant environ 0,3% de son capital social et 0,3% de ses droits de vote.

A la date du présent projet de note d'information conjointe, il n'existe aucun droit, titre de capital ou instrument financier pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société.

2.3 MODALITES DE L'OFFRE

2.3.1 L'Offre Publique de Retrait

Le projet d'Offre a été déposé auprès de l'AMF le 12 novembre 2014. Un avis de dépôt a été publié par l'AMF sur son site Internet (www.amf-france.org).

Conformément aux dispositions des articles 231-16-III et 231-17 du règlement général de l'AMF, un communiqué de presse conjoint relatif aux termes de l'Offre sera diffusé par l'Initiateur et Rocamat sous forme d'un avis financier et mis en ligne sur le site Internet de Rocamat (www.rocamat.com). En outre, conformément aux dispositions de l'article 231-16 du règlement général de l'AMF, le projet de note d'information conjointe est tenu gratuitement à la disposition du public au siège de Rocafin III, Rocamat et auprès de Oddo Corporate Finance et a été mis en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de Rocamat (www.rocamat.com).

L'AMF publiera sur son site Internet une déclaration de conformité motivée relative à l'Offre après s'être assurée de la conformité de l'Offre aux dispositions législatives et réglementaires qui lui sont applicables. Cette décision de conformité emportera visa du présent projet de note d'information conjointe.

La note d'information conjointe ainsi visée par l'AMF ainsi que les autres informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur et de la Société seront disponibles sur les sites Internet de l'AMF et de Rocamat et seront mises à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre. Des exemplaires de ces documents seront également disponibles gratuitement au siège de Rocafin III, Rocamat et auprès de Oddo Corporate Finance. Conformément aux dispositions des articles 231-27 et 231-28 du règlement général de l'AMF, un communiqué précisant les modalités de mise à disposition de ces documents sera publié conjointement par l'Initiateur et Rocamat.

Préalablement à l'ouverture de l'Offre et en accord avec la réglementation applicable, l'AMF publiera un avis d'ouverture de l'Offre Publique de Retrait et Euronext Paris publiera, dans un avis, le calendrier et les modalités de l'Offre Publique de Retrait ainsi que les conditions de mise en œuvre du Retrait Obligatoire, et notamment la date de sa prise d'effet.

L'Offre Publique de Retrait sera ouverte pendant une période de dix (10) jours de négociation.

Les actions Rocamat inscrites au nominatif pur dans les registres de la Société devront être converties au nominatif administré pour être apportées à l'Offre, à moins que leurs titulaires ne demandent la conversion au porteur, auquel cas ces actions perdront les avantages attachés à la forme nominative. En conséquence, pour répondre à l'Offre, les détenteurs d'actions inscrites au nominatif pur dans les registres de la Société devront demander à CACEIS Corporate Trust - 14, rue Rouget de Lisle – 92862 Issy-les-Moulineaux Cedex 9, dans les meilleurs délais la conversion de leurs actions au nominatif administré ou au porteur.

Les actions Rocamat apportées à l'Offre Publique de Retrait devront être libres de tout gage, nantissement ou restriction de quelque nature que ce soit au libre transfert de leur propriété. L'Initiateur se réserve le droit d'écarter tous les titres apportés qui ne répondraient pas à cette condition.

Les actionnaires de Rocamat qui souhaiteraient apporter leurs actions dans les conditions proposées dans le cadre de l'Offre Publique de Retrait devront remettre à leur intermédiaire financier dépositaire de leurs actions (établissement de crédit, entreprise d'investissement, etc.) un ordre de vente

irrévocable, en utilisant le modèle mis à leur disposition par ce dernier, au plus tard le jour de la clôture de l'Offre Publique de Retrait.

L'Offre Publique de Retrait s'effectuant par achats sur le marché, le règlement-livraison sera effectué au fur et à mesure de l'exécution des ordres, deux jours de bourse après chaque négociation. Le membre du marché acheteur agissant pour le compte de l'Initiateur sera Oddo Corporate Finance. Les frais de négociation resteront en totalité à la charge des actionnaires vendeurs dans le cadre de l'Offre Publique de Retrait, étant précisé que l'indemnisation versée dans le cadre du Retrait Obligatoire est, pour sa part, nette de tous frais.

2.3.2 Retrait Obligatoire

Conformément aux dispositions des articles 237-1 et 237-10 du règlement général de l'AMF, les actions Rocamat qui n'auront pas été présentées à l'Offre Publique de Retrait seront transférées à l'Initiateur moyennant une indemnisation d'un montant égal au prix de l'Offre, soit 0,05 euro par action Rocamat, nette de tous frais, à compter du jour de négociation suivant la clôture de l'Offre Publique de Retrait.

Le montant de l'indemnisation a d'ores et déjà été versé sur un compte bloqué ouvert à cet effet auprès d'Oddo Corporate Finance, centralisateur des opérations d'indemnisation.

Un avis informant le public du Retrait Obligatoire sera publié par l'Initiateur dans un journal d'annonces légales du lieu du siège social de la Société en application de l'article 237-3 du règlement général de l'AMF.

Euroclear France clôturera le code ISIN FR0000064255 des actions Rocamat ainsi que les comptes des affiliés et délivrera à ces derniers des attestations du solde de leur compte en actions Rocamat. Oddo Corporate Finance, centralisateur des opérations d'indemnisation, sur présentation des attestations délivrées par Euroclear France, créditera les établissements dépositaires teneurs de comptes du montant de l'indemnisation, à charge pour ces derniers de créditer les comptes des détenteurs des actions Rocamat de l'indemnité leur revenant. Conformément à l'article 237-6 du règlement général de l'AMF, les fonds non affectés correspondant à l'indemnisation des titres dont les ayants droit sont restés inconnus, seront conservés par Oddo Corporate Finance pendant une durée de dix (10) ans à compter de la date de Retrait Obligatoire et versés à la Caisse des dépôts et consignations à l'expiration de ce délai. Ces fonds seront à la disposition des ayants droit sous réserve de la prescription trentenaire au bénéfice de l'Etat.

Les actions Rocamat seront radiées du compartiment C du marché réglementé d'Euronext à Paris à compter du jour où le Retrait Obligatoire sera effectif.

2.4 CALENDRIER INDICATIF DE L'OFFRE

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF et Euronext publieront respectivement un avis d'ouverture et un avis annonçant les caractéristiques et le calendrier de l'Offre.

12 novembre 2014	Dépôt par Oddo Corporate Finance du projet d'Offre auprès de l'AMF Mise à disposition du public et mise en ligne sur le site Internet de l'AMF et sur celui de la Société du projet de note d'information conjointe
12 novembre 2014	Publication par l'Initiateur et Rocamat d'un communiqué de presse conjoint annonçant le dépôt du projet de note d'information conjointe
25 novembre 2014	Déclaration de conformité par l'AMF emportant visa de la note d'information conjointe à l'Initiateur et à la Société Mise à disposition de la note d'information conjointe visée par l'AMF
26 novembre 2014	Dépôt et mise à disposition des « Informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables » de l'Initiateur et de la Société conformément à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF
27 novembre 2014	Publication du communiqué informant de la mise à disposition de la note d'information conjointe visée et des « Informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables » de l'Initiateur et de la Société
28 novembre 2014	Ouverture de l'Offre Publique de Retrait
11 décembre 2014	Clôture de l'Offre Publique de Retrait
12 décembre 2014	Publication de l'avis de résultat de l'Offre Publique de Retrait par l'AMF
A compter du 12 décembre 2014	Mise en œuvre du Retrait Obligatoire Radiation des actions Rocamat du marché Euronext Paris

2.5 COUTS ET MODES DE FINANCEMENT DE L'OFFRE

Le prix d'acquisition (hors frais liés à l'opération) par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre de la totalité des 1.715.033 actions visées par l'Offre, au prix de 0,05 euro par action s'élèverait au total à 85.751,65euros.

Le montant global des frais, coûts et dépenses externes exposés dans le cadre de l'Offre, y compris les honoraires et frais de ses conseils financiers et juridiques ainsi que les frais de publicité, est estimé à environ 250.000 euros (hors taxes).

Le coût total maximum de l'Offre est ainsi estimé environ à 336.000 euros (hors taxes) et est intégralement financé par l'Initiateur sur ses fonds propres.

2.6 RESTRICTIONS CONCERNANT L'OFFRE A L'ETRANGER

L'Offre est faite exclusivement en France.

Le présent projet de note d'information conjointe n'est pas destiné à être diffusé dans les pays autres que la France.

L'Offre n'a fait l'objet d'aucune formalité, d'aucun enregistrement ou visa en dehors de la France. Le présent document et les autres documents relatifs à l'Offre ne constituent pas une offre de vente ou d'achat de valeurs mobilières ou une sollicitation d'une telle Offre dans tout pays dans lequel une telle Offre ou sollicitation est illégale. C'est pourquoi, les titulaires d'actions Rocamat en dehors de la France ne peuvent pas participer à l'Offre, sauf si le droit local auquel ils sont soumis le leur permet.

En effet, la participation à l'Offre et la distribution du présent projet de note d'information conjointe peuvent faire l'objet de restrictions hors de France. L'Offre ne s'adresse pas aux personnes soumises à de telles restrictions, ni directement, ni indirectement, et n'est pas susceptible de faire l'objet d'une quelconque acceptation à partir d'un pays où l'Offre fait l'objet de restrictions. Les personnes disposant du présent projet de note d'information conjointe doivent respecter les restrictions en vigueur dans leur pays. Le non-respect de ces restrictions est susceptible de constituer une violation des lois et règlements applicables en matière boursière dans l'un de ces pays.

L'Initiateur décline toute responsabilité en cas de violation par toute personne des restrictions qui lui sont applicables.

2.7 REGIME FISCAL DE L'OFFRE

Les dispositions suivantes résument les conséquences fiscales applicables aux actionnaires de la Société participant à l'Offre et ne sont données qu'à titre d'information générale. Elles sont fondées sur les dispositions légales françaises actuellement en vigueur et sont donc susceptibles d'être affectées par d'éventuelles modifications législatives ou réglementaires (assorties le cas échéant d'un effet rétroactif), ou par un changement de leur interprétation par les tribunaux et/ou l'administration fiscale française.

L'attention des actionnaires est attirée sur le fait que ces informations n'ont pas vocation à constituer une analyse complète de l'ensemble des effets fiscaux susceptibles de s'appliquer à un actionnaire de la Société. Il est donc recommandé aux actionnaires de consulter leur conseil fiscal habituel afin d'étudier avec lui leur situation particulière.

Les personnes n'ayant pas leur résidence fiscale en France doivent également se conformer à la législation fiscale en vigueur dans leur Etat de résidence en tenant compte le cas échéant de l'application d'une convention fiscale visant à éviter les doubles impositions conclue entre la France et cet Etat.

2.7.1 Actionnaires personnes physiques ayant leur résidence fiscale en France agissant dans le cadre de la gestion de leur patrimoine privé et ne réalisant pas d'opérations de bourse à titre habituel

(i) Régime de droit commun

Conformément aux dispositions des articles 150-0 A et suivants du Code Général des Impôts (« **CGI** »), les plus-values de cession d'actions réalisées par les personnes physiques susvisées, égales à la différence entre, d'une part, le prix de cession et, d'autre part, le prix de revient fiscal des actions apportées à l'Offre, sont imposables, dès le premier euro, à l'impôt sur le revenu au barème progressif de l'impôt sur le revenu.

En cas de détention des titres pendant une certaine durée avant la cession, des abattements réduisent l'assiette imposable à l'impôt sur le revenu (sans pour autant réduire l'assiette soumise aux prélèvements sociaux) comme suit :

- détention de deux à moins de huit ans : taux d'abattement de 50 % ; et
- détention de plus de huit ans : taux d'abattement de 65 %.

La plus-value est également soumise, sans application des abattements précités, aux prélèvements sociaux suivants au taux global de 15,5 % constitué de :

- la contribution sociale généralisée (la « CSG ») de 8,2 % ;
- la contribution pour le remboursement de la dette sociale (la « CRDS ») de 0,5 % ;
- le prélèvement social de 4,5 % ;
- la contribution additionnelle au prélèvement social de 0,3 % ; et
- le prélèvement de solidarité de 2 %.

Ces prélèvements sociaux ne sont pas déductibles de la base imposable à l'impôt sur le revenu sous réserve d'une quote-part de la CSG retenue à hauteur de 5,1% ; cette quote-part est déductible du revenu imposable de l'année où les prélèvements sociaux sont payés.

Une contribution exceptionnelle sur les hauts revenus est éventuellement applicable lorsque le revenu fiscal du contribuable excède certaines limites. Cette contribution s'élève à :

- 3 % pour la fraction du revenu fiscal de référence comprise entre 250.000 euros et 500.000 euros pour les contribuables célibataires, veufs, séparés ou divorcés et pour la fraction de ce même revenu comprise entre 500.000 euros et 1.000.000 euros pour les contribuables soumis à imposition commune ;
- 4 % pour la fraction du revenu fiscal de référence supérieure à 500.000 euros pour les contribuables célibataires, veufs, séparés ou divorcés et pour la fraction de ce même revenu supérieure à 1.000.000 euros pour les contribuables soumis à imposition commune.

L'apport à l'Offre aura pour effet de mettre fin à un éventuel report ou sursis d'imposition dont auraient pu bénéficier les actionnaires dans le cadre d'opérations antérieures à raison des actions apportées à l'Offre.

Conformément aux dispositions de l'article 150-0 D 11 du CGI, les moins-values de cession subies au cours d'une année sont imputables exclusivement sur les plus-values de même nature réalisées au cours de la même année ou des dix années suivantes.

(ii) Plan d'épargne en actions

Les personnes qui détiennent des actions dans un plan d'épargne en actions (« PEA ») pourront participer à l'Offre.

Le PEA ouvre droit, sous certaines conditions, (i) pendant la durée du PEA, à une exonération totale ou partielle d'impôt sur le revenu et de contributions sociales à raison des produits et des plus-values générés par les placements effectués dans le cadre du PEA, sous réserve notamment que ces produits et plus-values demeurent investis dans le PEA et (ii) au moment de la clôture du PEA (si elle intervient plus de cinq ans après la date d'ouverture du PEA) ou lors d'un retrait partiel (s'il intervient plus de huit ans après la date d'ouverture du PEA), à une exonération d'impôt sur le revenu à raison du gain net réalisé depuis l'ouverture du plan ; ce gain reste néanmoins soumis à la CSG, à la CRDS, au prélèvement social et aux contributions additionnelles, étant toutefois précisé que le taux effectif de

ces prélèvements sociaux varie (à ce jour, entre 0% et 15,5%) selon la date à laquelle ce gain a été acquis ou constaté.

Les moins-values constatées dans le cadre du PEA ne sont en principe imputables que sur des plus-values réalisées dans le même cadre ; toutefois, en cas (i) de clôture anticipée du PEA avant l'expiration de la cinquième année, ou (ii) sous certaines conditions, de clôture du PEA après l'expiration de la cinquième année, les moins-values constatées le cas échéant à cette occasion sont imputables sur les gains de même nature réalisés au cours de la même année ou des dix années suivantes.

2.7.2 Actionnaires personnes morales ayant leur résidence fiscale en France et qui sont passibles de l'impôt sur les sociétés

(i) Régime de droit commun

Les plus-values réalisées et les moins-values subies à l'occasion de la cession de titres de portefeuille ou de titres de participation détenus depuis moins de deux ans à la date de la cession, égales à la différence entre, d'une part, le prix de cession et, d'autre part, le prix de revient fiscal des actions apportées à l'Offre, seront incluses dans le résultat soumis à l'impôt sur les sociétés au taux de droit commun de 33,1/3% éventuellement majoré (i) de la contribution sociale de 3,3%, prévue à l'article 235 ter ZC du CGI et qui s'applique au montant de l'impôt sur les sociétés qui excède 763.000 euros (pour un exercice de douze mois) et (ii), pour les sociétés (ou les groupes de sociétés au sens de l'article 223 A du CGI) ayant un chiffre d'affaires supérieur à 250.000.000 euros, une contribution exceptionnelle de 10,7% (Article 235 ter ZAA du CGI), assise sur l'impôt sur les sociétés tel que déterminé avant imputation des réductions et crédits d'impôt et des créances fiscales de toute nature.

Certaines personnes morales sont susceptibles, dans les conditions prévues aux articles 219-I b et 235 ter ZC du CGI, de bénéficier d'une réduction du taux de l'impôt sur les sociétés à 15% sur une fraction de leur résultat fiscal et d'une exonération de la contribution sociale de 3,3%.

Les moins-values réalisées lors de la cession des actions de la Société dans le cadre de l'Offre, viendront en principe, en déduction du résultat imposable à l'impôt sur les sociétés au taux de droit commun applicable à la personne morale.

Il est en outre précisé que l'apport des actions à l'Offre est susceptible d'avoir pour effet de mettre fin à un éventuel sursis d'imposition dont auraient pu bénéficier les actionnaires personnes morales dans le cadre d'opérations antérieures à raison d'actions apportées à l'Offre.

(ii) Régime spécial des plus-values à long terme au regard des actions

Conformément aux dispositions du troisième alinéa de l'article 219 I a *quinquies* du CGI, les plus-values nettes à long terme réalisées à l'occasion de la cession de titres de participation répondant à la définition donnée par cet article et qui ont été détenus pendant au moins deux ans sont exonérées d'impôt sur les sociétés, moyennant la réintégration, dans le résultat imposable au taux de droit commun de l'impôt sur les sociétés majoré le cas échéant de la contribution sociale de 3,3% et de la contribution exceptionnelle de 10,7% mentionnées ci-dessus, soit un taux global maximal de 38%, d'une quote-part de frais et charges égale à 12% du montant brut des plus-values (c'est-à-dire avant imputation des moins-values à long terme éventuellement réalisées par le contribuable).

Constituent notamment des titres de participation pour l'application de l'article 219 I a *quinquies* précité, les actions revêtant ce caractère au plan comptable, ainsi que, sous certaines conditions, les actions acquises en exécution d'une offre publique d'achat ou d'échange par l'entreprise qui en est l'initiatrice, ainsi que les titres ouvrant droit au régime fiscal des sociétés mères et filiales visé aux articles 145 et 216 du CGI si ces actions ou titres sont inscrits en comptabilité au compte de titres de participation ou à une subdivision spéciale d'un autre compte du bilan correspondant à leur

qualification comptable, à l'exception des titres de sociétés à prépondérance immobilière et des titres de sociétés établies dans un Etat ou territoire non coopératif au sens de l'article 238-0 A du CGI.

2.7.3 Autres actionnaires

Les actionnaires soumis à un régime d'imposition autre que ceux visés ci-dessus et qui participent à l'Offre, notamment les contribuables dont les opérations portant sur des valeurs mobilières dépassent la simple gestion de portefeuille ou qui ont inscrit leurs titres à l'actif de leur bilan commercial, sont invités à étudier leur situation fiscale particulière avec leur conseil fiscal habituel.

2.7.4 Droits d'enregistrement

Conformément aux dispositions de l'article 726 du CGI, aucun droit d'enregistrement n'est exigible en France au titre de la cession des actions d'une société dont les titres sont négociés sur un marché réglementé d'instruments financiers ou sur un système multilatéral de négociation, à moins que la cession ne soit constatée par un acte passé en France ou à l'étranger. Dans ce cas, l'acte de cession doit être enregistré dans le délai d'un mois à compter de sa date et cet enregistrement donne lieu au paiement d'un droit de mutation au taux proportionnel de 0,1 % assis sur le plus élevé du prix de cession ou de la valeur réelle des titres.

Lorsque les cessions s'opèrent par acte passé à l'étranger, ces cessions sont soumises aux droits d'enregistrement susvisés, sauf imputation, le cas échéant, d'un crédit d'impôt égal au montant des droits d'enregistrement effectivement acquittés dans l'Etat d'immatriculation ou l'Etat de résidence de chacune des personnes concernées, conformément à la législation de cet Etat et dans le cadre d'une formalité obligatoire d'enregistrement de chacune de ces cessions. Ce crédit d'impôt est imputable sur les droits d'enregistrement français afférents à chacune de ces cessions, dans la limite des droits d'enregistrement français.

Les droits d'enregistrement qui seraient dus dans l'hypothèse où la cession serait constatée par un acte seront à la charge de l'Initiateur (sauf stipulation contractuelle contraire). Cependant, en vertu des articles 1705 et suivants du CGI, toutes les parties à l'acte seront solidairement tenues du paiement des droits vis-à-vis de l'administration fiscale.

2.7.5 Taxes sur les transactions financières

En application de l'article 235 ter ZD du CGI, une taxe s'applique – à l'exclusion, le cas échéant, des droits d'enregistrement visés à l'article 726 du CGI – à toute acquisition à titre onéreux d'un titre de capital, au sens de l'article L. 212-1 A du code monétaire et financier, ou d'un titre de capital assimilé, au sens de l'article L. 211-41 du même code, dès lors que ce titre est admis aux négociations sur un marché réglementé français, européen ou étranger, au sens des articles L. 421-4, L. 422-1 ou L. 423-1 dudit code, que son acquisition donne lieu à un transfert de propriété, au sens de l'article L. 211-17 du même code, et que ce titre est émis par une société dont le siège social est situé en France et dont la capitalisation boursière dépasse un milliard d'euros au 1er décembre de l'année précédant celle d'imposition. Un arrêté des ministres chargés de l'économie et du budget récapitule la liste des sociétés concernées.

Dans la mesure où la Société avait, au 1^{er} décembre 2013, une capitalisation boursière ne dépassant pas un milliard d'euros et ne figure ainsi pas sur la liste susmentionnée, cette taxe ne sera pas applicable aux transferts de propriété de ses titres qui pourraient intervenir dans le cadre de l'Offre.

3. ÉLÉMENTS D'APPRÉCIATION DU PRIX DE L'OFFRE

Le prix offert par l'Initiateur dans le cadre du présent projet d'Offre est égal à 0,05 euro par action Rocamat (le « **Prix de l'Offre** »).

Les éléments d'appréciation du Prix de l'Offre ont été établis sur la base de méthodes et références usuelles et appropriées à la situation spécifique de la Société. Les principaux éléments de cette analyse, établie par Oddo Corporate Finance, sont reproduits ci-après.

3.1 METHODOLOGIE

3.1.1 Méthodes et références d'évaluation écartées

Les méthodes et références suivantes ont été écartées dans le cadre de l'évaluation des actions Rocamat.

(a) Actif net comptable

L'actif net réévalué (ANR) consiste à corriger l'actif net comptable (ANC) des plus ou moins-values latentes identifiées à l'actif, au passif ou hors-bilan. Cette méthode, souvent utilisée pour évaluer les sociétés de certains secteurs (holdings, foncières, etc.), est particulièrement adaptée aux entreprises dont les principaux actifs ont une valeur sur un marché indépendamment de leur inclusion dans un processus d'exploitation, ce qui n'est pas le cas de Rocamat.

A titre informatif, l'actif net comptable de Rocamat au 30 juin 2014 s'élève à -4,9 millions d'euros, soit -46,73 centimes d'euro par action². En tenant compte de l'augmentation de capital réservée intervenue le 31 octobre 2014, l'actif net comptable de Rocamat s'élève à 8,9 millions d'euros, soit 1,64 centime d'euro par action³. Il est précisé par ailleurs que le résultat net du second semestre 2014 devrait être négatif et l'actif net comptable au 31 décembre 2014 devrait par conséquent être dégradé par rapport à la situation au 30 juin 2014 post augmentation de capital.

(b) Actualisation des dividendes

La méthode qui consiste à actualiser les dividendes futurs n'a pas été retenue, en l'absence de visibilité sur la politique future de versement de dividendes. A titre informatif, en raison notamment de pertes significatives, la Société n'a versé aucun dividende au cours des trois derniers exercices.

En tout état de cause, cette méthode ne permettrait d'appréhender qu'une partie de la valeur de la Société à la différence de la méthode des DCF, qui a été retenue.

(c) Multiples des transactions récentes sur des sociétés comparables à Rocamat

Cette méthode consiste à évaluer la Société par analogie, à partir de multiples de valorisation ressortant d'une part des prix de transactions récentes sur des sociétés appartenant au secteur d'activité de Rocamat, et d'autre part de leurs agrégats comptables publiés au dernier exercice clos précédant les transactions.

Il convient de noter que les conditions financières des transactions récentes et pertinentes relevées sur le secteur d'activité de Rocamat reflètent d'assez fortes disparités de valorisation.

² Sur la base d'un capital social constitué de 10.503.953 actions au 30 juin 2014 et au 31 décembre 2013

³ Sur la base d'un capital social constitué de 541.273.200 actions post augmentation de capital intervenue le 31 octobre 2014 et hors éléments financiers autres impactant les capitaux propres de la Société (résultat net notamment)

De plus, les agrégats financiers de Rocamat au titre des exercices 2013 ou 2014 ne reflètent pas la rentabilité normative de la Société, les multiples d'EBITDA et d'EBIT ne peuvent donc être appliqués (plus spécifiquement, le résultat opérationnel (EBIT) de la Société étant négatif au titre de 2013, le multiple médian ressortant de l'échantillon sélectionné ne peut être appliqué à l'EBIT de Rocamat). En tout état de cause, le multiple de chiffre d'affaires ne peut être retenu compte tenu des différences de rentabilité entre Rocamat et les sociétés comparables ayant fait l'objet de transactions récentes.

Pour les raisons ci-dessus, la méthode des transactions comparables ne peut être appliquée.

A titre informatif, le tableau ci-dessous référence les transactions identifiées :

Date	Acquéreur	Cible	Pays	Part.	Valeur de la participation (€m)	Dette nette	VE induite (€m)	VE/CA (n-1)	VE/EBITDA (n-1)	VE/EBITA (n-1)
En cours	HeidelbergCement	Cimescaut S.A.	Belgique	66%	50	(24)	52	1.7x	17.0x	nm
En cours	Holcim Ltd	Lafarge S.A.	France	100%	18,855	9,951	28,806	1.9x	9.3x	13.9x
En cours	Lafarge S.A.	Lafarge Tarmac Holdings	R.U	50%	1,116	-	2,231	--	--	--
03-Sep-14	Glaspin Consultants	Libet S.A.	Pologne	30%	12	23	62	1.2x	6.6x	16.4x
03-Jul-14	Italcementi	Ciments Français	France	13%	379	1,879	4,702	1.3x	7.4x	16.3x
13-May-14	BPI, LBO France, Institut Lorrain de Participation	Vaglio SAS	France	73%	nd	nd	--	--	--	--
01-May-14	Breedon Aggregates	Carrières de Marshalls Plc	R.U	100%	20	-	20	1.7x	7.2x	15.1x
25-Jun-12	Camargo Correa	Cimpor Cimentos de Portugal	Portugal	73%	2,694	1,623	5,319	2.3x	8.6x	14.3x
17-May-12	Cemex SA	Cemex (ROI)	Irlande	39%	11	16	44	1.0x	nm	nm
Médiane								1.7x	8.0x	15.1x
Moyenne								1.6x	9.4x	15.2x

Sources : Mergermarket, Presse, Bloomberg
Fig.1 Tableau de transactions comparables

A titre indicatif, l'application du multiple médian VE / EBITDA à l'EBITDA 2014 normatif de Rocamat ferait ressortir une valeur des titres Rocamat de 1,2 million d'euros, soit 0,2 centime d'euro par action Rocamat.

(d) Méthode des comparables boursiers

Cette méthode consiste à évaluer la Société par analogie, à partir de multiples de valorisation ressortant d'une part des cours de bourse de sociétés cotées appartenant au secteur d'activité de Rocamat, et d'autre part de leurs agrégats comptables estimés par un consensus d'analystes.

L'étude des comparables boursiers n'a pas permis de déterminer un échantillon pertinent de sociétés comparables permettant d'appliquer la méthode à Rocamat.

En effet, les sociétés identifiées (Lafarge, Holcim, Italcementi, Heidelbergcement, Cemex, Vicat) affichent une taille et une liquidité significativement supérieures à celle de Rocamat (la plus petite capitalisation boursière de l'échantillon s'élève à 1,7 milliard d'euros⁴ vs. environ 1 million d'euros pour Rocamat⁵). S'agissant de grands groupes diversifiés, intégrés sur la majeure partie de la chaîne de valeur de l'industrie des matériaux de construction, ils affichent une multiplicité de produits / métiers et zones géographiques bien supérieure à Rocamat.

En tout état de cause, les difficultés financières et le profil de rentabilité de la Société ne permettent pas de retenir cette méthode, les agrégats financiers prospectifs de la Société ne permettant pas d'extérioriser une rentabilité normative sur la période d'application des multiples (l'EBIT de la Société étant notamment négatif sur les 3 prochaines années sur la base du plan d'affaires décrit en section 3.2 ci-après).

(e) Analyse du cours de bourse

Les actions de la Société sont admises aux négociations sur le compartiment C du marché Euronext Paris.

⁴ Au 24 octobre 2014

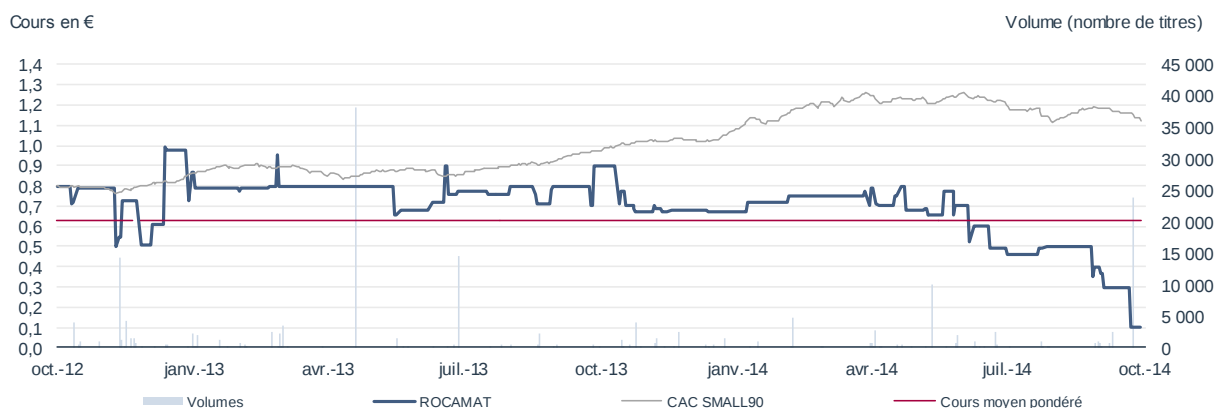
⁵ Avant l'augmentation de capital réservée intervenue le 31 octobre 2014

Il convient de noter que les actions Rocamat sont cotées au fixing (deux cotations journalières, une à l'ouverture et une à la clôture des marchés).

Le titre Rocamat bénéficie en conséquence d'une liquidité très réduite. En effet, seul 4,2% du flottant a été échangé sur les 250 derniers jours de bourse⁶ précédant le 7 octobre 2014, dernier jour précédant la suspension de la cotation dans l'attente de la publication du communiqué annonçant le projet d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire intervenue le 24 octobre 2014. De plus, il convient de noter que sur cette même période, le titre Rocamat n'a coté que 52 fois (nombre de jours pendant lesquels des négociations sont intervenues sur le titre). Compte tenu de cette liquidité quasi-inexistante, l'analyse du cours de bourse n'a pas été retenue comme critère de valorisation.

A titre purement informatif, l'analyse du cours de bourse, arrêtée en date du 7 octobre 2014, est présentée ci-dessous.

Historique de cours depuis octobre 2012



Source : Bloomberg

Au cours des 250 jours de bourse⁷ précédant le 7 octobre 2014, les volumes moyens quotidiens d'actions échangées sur le marché se sont élevés à 294 titres, soit une rotation du flottant de Rocamat de l'ordre de 4,2%, très significativement inférieure à la rotation du flottant des principaux indices boursiers.

Au dernier jour de négociation précédant le 7 octobre 2014, le cours de Rocamat s'établissait à 0,1 euro par action. Il convient de noter que depuis la reprise de cotation suite à l'annonce au marché de la réalisation d'une augmentation de capital réservée au prix de 0,026 euro par action et de l'intention de l'Initiateur de déposer un projet d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire au prix de 0,05 euro par action, le cours de bourse de la Société a baissé et un total de 21.169 titres a été échangé, soit environ 1% du flottant.

Au jour de négociation précédant le dépôt du projet d'Offre, le cours de bourse de la Société Rocamat s'établissait à 0,06 euro par action.

(f) Objectifs de cours des analystes de recherche

Rocamat n'est suivie par aucun analyste de recherche.

⁶ Nous entendons par jour de bourse un jour où le titre peut être négocié, qu'il le soit ou non

3.1.2 Méthodes et références d'évaluation retenues

Les méthodes et références suivantes ont été retenues dans le cadre de l'évaluation des actions Rocamat :

- Actualisation des flux de trésorerie (DCF) ;
- Transactions récentes sur le capital de la Société.

3.2 PRESENTATION DE LA SOCIETE

3.2.1 Description de l'activité de la Société et de son marché

(a) Description de l'activité de la Société

Fondée en 1853 via la création de Civet Fils et Cie, avant de prendre son nom définitif en 1971, Rocamat est une société française, dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment C du marché Euronext Paris (ISIN : FR0000064255), opérant sur le secteur de l'extraction et de la transformation de pierres dimensionnelles qu'elle vend au marché de la construction, en France et à l'international.

Dans sa configuration actuelle, le Groupe est structuré autour d'un périmètre France (sous-groupe Rocamat) et d'un périmètre Etranger (sous-groupe Polycor) :

- **Le sous-groupe Rocamat est constitué de Rocamat SA** (société mère) et de ses filiales, à savoir, Rocamat Pierre Naturelle SNC, Lardet SA, Sci La Pierre Foncière, Société Civile Rocamat Foncier, Lithos Pierre Naturelle SARL et Granit Industrie SNC, toutes filiales directes ou indirectes à 100% de Rocamat SA. Il convient de noter que le fonds de commerce de la société Lithos Pierre Naturelle SARL a été cédé en 2013. Rocamat SA détient également une participation de 50% dans Société des Carrières des Haies SARL (société mise en équivalence et détenue à 50% par Hansez France).
- **Le sous-groupe Polycor est constitué de POLYCOR INC.** (société canadienne) et de ses filiales, dont les activités sont l'extraction et la transformation de granit et de marbre au Canada et aux Etats-Unis. Rocamat SA détenait, à fin juin 2014, 59,43% du capital de cette société, 35% ayant été cédé à Batirco (holding principalement détenue par des managers de Polycor) en 2013. Batirco détient une option d'achat sur le solde du capital de Polycor INC., pouvant être exercée entre le 31 décembre 2014 et le 31 décembre 2015. La Société a bon espoir de voir cette option exercée avant le 31 mars 2015.

Le Groupe est un acteur majeur de l'extraction, de la transformation et de la distribution de matériaux pour la construction (pierres calcaires, marbre et granit). Il distribue ses produits, transformés dans ses usines, en France et à l'international auprès des acteurs de la construction.

Le Groupe couvre ainsi toute la chaîne de valeur de la filière pierre, de l'extraction à la distribution, ce qui lui a permis de participer à de nombreux projets architecturaux comme de grands chantiers à Paris (Musée d'Orsay, Grand Louvre, Bercy, Tour Eiffel) ou des bâtiments prestigieux aux Etats-Unis ou en Asie.

Les produits distribués par le Groupe peuvent être regroupés en deux catégories :

- **Produits bruts et semi-finis** sous forme de blocs et tranches de pierre. Le Groupe distribue notamment des blocs sur le marché chinois ;
- **Produits finis** sous forme de pierres de construction, de revêtements de façade, de sol, de voirie et funéraire. Le Groupe propose notamment les produits transformés dans ces usines mais distribue également des produits achetés à des tiers (activité de négoce). En plus de la fourniture simple de produits finis, Rocamat propose des solutions « pose incluse » (c'est-à-dire fourniture et pose du produit), pour lesquelles le Groupe a recours à des prestataires externes, et ce en particulier pour des projets hors de Paris.

Répartition du chiffre d'affaires par produits (2013)

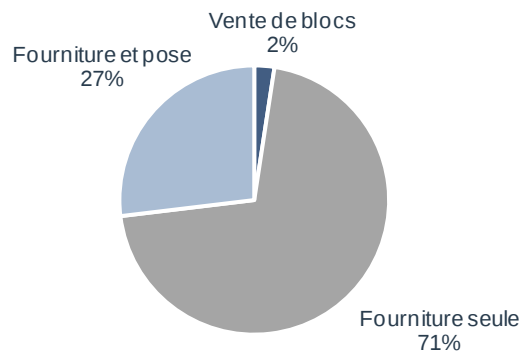


Fig.3 Répartition du chiffre d'affaires Rocamat 2013 (hors Polycor, Lithos et Granit Industrie)
Source : Société

L'activité du Groupe pouvait être scindée en deux pôles :

– **Rocamat France :**

- Extraction et transformation de pierres calcaires :
 - 30 carrières de pierres calcaires situées en France ;
 - 5 usines de transformation et 1 marbrerie en France ;
- Négoce de produits finis en pierre naturelle, via la filiale Lithos, qui a été cédée au deuxième semestre 2013 ;
- Transformation de granit, importé principalement de Chine, pour le secteur funéraire, via la filiale Granit Industrie. Cette activité est jugée non stratégique par le management et sa contribution est non significative (chiffre d'affaires de l'ordre de 2 millions d'euros en 2013 et EBIT proche de 0 euro)

– **Polycor :** extraction et transformation de granit et de marbre, principalement en Amérique du Nord. La société Polycor a été acquise par Rocamat en 2007 afin de diversifier sa présence géographique, jusqu'alors limitée à la France :

- 20 carrières de granit et de marbre au Canada et aux Etats-Unis ;
- 4 usines au Canada et 2 aux Etats-Unis.

Il convient de noter que la filiale Polycor fait l'objet d'un processus de cession. Ce processus a d'ores et déjà été amorcé avec la cession en 2013 de 35% de la participation du Groupe dans Polycor à Batirco. Batirco dispose par ailleurs d'une option d'achat exerçable entre le 31 décembre 2014 et le 31 décembre 2015 pour l'acquisition de la participation résiduelle de Rocamat dans Polycor.

Ainsi, dans les comptes consolidés au 30 juin 2014 du Groupe, l'activité Polycor reste consolidée en intégration globale mais est présentée au bilan en actifs et passifs destinés à la vente, et au compte de résultat en « activités abandonnées ».

De plus, il convient de noter que suite aux discussions entamées fin 2012, Rocamat a signé en mai 2014 un protocole d'accord avec ses banques. Ce protocole prévoit notamment un rééchelonnement des remboursements bancaires à compter du 31 mars 2015 avec une accélération en cas d'exercice de l'option d'achat détenue par Batirco. Pour s'assurer du respect de ce nouveau protocole et éviter ainsi les effets défavorables de ces négociations, Rocamat s'inscrit résolument dans le scénario d'une cession totale de Polycor qui permettrait le remboursement intégral des dettes de l'entreprise avant la prochaine échéance du 31 mars 2015.

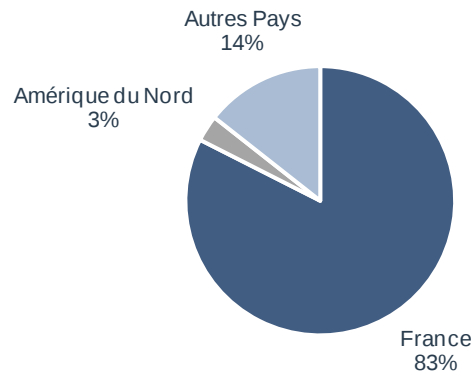
Compte tenu de l'objectif de cession totale de la filiale Polycor, le présent document fera référence au

périmètre stratégique du Groupe, à savoir le périmètre Rocamat SA et ses filiales françaises, à l'exclusion de Granit Industrie, considérée comme activité non stratégique par le management, et dont la contribution aux résultats du Groupe est non significative. Ce périmètre sera ci-après dénommé périmètre « **Rocamat France** ».

Rocamat France regroupe 338 collaborateurs à fin 2013, exclusivement en France. Le siège social est implanté en France, au niveau de l'Ile Saint Denis.

Rocamat France a réalisé un chiffre d'affaires d'environ 35 millions d'euros en 2013, principalement en France, mais également à l'international, en particulier en Chine, où il exporte ses produits sous forme de blocs.

Répartition géographique du chiffre d'affaires (S1 2014)



*Fig.4 Répartition du chiffre d'affaires Rocamat au S1 2014 (hors Polycor, y compris Granit Industrie)
Source : Société*

(b) Description du marché sur lequel opère Rocamat France

Rocamat France est présent sur le marché de l'extraction de pierres, et de manière plus globale, sur celui de l'extraction de matériaux de construction alimentant en matières premières la filière du BTP et des travaux publics.

Ce marché, en France, regroupe l'extraction de pierres, de sables et d'argiles. La production de granulats, à destination principalement des travaux publics, représente à elle seule plus des deux tiers de l'activité des exploitants de carrières tandis que la production de pierres ornementales et de construction (carrières de calcaire, de granit, de marbre et de grès) représente un peu plus de 10% de l'activité du secteur (en valeur) en France. Plus spécifiquement, le chiffre d'affaires des producteurs de pierres calcaires et marbres pour la construction était estimé à 203 millions d'euros en 2012 (source UNICEM).

Il apparaît que l'évolution du marché de l'extraction de matériaux de construction est fortement corrélée à celle du marché de la construction (BTP et travaux publics) et donc de manière plus globale à l'évolution de la conjoncture économique, ses variations étant plus ou moins fortement amplifiées en fonction d'éléments externes et intrinsèques liés aux spécificités propres de ce marché.

Le secteur du BTP a été fortement impacté par la crise économique de 2008, durant laquelle la production des entreprises de construction et de travaux publics s'est fortement contractée, affectant ainsi significativement le secteur de l'extraction et de la transformation de matériaux. Suite au très fort repli des volumes d'extractions en 2009, le marché s'est maintenu avec des niveaux relativement stables entre 2009 et 2013.

Il convient de noter plus spécifiquement que la production de pierre calcaire et marbre a connu une contraction significativement plus importante que les autres segments du secteur de l'extraction. Ainsi, malgré un rebond en 2012, la production de pierre calcaires et marbre reste à un niveau largement plus bas que celui de 2008.

En effet, la pierre calcaire ne bénéficie pas des tendances favorables des autres segments de l'extraction, un grand nombre de produits de substitution existants pour les produits finis du secteur de la construction (contrairement par exemple aux granulats, indispensable pour la production de remblais). De plus, les tendances architecturales récentes ne sont pas toujours à la faveur de la pierre ornementale, à l'image des grands projets architecturaux récents, qui peuvent avoir recours à des matériaux plus contemporains (ferroserie, bois, etc.).

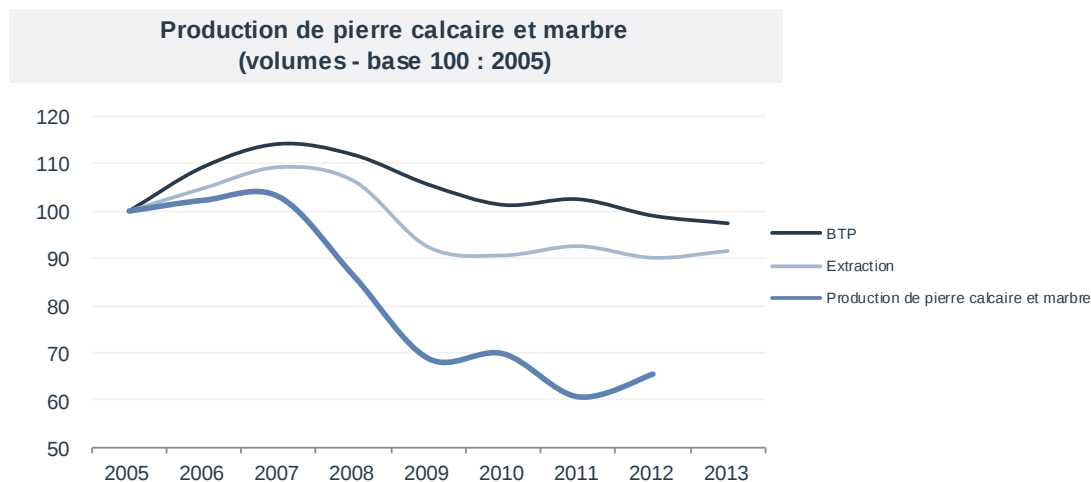


Fig.5 Evolution de la production de pierre calcaire et marbre (en volumes – tranches sciées en m²) – base 100 : 2005
Source : Xerfi, UNICEM

Contrairement au marché global de l'extraction de matériaux de construction qui a connu une croissance en valeur de +9,3% depuis 2009 (avec une hausse de 3,1% en 2013 après une chute de 1,0% en 2012) grâce à la capacité des opérateurs de carrières à répercuter dans leurs prix le coût croissant des investissements et des dépenses récurrentes nécessaires à l'exploitation des carrières, mais également la hausse des coûts de transport, le marché de l'extraction des pierres de construction, sur lequel est positionné Rocamat France, a baissé significativement en valeur depuis 2009 en raison du manque de structuration du marché qui conduit les multiples acteurs de petite taille à consentir des baisses de prix importantes leur permettant d'écouler leur production.

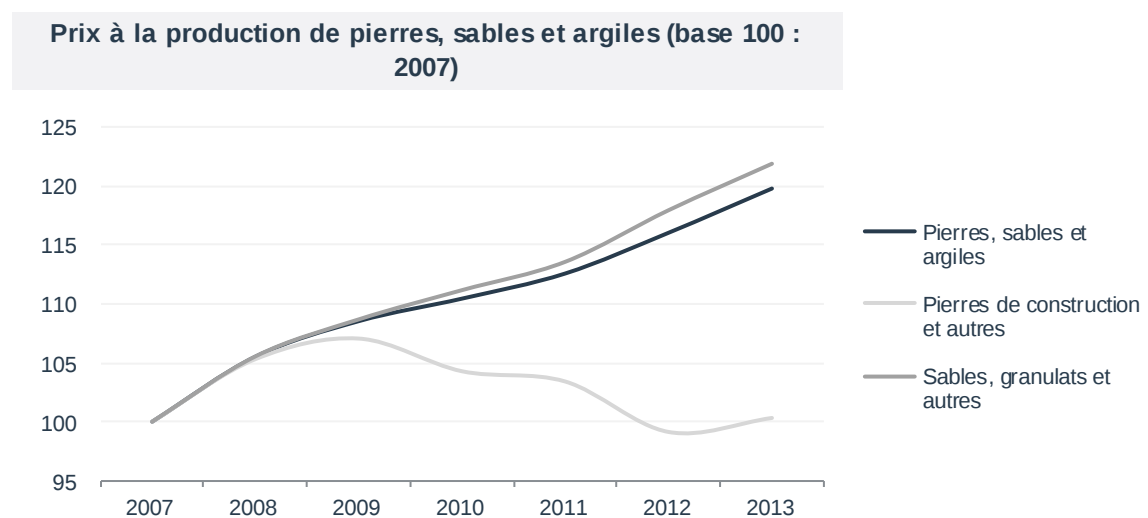


Fig.6 Evolution des prix à la production de pierres, sables et argiles en France – base 100 : 2007
Source : Xerfi

En France, le marché de l'extraction de pierres, sables et argiles est dominé par des groupes diversifiés

et de taille significative, principalement positionnés sur le segment des granulats et autres matériaux nécessaires à la fabrication du ciment. Ainsi, en France, les leaders incontestés du secteur de l'extraction sont :

- **Lafarge** : leader mondial des matériaux de construction (n°1 mondial du ciment, n°2 mondial des granulats et n°4 mondial du béton). Afin d'extraire des minéraux nécessaires à la fabrication de ciment et de granulats, la Société exploite plus de 90 carrières et 13 sablières en France (plus de 1 600 sites dans le monde), et a commercialisé 33 millions de tonnes de granulats en 2013 ;
- **Vinci** : leader mondial de la construction et des concessions. Via sa filiale Eurovia, un des leaders européens du marché des granulats et premier producteur français de granulats exploitant plus de 400 carrières, le groupe a commercialisé 70 millions de tonnes de granulats en 2013, soit près de 20% de la production française.

Comme mentionné ci-avant, le secteur de l'extraction de pierres ornementales est quant à lui beaucoup moins structuré avec une multitude de carriers indépendants, majoritairement spécialisés dans l'exploitation de pierres à spécificités locales. Le marché de la pierre ornementale, serait en effet composé en 2012 de plus de 500 établissements selon Xerfi, dont près de 90% de moins de 10 salariés.

Ces acteurs indépendants semblent également moins bien armés pour répondre aux contraintes fortes du marché dans son ensemble : lourds investissements liés à l'ouverture d'une carrière et dépenses récurrentes tout au long du cycle d'exploitation, contraintes réglementaires croissantes (moins d'autorisations d'ouvertures de nouvelles carrières, estimées à 10 chaque année selon l'Union nationale des producteurs de granulats) ainsi que des coûts de transport élevés militant pour un maillage territorial fin et pour l'exploitation d'un portefeuille de carrières dispersées géographiquement. Ainsi, l'étude Xerfi « *L'extraction de pierres, de sables et d'argiles* », Juin 2014, indique que de nombreux exploitants de petite taille ont disparu sur les dernières années, avec une baisse de 9,2% des établissements sur le segment de l'extraction de pierres ornementales et de construction entre 2008 et 2012. Malgré les difficultés rencontrées par la Société, Rocamat France demeure le leader du secteur.

3.2.2 Analyse financière historique

Compte de résultat historique simplifié de Rocamat France :

En M€ / au 31/12	2010	2011	2012	2013	S1 2013	S1 2014
Chiffre d'affaires	39.2	40.3	38.5	35.0	17.9	14.4
Croissance (%)	(9.8%)	+2.9%	(4.5%)	(9.1%)	ns	(19.5%)
EBITDA (1)	(0.4)	0.9	2.1	0.7	(0.5)	(1.0)
Marge (%)	ns	2.3%	5.4%	2.1%	ns	ns
EBITDA retraité de l'affacturage	(0.3)	1.0	2.1	0.8	nd	(0.9)
Marge (%)	ns	2.5%	5.5%	2.3%	ns	ns
EBIT (2)	(3.0)	(1.4)	(0.1)	(1.2)	(1.5)	(1.7)
Marge (%)	ns	ns	ns	ns	ns	ns
EBIT retraité de l'affacturage	(2.9)	(1.4)	(0.1)	(1.2)	nd	(1.7)
Marge (%)	ns	ns	ns	ns	ns	ns

(1) EBITDA : "Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization", soit l'EBIT retraité des dotations aux amortissements et provisions et des frais de découverte amortis.

(2) EBIT : "Earnings before interest and taxes", soit le résultat opérationnel avant autres produits et charges opérationnels.

Fig.7 Compte de résultat historique simplifié du périmètre « Core Business » (carrières, usines et distribution, hors Lithos, Granit et Polycor)

Source : Société

Après un rebond d'activité en 2011, Rocamat France observe depuis une baisse de son chiffre d'affaires, impacté notamment par le contexte macro-économique dégradé (qui s'est notamment traduit par une baisse du nombre de permis de construire déposés en France sur la période), ayant mené à une forte baisse de commandes de la part des grands donneurs d'ordres du Groupe (à savoir les grandes entreprises du BTP, les collectivités territoriales, les monuments historiques, les architectes ainsi que les acteurs de la filière pierre).

Plus particulièrement en 2013, la baisse du chiffre d'affaires de 9,1% s'explique par (i) le contexte économique morose en France, reflété par la baisse de l'activité du secteur de la construction et du nombre de projets architecturaux, ayant induit le recul des ventes de la Société en France, et (ii) la baisse des ventes à l'export de Rocamat France, du fait de la mauvaise conjoncture locale ayant impacté négativement la vente de blocs en Chine, du report d'un projet important au Royaume-Uni et de la perte de marchés en Amérique du Nord suite à l'annonce du processus de cession de Polycor, réduisant l'implantation locale du Groupe et donc sa légitimité pour conserver et remporter de nouveaux projets dans cette région. Cette dégradation du contexte de marché dans lequel évolue Rocamat s'est en particulier traduite par une baisse très significative du carnet de commandes de la Société en fin d'année 2013.

Le profil de rentabilité du Groupe s'est sensiblement amélioré entre 2010 et 2012, pour atteindre un niveau proche de l'équilibre en termes d'EBIT (-0,1 million d'euros en 2012). Cette amélioration de la rentabilité a notamment été permise par la mise en place de mesures de réduction des coûts et des efforts d'amélioration de la performance opérationnelle par le management, qui se sont traduits par une hausse de la marge brute de 10 points entre 2009 et 2012, et de la marge d'EBIT de près de 14 points sur la même période. Ce redressement a notamment été permis par la réduction des coûts fixes (frais de vente et de direction en particulier).

La rentabilité du Groupe s'est dégradée à nouveau en 2013 pour redevenir significativement négative (EBIT de -1,2 million d'euros), principalement sous l'effet (i) de la baisse de l'activité ne permettant pas l'absorption des coûts fixes, malgré une amélioration du taux global de marge brute de 1 point et la poursuite des efforts de réduction des coûts (frais de direction et masse salariale notamment), et (ii) une évolution du mix produits sur des produits moins margés (diminution des blocs à destination du marché chinois à forte marge et augmentation des produits de voirie et de fourniture et pose à plus faible taux de marge).

A périmètre comparable, le chiffre d'affaires de Rocamat France au premier semestre 2014 est en baisse de 19,5% par rapport au premier semestre 2013. Il convient toutefois de noter que le carnet de commandes a connu une baisse moins marquée au premier semestre 2014 que celle observée en 2013.

Cette baisse significative du chiffre d'affaires au premier semestre 2014 s'est traduit par une dégradation contenue de l'EBIT de 0,2 million d'euros, sous l'effet combiné des mesures d'améliorations opérationnelles et des mesures de chômage partiel prises dès janvier 2014, en lien avec l'évolution du carnet de commandes.

Le Groupe anticipe une évolution plus favorable sur le deuxième semestre, avec potentiellement une augmentation du carnet de commandes supérieure à l'an passé, mais qui ne se traduira cependant pas avant 2015 en termes de facturation.

Bilan historique simplifié du Groupe Rocamat :

Le tableau ci-dessous présente le bilan simplifié consolidé du Groupe Rocamat (hors Polycor comptabilisé en titres de participation) mais incluant Granit Industrie et Lithos (jusqu'en 2012, Lithos ayant été cédé au second semestre 2013).

En M€ / au 31/12	2010	2011	2012	2013	S1 2014
Immobilisations	43,8	43,1	42,1	31,8	19,6
Besoin en fonds de roulement	1,6	2,9	4,1	3,6	3,5
Capitaux propres	22,6	19,7	17,7	9,6	(4,9)
Provisions	4,7	4,7	5,3	4,9	4,7
Dette nette	16,1	19,7	21,4	19,4	21,8
Impôts différés (nets)	1,9	1,9	1,7	1,6	1,5
Actif économique	45,3	46,0	46,1	35,4	23,1

Fig.8 Bilan historique simplifié
Source : Société

Les immobilisations du Groupe Rocamat sont constituées au 31 décembre 2013 :

- D'actifs incorporels pour un montant de 74 milliers d'euros, incluant notamment des frais de développement, des logiciels et des droits miniers ;
- D'actifs corporels pour un montant de 11,9 millions d'euros correspondant principalement aux terrains, constructions et installations techniques, agencements, matériels et outillages ;
- D'actifs financiers pour un montant de 19,8 millions d'euros constitués essentiellement des titres Polycor à hauteur de 17,2 millions d'euros et de prêts & cautionnements pour un montant de 1,8 million d'euros.

Il convient de noter que les immobilisations ont fortement baissé entre le 31 décembre 2013 et le 30 juin 2014 en raison de la dépréciation des titres Polycor sur la base de la valeur potentielle de cession de ces titres extériorisée par l'option d'achat détenue par Batirco.

Le Groupe Rocamat affiche une structure bilancielle qui s'est fortement dégradée depuis 2010, du fait du profil de rentabilité négatif qui a significativement impacté les capitaux propres au cours des exercices 2010 – 2013. Cette dégradation des capitaux propres a été accentuée en 2013 et au premier semestre 2014 par la moins-value réalisée sur la cession des 35% de Polycor détenus par Rocamat en 2013 et par la dépréciation des titres Polycor.

La position de dette nette à fin décembre 2013 s'élevait à 19,4 millions d'euros, comprenant notamment un montant de 13,9 millions d'euros de comptes courants d'actionnaires et de 5,2 millions d'euros de trésorerie, contre 21,8 millions d'euros au 30 juin 2014. Du fait de la cyclicité de l'activité, le niveau d'endettement est structurellement plus bas en fin d'année du fait des encaissements élevés sur le mois de décembre.

Par soucis de comparaison des données historiques avec le plan d'affaires décrit ci-après en section 3.3.2, le tableau ci-dessous présente l'actif économique de Rocamat France tel que défini à la section 3.2.1.a du présent document, en ce compris Rocamat SA et ses filiales françaises hors Granit Industrie et Lithos.

En M€ / au 31/12	2010	2011	2012	2013	S1 2014
Immobilisations	15.4	14.3	12.9	11.9	11.5
Besoin en fonds de roulement (retraité affacturage)	3.9	5.6	7.2	5.7	5.6
Actif économique	19.3	19.8	20.1	17.6	17.2

Fig.9 Actif économique de Rocamat France
Source : Société

Le besoin en fonds de roulement (BFR) est structurellement positif en raison de stocks importants (8,1 millions d'euros à fin juin 2014).

Il convient de noter que le Groupe fait appel à plusieurs contrats d'affacturage, mécanisme selon lequel un factor se substitue aux clients pour régler Rocamat de manière anticipée, le client réglant ensuite l'établissement d'affacturage à échéance. Une partie des contrats d'affacturage contractés par Rocamat sont considérés comme non déconsolidant (avec recours), les créances cédées figurant dans ce cas au bilan de Rocamat en contrepartie de la dette correspondante envers le factor qui figure en dettes financières. L'autre partie est considérée comme déconsolidant (sans recours), les créances cédées n'apparaissent pas au bilan de Rocamat dans ce cas. Le BFR figurant dans le tableau ci-dessus est présenté après réintégration des créances cédées au factor dans le cadre de l'affacturage déconsolidant.

Le BFR retraité au 31 décembre 2013 s'élevait ainsi à 60 jours de chiffre d'affaires.

3.3 APPLICATION DES METHODES RETENUES

3.3.1 Sources générales

Les présents travaux d'évaluation sont notamment fondés sur :

- Le document de référence 2013 et son actualisation publiés le 29 octobre 2014 ;
- La note d'opération de l'augmentation de capital réservée visée par l'AMF le 28 octobre 2014 ;
- Les rapports annuels et semestriels de Groupe Rocamat des exercices 2010 à 2014 ;
- Les comptes sociaux de Lithos Pierre Naturelle SARL et de Granit Industrie SNC pour les exercices 2009 à 2013 ;
- Le bilan historique consolidé de Rocamat SA avant consolidation de Polycor sur la période 2009-2013 ;
- Les communiqués financiers publiés par la Société depuis 2010 ;
- Le budget 2014 révisé établi par le management de la Société ;
- Le budget « normatif » 2014 retraité des éléments exceptionnels et non récurrents établi par le management de la Société ;
- L'étude de marché Xerfi « L'extraction de pierres sables & argiles » datée de juin 2014 ;
- Les Statistiques du marché des matériaux de construction publiées par l'Union Nationale des Industries de Carrières et Matériaux de Construction (UNICEM) et le Syndicat Français de l'Industrie Cimentière (SFIC) ;
- L'exploitation des bases de données usuelles : Mergermarket, site Internet de l'AMF, Bloomberg, Datastream, Thomson ;
- Plusieurs sessions de questions / réponses avec le management de Rocamat.

3.3.2 Hypothèses

(a) Nombre d'actions

Le nombre d'actions Rocamat retenu dans le cadre des travaux d'évaluation est de 541.273.200, correspondant au nombre d'actions en circulation à la date du présent document. Il convient de noter que la Société ne détient aucune action auto-détenue.

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

(b) Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres

L'endettement net consolidé⁷ de Rocamat au 30 juin 2014 s'élève à 21,8 millions d'euros et comprend :

- +14,2 millions d'euros de comptes courants d'actionnaires ;
- + 4,4 millions d'euros d'emprunts bancaires ;
- + 3,3 millions d'euros de découverts bancaires ;
- + 1,1 million d'euros d'affacturage non déconsolidant ;
- + 0,1 million d'euros de dette de location financement ;
- - 1,3 million d'euros de trésorerie disponible.

Dans le cadre des travaux d'évaluation, cet endettement net est :

- Diminué du montant des dépôts auprès de l'établissement d'affacturage pour 0,8 million d'euros ;
- Diminué du montant des déficits fiscaux reportables actualisés, soit 3,0⁸ millions d'euros ;
- Diminué de la valeur des titres de participation et autres actifs financiers comptabilisés ou réintégrés en immobilisations financières, soit 8,9 millions d'euros, comprenant (i) la valeur de la participation de 59,4% dans Polycor, valorisée sur la base des conditions de l'option d'achat détenue par Batirco, soit 6,3 millions d'euros, et du prêt accordé par Rocamat à Polycor de 0,7 million d'euros, (ii) la valeur comptable de l'actif économique de Granit Industrie, cette activité n'étant pas stratégique et n'étant pas valorisée dans le plan d'affaires, soit 0,8 million d'euros, et (iii) le montant des prêts et cautionnements à hauteur de 1,2 million d'euros (hors dépôts auprès de l'établissement d'affacturage) ;
- Diminué du montant de l'augmentation de capital réservée par compensation de créance intervenue le 31 octobre 2014 d'un montant de 13,8 millions d'euros ;
- Augmenté du montant de l'affacturage déconsolidant, soit 2,9 millions d'euros ;
- Augmenté du montant des provisions à caractère de dette net de l'imposition différée y afférente soit 2,6 millions d'euros, comprenant les engagements pour retraites, soit 1,3 million d'euros, les provisions pour travaux de remise en état, soit 0,9 million d'euros, les provisions pour restructuration, soit 0,3 million d'euros, et des provisions autres à hauteur de 0,1 million d'euros. Compte tenu de leur caractère récurrent et opérationnel, les provisions pour actions en justice (risques chantier relatifs à des litiges clients), soit 0,7 million d'euros, n'ont pas été intégrées à l'endettement net ajusté mais ont été décaissées annuellement sur la durée du plan d'affaires.

⁷ Endettement net consolidé = endettement financier consolidé - trésorerie disponible consolidée

⁸ Sur la base d'un montant de reports fiscaux déficitaires de 26,6 millions d'euros au 31 décembre 2013 sur les filiales françaises (hors Granit Industrie)

Ainsi, l'endettement net ajusté de Rocamat retenu s'élève à 0,8 million d'euros.

(c) Présentation du plan d'affaires

Le management de la Société a établi un budget 2014 révisé à la suite de la publication de ses résultats semestriels 2014. Il convient de noter que compte tenu d'éléments exceptionnels non récurrents (chômage partiel, impact de la baisse du carnet de commande de fin 2013, etc.), ce dernier a également établi un budget 2014 dit « normatif » permettant de construire des hypothèses opérationnelles pour les années futures.

Toutefois, le management n'a pas construit de plan d'affaires exploitable sur la période 2015e-2018e. En effet, il s'est prêté, en début d'année 2014, à un exercice purement théorique consistant à déterminer le chiffre d'affaires nécessaire que la Société devait réaliser pour retrouver une rentabilité opérationnelle dès l'exercice 2015e et une marge opérationnelle de plus de 7,0% à l'horizon 2018e. Compte tenu (i) des performances historiques de la Société, (ii) des résultats semestriels 2014 et de l'évolution des affaires, et (iii) du contexte de marché, ces hypothèses (croissance moyenne annuelle sur la période 2015e-2018e de plus de 10%) apparaissent intenables et peu réalistes.

Dans ce contexte, et afin de permettre la valorisation de la Société par la méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponibles (DCF), Oddo Corporate Finance a construit un plan d'affaires 2015e-2018e simplifié sur la base d'hypothèses opérationnelles validées par le management de la Société et cohérentes avec le budget 2014 « normatif » établi par ce dernier. Ces hypothèses opérationnelles sont les suivantes :

- Taux de croissance annuel moyen de 2,7% entre 2015e et 2018e témoignant d'une reprise de l'activité après plusieurs années consécutives de baisse du chiffre d'affaires (notamment une baisse attendue du chiffre d'affaires de l'ordre de 15% en 2014b) ;
 - En raison de la forte corrélation entre le marché de l'extraction des matériaux de construction et la conjoncture économique, Oddo Corporate Finance s'est appuyé sur les prévisions de croissance du PIB de la France (à prix constant) et d'inflation des prix à la consommation établies par le Fonds Monétaire International (FMI) afin de déterminer les taux de croissance annuels pour les années 2015e-2018e ;
- Maintien de la marge sur coûts variables à 68% du chiffre d'affaires, soit un niveau en ligne avec l'estimation normative pour 2014 établie par le management ;
- Progression des frais fixes de transformation et des coûts commerciaux et administratifs à l'inflation, en ligne avec les prévisions établies par le FMI sur les années 2015e-2018e ;
- Retour à la rentabilité opérationnelle à partir de 2018e avec une marge d'EBIT de 0,6% ;
- Augmentation progressive du besoin en fonds de roulement (BFR après réintégration de l'affacturage déconsolidant) de 72 jours de chiffre d'affaires en 2015e à 78 jours de chiffre d'affaires en 2018e, soit 21,5% du chiffre d'affaires ;
- Légère diminution des investissements de 2,8% du chiffre d'affaires en 2015e (vs. environ 3% en 2014b) à 2,4% en 2018e, soit environ 1,0 million d'euros par an, liés aux investissements de maintenance ;
- Dotations aux amortissements et provisions stable à environ 4,2% du chiffre d'affaires sur la période 2015e-2018e (vs. 5,6% du chiffre d'affaires budgété en 2014).

Par ailleurs, il convient de noter que pour les besoins de l'évaluation des flux financiers issus du plan d'affaires ci-avant décrit, Oddo Corporate Finance a procédé au retraitement des commissions d'affacturage en charges financières, celles-ci étant comptabilisées dans les charges opérationnelles, avec un taux de croissance en ligne avec celle du chiffre d'affaires entre 2014b et 2018e.

Afin de réduire le poids relatif de la valeur terminale déterminée dans le cadre de la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie, Oddo Corporate Finance a établi un horizon de transition jusqu'en 2023e dont les hypothèses figurent ci-après :

- Atterrissage progressif de la croissance du chiffre d'affaires vers la croissance retenue à l'infini (+1,32%⁹) ;
- Progression linéaire de la rentabilité des capitaux investis (ROCE) sur la période 2019e-2023e pour atteindre un niveau cible à l'infini équivalent au coût moyen pondéré du capital (CMPC), à savoir 10,86%. Le ROCE est calculé comme suit :

$$\text{ROCE} = [\text{EBIT} \times (1 - \text{taux d'impôt normatif})] / \text{Actif économique}^{10}$$

- Marge d'EBIT déterminée sur la base du ROCE correspondant sur la période 2019e-2023e à partir de la formule mentionnée ci-dessus (l'actif économique étant une variable connue). Progression de la marge d'EBIT de 0,6% en 2018e à 6,8% en 2023e ;
- Maintien du besoin en fonds de roulement (retraité de l'affacturage) à 78 jours de chiffre d'affaires ;
- Maintien des investissements à 2,4% du chiffre d'affaires et alignement progressif des amortissements sur ce niveau.

(d) Date d'actualisation des flux de trésorerie

L'actualisation des flux de trésorerie est réalisée à la date du 31 octobre 2014.

3.3.3 Actualisation des flux de trésorerie disponibles (DCF)

La méthode DCF consiste à déterminer la valeur d'entreprise de Rocamat par actualisation des flux de trésorerie disponibles futurs qui ressortent du plan d'affaires retenu.

L'actualisation des flux de trésorerie est effectuée au coût moyen pondéré du capital, qui tient compte de la rémunération attendue par les investisseurs :

- Le taux sans risque retenu de 1,85% correspond au taux moyen de l'OAT 10 ans sur 1 an¹¹ (source : Datastream) ;
- Dans la mesure où le coefficient de régression relatif au bêta de Rocamat est nul, ce dernier n'a pas été retenu en tant que tel. Le bêta économique de 0,80¹² retenu correspond à la moyenne des bêtas des actifs économiques d'un échantillon de sociétés comparables à Rocamat (Lafarge, Italcementi, Vicat, Cemex, Holcim, Heidelbergcement) dont le coefficient de corrélation est jugé pertinent (source : Bloomberg) ;
- Un *gearing* cible nul a été retenu, compte tenu :
 - De l'historique d'endettement de la Société qui était principalement constitué de comptes courants d'actionnaires ;
 - Des difficultés et de la durée des négociations avec les banques qui ont eu lieu entre 2012 et 2014 et qui se sont soldées par la signature d'un protocole prévoyant le remboursement anticipé des échéances bancaires en cas de cession totale de Polycor ;
 - De la situation financière délicate de la Société qui laisse présager des difficultés majeures à lever des financements bancaires post cession de Polycor ;

⁹ Correspondant aux prévisions d'inflation moyenne des prix à la consommation en France en 2019e établies par le Fonds Monétaire International (FMI)

¹⁰ L'actif économique est égal à la somme des immobilisations et du BFR

¹¹ Au 3 novembre 2014

¹² Le bêta de l'actif économique ou bêta désendetté, mesure la dispersion des flux de trésorerie futurs d'un actif par rapport à ceux du marché

- La prime de risque de marché retenue, soit 6,47% est déterminée de manière indépendante par Oddo Securities ;
- Une prime de taille de 3,81%¹³ a été appliquée compte tenu des exigences de rendement supérieures attendues par les investisseurs pour les sociétés de petite taille, comme indiqué dans le rapport du cabinet Morningstar.

Le *gearing* cible retenu étant nul, le coût moyen pondéré du capital correspond au coût des fonds propres et ressort ainsi à 10,86%.

Un taux d'impôt normatif de 34,43%, correspondant au taux d'imposition théorique en France, a été appliqué à l'EBIT pour la période 2014b – 2023e.

Après prise en compte d'une valeur terminale déterminée par actualisation à perpétuité d'un flux de trésorerie normatif croissant de 1,32% à long terme et extériorisant une marge d'EBIT (avant retraitement des commissions d'affacturage) de 6,8% (marge d'EBITDA de 10,1%) et un ROCE de 10,9%, la valeur d'entreprise de Rocamat ressort à 7,3 millions d'euros, soit une valeur des capitaux propres de 6,5 millions d'euros ou 1,19 centime d'euro par action. La valeur terminale est supérieure à la valeur d'entreprise de la Société, la somme des flux de trésorerie disponibles dégagés sur la période du plan d'affaires étant négative.

En introduisant une sensibilité de +/- 0,5% sur le taux d'actualisation et de +/- 0,5% sur le taux de croissance à l'infini, la valeur par action Rocamat s'établit dans une fourchette de 1,13 centime d'euro (soit une prime induite de 344,4% par le Prix de l'Offre) à 1,26 centime d'euro (soit une prime induite de 296,1% par le Prix de l'Offre).

		Croissance perpétuelle				
		0,3%	0,8%	1,3%	1,8%	2,3%
WACC	9,9%	1,23ct	1,28ct	1,34ct	1,40ct	1,47ct
	10,4%	1,16ct	1,21ct	1,26ct	1,32ct	1,38ct
	10,9%	1,10ct	1,14ct	1,19ct	1,24ct	1,30ct
	11,4%	1,04ct	1,08ct	1,13ct	1,17ct	1,23ct
	11,9%	0,98ct	1,02ct	1,06ct	1,11ct	1,15ct

Fig.10 Table de sensibilité sur le WACC et le taux de croissance à l'infini

3.3.4 Transactions récentes sur le capital de la Société

Cette méthode consiste à évaluer la Société par référence aux transactions significatives intervenues récemment sur son capital.

Le conseil d'administration de Rocamat qui s'est tenu le 16 octobre 2014 a décidé, sur la base de la délégation de compétence qui lui a été conférée par la 1^{ère} résolution de l'assemblée générale des actionnaires du 7 octobre 2014, de procéder à une augmentation de capital d'un montant total de 13.800.000,42 euros, par émission de 530.769.247 actions nouvelles, à un prix de souscription de 0,026 euro par action nouvelle, soit 5.307.692,47 euros de valeur nominale et 8.492.307,95 euros de prime d'émission avec suppression du droit préférentiel de souscription au profit de :

- ROCAFIN à hauteur de 5.299.998,60 euros, soit 203.846.100 actions représentant un nominal de 2.038.461,00 euros ;

¹³ Source : 2013 Ibbotson SBBI Risk Premia Over Time Report – Prime déterminée par le cabinet Morningstar pour les entreprises dont la capitalisation boursière est inférieure à 514 M\$

- ROCAFIN III, à hauteur de 8.500.001,82 euros, soit 326 923 147 actions représentant un nominal de 3.269.231,47 euros.

Le 31 octobre 2014, les sociétés ROCAFIN et ROCAFIN III ont souscrit à cette augmentation de capital par compensation de créance certaine, liquide et exigible d'un montant respectif de 5.506.448,70 euros et 8.660.442.48 euros au 30 septembre 2014. Cette augmentation de capital a fait l'objet d'une note d'opération qui a reçu le visa n° 14-579 en date du 28 octobre 2014 par l'Autorité des marchés financiers.

A l'issue de cette augmentation de capital, les sociétés ROCAFIN, ROCAFIN II, et ROCAFIN III, agissant de concert, détenaient ensemble 99,68% du capital et 99,67% des droits vote de Rocamat.

Le Prix de l'Offre fait ainsi ressortir une prime induite de 92,3% par rapport au prix de souscription de l'augmentation de capital réservée.

3.4 SYNTHÈSE DES ÉLÉMENTS D'APPRECIATION DU PRIX DE L'OFFRE

Méthodes retenues	Valeur par action Rocamat induite	Prime / (décote) induite par le Prix de l'Offre (%)
Actualisation des flux de trésorerie disponibles (DCF)		
Borne basse	1,13 ct€	344,4%
Valeur centrale	1,19 ct€	319,5%
Borne haute	1,26 ct€	296,1%
Transactions récentes sur le capital		
Prix de souscription de l'augmentation de capital réservée du 31 octobre 2014	2,60 cts€	92,3%

4. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

Le cabinet Accuracy, représenté par Monsieur Bruno Husson, a été nommé en qualité d'expert indépendant le 16 octobre 2014 par le conseil d'administration de la Société, en application de l'article 261-1 I et II du règlement général de l'AMF. Le rapport de l'expert indépendant en date du 7 novembre 2014, établi conformément aux dispositions du titre VI du livre II du règlement général de l'AMF et à l'instruction AMF n° 2006-08 du 25 juillet 2006, est reproduit ci-après :



Figures for decision

Expertise Indépendante

dans le cadre du projet d'offre publique de retrait
suivie d'un retrait obligatoire

Novembre 2014

Transaction Support & Advisory

Forensics, Litigation & Arbitration

Valuation & Fairness Opinion

Corporate Recovery Services

Economics & Business Analysis

Expertise indépendante dans le cadre du projet d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire

Rocamat (« la Société », « le Groupe »), société cotée sur le compartiment C de la bourse *Euronext* à Paris, est un acteur important de la production de pierre calcaire au niveau mondial. Jusqu'au 30 octobre 2014, le capital de *Rocamat* était détenu à 83,45% par trois fonds d'investissement gérés par *LBO France* agissant de concert (*Rocafin*, *Rocafin II* et *Rocafin III*, collectivement désignés ci-après par « l'Actionnaire Contrôlant »), le solde des actions étant détenu par des salariés du Groupe et par le public.

Dans le cadre de la restructuration financière du Groupe, le management de *Rocamat* a engagé en 2013 le processus de cession de sa filiale canadienne *Polyvor* détenue à 91,44%. C'est ainsi qu'en septembre 2013, 35% de cette participation étaient cédés aux dirigeants de la filiale et qu'une option d'achat était consentie jusqu'en décembre 2015 sur les 65% restants. Comme indiqué dans le communiqué publié le 23 juin 2014, les dirigeants de *Rocamat* ont décidé d'accélérer le processus de désengagement de *Polyvor* en visant la cession du solde de 65% d'ici la fin du premier trimestre 2015. De ce fait, en plus de l'importante moins-value de 6,4 m€ générée par la cession du premier bloc de 35%, le Groupe se trouve dans l'obligation de provisionner dans les comptes de 2013 la moins-value de 9,4 m€ qui résultera de la cession du solde de la participation, les conditions de mise en œuvre de la clause de retour à meilleure fortune ayant peu de chance d'être réunies. Après les résultats déficitaires des années passées (EBIT cumulé d'environ -10,5 m€ sur la période 2009-2012 pour la seule activité française du Groupe et résultat opérationnel à nouveau déficitaire de 2013 pour 1 m€ environ), la perte comptable de -17,3 m€ finalement enregistrée en 2013 par *Rocamat S.A* a pour effet de placer la Société en état de sous-capitalisation au sens de l'article L225-248 du Code de Commerce.

Dans ce contexte, la Société a procédé le 30 octobre 2014 à une augmentation de capital réservée (« l'Opération ») au prix de 0,026 € par action (« le Prix d'Emission ») via la compensation de la quasi-totalité des avances en comptes courants que l'Actionnaire Contrôlant a dû consentir ces dernières années afin d'assurer la survie de la Société, soit un montant total de 13,8 m€. Suite à la réalisation de l'Opération, l'Actionnaire Contrôlant a vu sa participation passer de 83,45% à 99,68%.

En application des articles 236-3 et 237-1 et suivants du Règlement Général de l'AMF, l'Actionnaire Contrôlant va déposer une offre publique de retrait (« l'Offre ») portant sur la totalité des titres de la Société non détenus par lui. En outre, comme indiqué dans le communiqué de la Société en date du 24 octobre 2014, l'Actionnaire contrôlant demandera à l'issue de l'Offre la mise en œuvre d'une procédure de Retrait Obligatoire. Le prix d'offre envisagé est de 0,05 € par action (« le Prix d'Offre »).

C'est dans ce contexte que le Conseil d'Administration de la Société a désigné *Accuracy* comme expert indépendant aux fins d'obtenir une attestation sur le caractère équitable du Prix d'Offre dans le cadre de l'offre obligatoire (article 261-1 alinéa I 1° du Règlement Général de l'AMF) et du prix d'indemnisation envisagé dans la perspective du retrait obligatoire (article 261-1 alinéa II).

Le présent rapport d'expertise est donc une « attestation d'équité » requise par la réglementation boursière, dont les principes d'élaboration sont détaillés dans l'instruction d'application n°2006-08 du 25 juillet 2006 et dans une recommandation sur l'expertise financière indépendante en date du 28 septembre 2006, modifiée le 19 octobre 2006 et le 27 juillet 2010. Notre mission d'expertise s'inscrit uniquement dans ce cadre à l'exclusion de tout autre contexte fondé sur d'autres lois ou réglementations étrangères.

Relevons par ailleurs que, dans un souci de bonne gouvernance et compte tenu de l'impact majeur de l'augmentation de capital réservée sur la situation des actionnaires minoritaires, *Accuracy* avait déjà été mandaté par la Société pour délivrer une attestation sur le caractère équitable du « Prix d'émission ». Dans la mesure où, comme indiqué dans le communiqué du 24 octobre 2014, l'Offre s'inscrit dans la suite logique de l'augmentation de capital réservée, le présent rapport d'expertise reprend très largement celui réalisé à l'occasion de cette opération et annexé au Prospectus relatif à l'augmentation de capital, visé par l'AMF sous le numéro 14-579.

Ce rapport est structuré en six parties distinctes. La première fournit une présentation synthétique de la société *Accuracy*, des missions d'expertise effectuées au cours des dix-huit derniers mois, ainsi qu'une attestation d'indépendance et une description des diligences effectuées dans le cadre de la présente mission. La deuxième partie précise le contexte de l'Opération et de l'Offre subséquente ; après une description de la vie boursière du titre *Rocamat* sur la période récente, elle examine la nature de l'Opération et de l'Offre et définit les objectifs de notre mission. La troisième partie présente le portefeuille d'activités de la Société et ses perspectives de développement à travers une analyse financière historique et prévisionnelle. La quatrième partie détaille les travaux d'évaluation réalisés par *Accuracy* pour estimer la valeur des actions, dans le strict respect de l'approche multicritères recommandée par les autorités de marché en pareilles circonstances. La cinquième partie présente notre revue critique du rapport d'évaluation réalisé par *Oddo Corporate Finance*, établissement présentateur de l'Offre, à l'appui de la demande de retrait obligatoire. La sixième et dernière partie présente nos conclusions sur le caractère équitable, pour les actionnaires minoritaires de la Société, du Prix d'Offre envisagé dans le cadre de l'Offre et la mise en œuvre subséquente du retrait obligatoire.

1. Présentation d'Accuracy et des principales diligences effectuées

1.1. Présentation d'Accuracy

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

Forte d'une équipe de plus de 240 consultants (dont une centaine à Paris), Accuracy dispose d'une grande expérience dans l'évaluation d'activités et d'entreprises, ainsi que dans l'évaluation d'instruments financiers complexes (*management package*, options, actions de préférence, etc.).

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

Attestations d'équité réalisées par Accuracy depuis avril 2013

Date	Cible	Initiateur	Type d'opération	Banque présentatrice
déc-13	Lafuma	Calédo	Augmentation de capital réservée	Gilbert Dupont
juil-13	Club méditerranée	Axa PE, Foxor	Offre publique d'achat	Société générale, Natixis, Cédit Agricole
juin-13	G6 Informatique	Infyox Participations	Offre publique d'achat obligatoirement	Natixis
avr-13	Oeneo	Andromède	Offre publique d'achat	Cédit du Nord, Société Générale
avr-13	Plantation des Terres Rouges	Bolloré	Rachat Obligatoire (Bourse de Luxembourg)	Mediocredito

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

1.2. Personnel associé à la réalisation de la mission

La présente mission a été réalisée par Bruno Husson, Associé, avec le concours de Henri Philippe, Associé, qui a assuré le contrôle qualité des travaux réalisés.

Depuis le premier retrait obligatoire en septembre 1994, Bruno Husson est intervenu à plus de quatre-vingts reprises en qualité d'expert indépendant pour attester le caractère équitable des conditions financières envisagées pour une opération impliquant les actionnaires minoritaires d'une société cotée en bourse. Bruno Husson

est diplômé d'HEC et docteur d'Etat en finance ; il est également Professeur Affilié du *Groupe HEC*, au sein duquel il enseigne la finance d'entreprise depuis 1977.

Henri Philippe, dispose d'une expérience professionnelle de plus de 15 ans dans le domaine de l'évaluation financière et a participé à l'ensemble des opérations citées ci-dessus. Henri Philippe est diplômé de l'ESC Bordeaux, titulaire d'un MBA de la *Wake Forest University* et d'un doctorat en finance de l'*Université Paris-Dauphine* ; il est également chargé de cours au *Groupe HEC*, à l'*Ecole Nationale des Ponts & Chaussées* et à l'*Université de Paris-Dauphine*.

Pour la réalisation de la mission, Bruno Husson a été assisté par une équipe comprenant un manager diplômé d'HEC disposant d'une expérience de plus de cinq ans dans le domaine du conseil financier et deux consultants.

1.3. Déclaration d'indépendance

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

1.4. Rémunération

Le montant global des honoraires forfaitaires (et donc non conditionnés par le résultat de l'Offre) perçus par *Accuracy* au titre de la présente mission s'élève à 80 000 € hors taxes, montant qui intègre les honoraires de 55 000 € hors taxes déjà perçus au titre des travaux d'évaluation débutés au printemps dernier dans la perspective du projet d'augmentation de capital destiné à renforcer la structure financière de la Société.

1.5. Diligences effectuées

1.5.1. Programme de travail

Accuracy a mis en œuvre le programme de travail suivant :

- analyse du contexte de l'Opération, notamment de la vie boursière de l'action sur la période récente et de la liquidité du marché du titre, ainsi que du niveau de suivi par les analystes financiers ;
- analyse financière historique de la Société et d'un échantillon de sociétés cotées comparables à partir des documents de référence ou rapports annuels de la période récente ;
- analyse des prévisions de retour à une profitabilité cible communiquées par le management de la Société sur la période 2014-2018 (« Prévisions Financières Cibles ») ;
- entretiens avec le Président directeur général (présentation de la Société, de son historique, de son potentiel de développement propre, des choix stratégiques envisagés, etc.) ;

-
- examen critique des références d'évaluation représentées par l'actif net comptable consolidé et le cours de bourse du titre *Rocamat* sur la période récente ;
 - évaluation des actions de la Société dans le cadre d'une approche multicritères impliquant d'examiner la possibilité de mise en œuvre de la méthode des flux disponibles actualisés (ou méthode DCF pour *Discounted Cash Flows*) et des deux méthodes alternatives relevant d'une démarche analogique (méthode des comparaisons boursières et méthode des transactions comparables) ;
 - dans le cadre de la mise en œuvre éventuelle de ces méthodes, examen approfondi des éléments d'actif et de passif non financiers ajoutés ou déduits de la valeur estimée du portefeuille d'activités (ou valeur d'entreprise) pour obtenir la valeur des capitaux propres ;
 - revue critique des « éléments d'appréciation » du Prix d'Offre élaborés par *Oddo Corporate Finance*, établissement financier présentateur de l'Offre (« la Banque ») ;
 - rédaction du présent rapport d'expertise.

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

1.5.2. Calendrier de l'étude

Accuracy a été mandatée par la Société en vertu d'une lettre de mission en date du 21 mars 2014 complétée par un avenant en date du 25 septembre 2014, sa désignation par le conseil d'administration au titre de la présente opération étant intervenue le 16 octobre 2014. Nos travaux d'évaluation ont été réalisés entre début avril et fin octobre 2014. Notre mission s'est achevée le 7 novembre 2014, date de signature du présent rapport.

Au cours de cette période, nous avons eu des contacts réguliers avec le management de la Société (président directeur général) ; celui-ci est revenu sur les événements de la période récente, les différentes opérations d'acquisition et de cession, la constitution des différents pôles d'activité. Il nous a par ailleurs commenté la situation actuelle de la Société, expliqué la réorganisation opérationnelle et la restructuration financière en cours et donné sa vision sur les développements à venir. Nous nous sommes également entretenus avec des représentants de *Oddo Corporate Finance*, établissement financier présentateur de l'Offre, avec lesquels nous avons notamment partagé les analyses effectuées dans le cadre de l'augmentation de capital réservée.

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

- Philippe Karmin, Président directeur général de *Rocamat*
- Emily Pennec, Avocat au sein du Cabinet *Mayer Brown*
- Olivier Guignon, Gérant, *Oddo Corporate Finance*
- Romain Attard, Associate, *Oddo Corporate Finance*
- Emilie Petit, Associate, *Oddo Corporate Finance*

1.5.4. Informations utilisées

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

Les principales informations utilisées peuvent être classées comme suit :

- documents de référence de la Société (exercices 2012 et antérieurs), comptes consolidés 2013 avec annexes et comptes sociaux de la Société arrêtés lors du Conseil d'Administration du 13/06/2014, comptes consolidés au 30 juin 2014 ;
- document de présentation du budget 2014 et des Prévisions Financières Cibles 2015-2018 en date du 25 février 2014 ;
- budget 2014 révisé à l'été 2014 (atterrissage 2014) ;
- bilan historique consolidé de *Rocamat S.A* avant consolidation de *Polycor* sur la période 2009-2013 ;
- comptes sociaux des sociétés *Litbos* et *Granit Industries* sur la période 2009-2013 ;
- statistiques du marché des matériaux de construction publiées par l'UNICEM¹ et le SFIC² sur la période 2000-2012 ;
- informations de marché diffusées par les bases de données financières *Bloomberg*, et *Mergermarket* : cours boursiers historiques de la Société et des sociétés comparables pour l'estimation du coefficient bêta du portefeuille d'activités de la Société, consensus de marché relatifs aux données prévisionnelles clés des sociétés comparables pour la mise en œuvre de la méthode des comparaisons boursières, données de marché pour la mise en œuvre de la méthode des transactions comparables (prix des transactions, éléments financiers des cibles, multiples implicites des opérations identifiées).

1.5.5. Limites de nos travaux

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

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

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

¹ Union Nationale des Industries de Carrières et Matériaux de Construction

² Syndicat Français de l'Industrie Cimentière



2. Analyse du contexte de l'Opération

L'objectif de la présente section est triple. Tout d'abord, il s'agit d'examiner les caractéristiques du marché du titre *Rocamat* et d'examiner notamment comment le cours de bourse a réagi aux événements qui ont marqué la Société au cours de la période récente. Il s'agit ensuite d'analyser les motivations de l'Opération et de l'Offre subséquente pour en examiner enfin l'impact sur les contours de notre mission et la façon d'apprécier le caractère équitable des conditions financières envisagées pour les actionnaires minoritaires de la Société.

2.1. Vie boursière de la Société

2.1.1. Structure de l'actionnariat et liquidité du titre

La Société est cotée sur le compartiment C de *Euronext Paris*. Au 29 octobre 2014 sa capitalisation boursière s'établit à 1,0 m€, ce qui la range dans la catégorie des petites valeurs (« *smalleaps* ») et même plus dans la catégorie des « *penny stocks* » si l'on considère le cours de l'action (inférieur à 1 €).

S'agissant de la structure de l'actionnariat, suite à l'augmentation de capital réservée intervenue le 30 octobre dernier, 99,68% du capital de la Société sont détenus par *Rocafin*, *Rocafin II* et *Rocafin III*, sociétés elles-mêmes contrôlées par des fonds d'investissement gérés par *LBO France*. Les salariés de la Société détiennent 0,07% du capital. Le solde, soit 0,25%, qui constitue le flottant, représente donc une fraction extrêmement limitée du capital de la Société.

Rocamat - Liquidité du titre

	Cours de bourse moyen en €	jours de cotation / jours de bourse	Volume quotidien moyen		Volume cumulé		
			Nombre de titres	En % du capital	Nombre de titres	En % du capital	En m€
29/10/2014	0,10	100,0 %	23 837	0,2 %	23 837	0,2 %	0,0
Dernière semaine	0,10	20,0 %	2 397	0,0 %	11 987	0,1 %	0,0
Dernier mois	0,10	9,5 %	1 628	0,0 %	35 824	0,3 %	0,0
3 derniers mois	0,15	18,5 %	662	0,0 %	43 665	0,4 %	0,0
6 derniers mois	0,29	20,2 %	444	0,0 %	61 266	0,6 %	0,0
12 derniers mois	0,41	19,9 %	333	0,0 %	85 148	0,8 %	0,0

Note : cours de bourse moyen calculé sur la base des cours moyens pondérés par les volumes
Source : Bloomberg - 29/10/2014

Conséquence directe de cette situation, le titre *Rocamat* est très peu liquide avec des volumes d'échange extrêmement faibles : environ 333 titres par jour en moyenne sur les douze derniers mois et des échanges concentrés sur seulement 20% des jours ouvrés, ce qui traduit une faible rotation du capital (0,8% sur 12 mois).

De telles caractéristiques limitent à l'évidence l'intérêt présenté par *Rocamat* pour les sociétés de bourse et les départements spécialisés des banques, car le suivi des sociétés cotées par les analystes financiers, en quantité (nombre d'analystes) mais également en qualité (séniorité des analystes), reste largement conditionné par la

capitalisation boursière et le poids relatif du flottant. Dans le cas présent, cela explique qu'aucun analyste ne suive le titre de la Société.

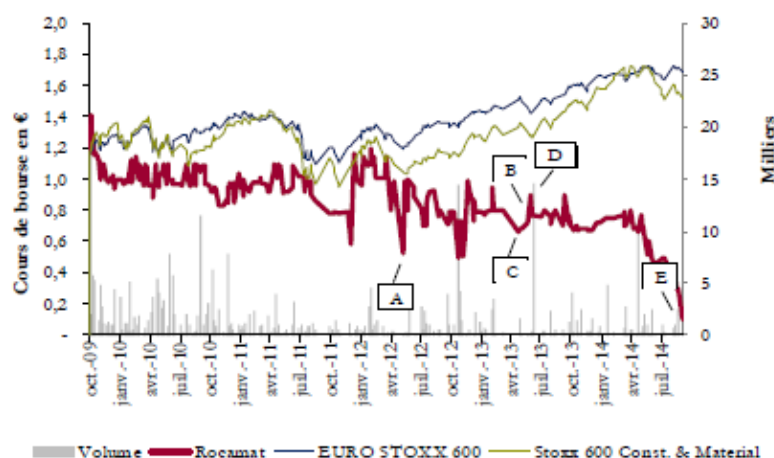
2.1.2. Cours de bourse

Le graphique ci-après, qui présente l'évolution du cours du titre *Rocamat* sur la période de cinq ans allant du 29 octobre 2009 au 29 octobre 2014, appelle les remarques suivantes.

Le cours du titre affiche une forte volatilité sur la période. Cependant, cette volatilité semble traduire plus l'absence de marché actif que la variation de la perception de sa valeur par les investisseurs. A cet égard on peut citer les deux exemples suivants.

- A. Le 9 mai 2012, le cours de *Rocamat* s'établit à 0,99 € (avec une moyenne de 1,04 € sur les trois mois précédents). Le 6 juin, il chute de 47% à 0,53 € avec 25 titres échangés. Le 16 juin, il remonte à 0,99 €. La seule publication de la Société sur la période a lieu le 15 mai et concerne le chiffre d'affaires du premier trimestre, qui est relativement stable par rapport à l'année précédente. Cette publication n'est pas de nature à faire baisser le cours de près de moitié. Aucune information n'est publiée par la suite justifiant le retour à 0,99 €.
- B. Le 18 juin 2013, le titre s'échange à 0,72 € (avec une moyenne de 0,71 € sur les trois mois précédents). Le 27 juin, il affiche une hausse de 25% à 0,90 € avec un seul titre échangé (sans qu'aucune annonce ne précède cette hausse). Au 1^{er} juillet, il retombe à 0,76 € avec 450 titres échangés.

Cours de bourse et volumes échangés sur les 5 dernières années



Source : Bloomberg - 29/10/2014

Par ailleurs, le titre ne réagit pas toujours rapidement aux différentes annonces affectant les résultats de la Société, comme attesté par les deux exemples suivants.

- C. Le 16 mai 2013, la Société publie le chiffre d'affaires du premier trimestre 2013 et donne ses prévisions de croissance pour l'année. Celles-ci sont en berne avec un carnet de commandes en baisse dans une conjoncture dégradée. Mais il faut

attendre le 24 mai pour voir le titre réagir avec une baisse de 18%, de 0,80 € à 0,66 € (1 557 titres échangés)

- D. Le 27 juin 2013 au soir, *Rocamat* annonce amorcer son désengagement de *Polycor* avec la cession de 35% du capital. C'est seulement le 5 juillet que le marché semble réagir à cette annonce avec un pic de volumes échangés atteignant 14 598 titres (et un cours relativement stable à 0,77 €).
- E. Le 1^{er} septembre 2014, *Rocamat* publie le projet de résolutions relatives à l'assemblée générale extraordinaire du 7 octobre 2014, dans lequel il est fait mention de l'intention de procéder à une augmentation de capital réservée d'un montant maximum de 14 m€ au prix de 0,026 € par action ; pourtant, entre le 5 septembre et le 17 septembre 2014, 5 941 titres *Rocamat* ont été échangés à des cours compris entre 0,40 € et 0,30 €, et le 1^{er} octobre 2014, 23 837 titres se sont échangés à un prix de 0,10 €, soit des prix entre 4 et 15 fois supérieurs au prix d'émission envisagé pour l'Opération. En amont du communiqué du 24 octobre dernier relatif à l'annonce de l'Opération et de l'Offre subséquente, la cotation des actions *Rocamat* avait été suspendue le 7 octobre 2014. Depuis la reprise des cotations le lundi 27 octobre 2014, trois transactions ont été enregistrées : les 29 et 31 octobre 2014, deux transactions au prix de 0,10 € portant respectivement sur 11 987 et 456 titres et le 5 novembre une transaction au prix de 0,07 € portant sur 850 titres.

Ces remarques mettent clairement en doute l'efficacité du marché du titre *Rocamat* ; nous y reviendrons plus loin à l'occasion de notre analyse sur le caractère pertinent de la référence d'évaluation représentée par le cours de bourse (cf. *infra*, section 4.2.2).

2.2. Examen des motivations de l'Opération et de l'Offre

2.2.1. Une obligation légale de recapitalisation suite à l'ampleur de la perte comptable enregistrée par *Rocamat SA* en 2013

Dans un communiqué en date du 27 juin 2013, *Rocamat* et *Rocafin III* ont annoncé leur désengagement de *Polycor* au profit de *Batirra*, une société holding constituée par les principaux managers de *Polycor*. Le 26 août 2013, *Rocamat* a ainsi cédé 35% de sa participation de 91,4% dans *Polycor* pour un montant de 4,6 mCAD (soit un prix de 3,3 m€ valorisant l'ensemble de la participation détenue à 10,2 m€). Le protocole de cession inclut également une option d'achat sur les 65% restants exerçable jusqu'au 31 décembre 2015, ainsi qu'une clause de retour à meilleure fortune portant sur la totalité de la participation (i.e. y compris le bloc de 35% déjà cédé).

Dans le communiqué de la Société publié le 23 juin 2014, le management annonce sa décision d'accélérer le processus de désengagement de *Polycor* en visant la cession du solde de 65% d'ici au 31 mars 2015. De ce fait, en plus de l'importante moins-value de 6,4 m€ générée par la cession du premier bloc de 35%, le Groupe se trouve dans l'obligation de provisionner dans les comptes sociaux de 2013 la moins-value de 9,4 m€ qui résultera de la cession du solde de la participation, les conditions de mise en œuvre de la clause de retour à meilleure fortune ayant peu de chance d'être réunies. Après les résultats déficitaires des années passées (EBIT cumulé d'environ

opérationnel à nouveau déficitaire de 2013 pour 1 m€ environ), la perte comptable de -17,3 m€ finalement enregistrée en 2013 par *Rocamat S.A* a pour effet de placer la Société en état de sous-capitalisation au sens de l'article L225-248 du Code de Commerce, les capitaux propres à fin 2013 s'établissant à -4,7 m€.

Ainsi, l'Opération réalisée le 30 octobre 2014 par la Société résultait d'une obligation légale de recapitalisation (*a minima* à hauteur de 50% du capital social, ce qui donne un montant minimum d'environ 4,8 m€ après la réduction du capital social de 10 m€ à 0,1 m€ par réduction de la valeur faciale de l'action de 1 € à 0,01 €).

2.2.2. Finalisation de la restructuration financière du Groupe

Depuis le début de la crise du secteur des matériaux de construction amorcée en 2008, le Groupe a fait face à d'importantes difficultés qui ont entraîné la rupture de certains *covenants* bancaires et l'impossibilité de respecter certaines échéances de remboursement. Afin de faciliter les discussions avec les principaux créanciers de *Rocamat*, l'Actionnaire Contrôlant a apporté son soutien financier à plusieurs reprises sous formes d'apports en compte courant (dont notamment 3 m€ en 2009 et 5 m€ en 2011, en plus des 6 m€ déjà versés au cours des années antérieures).

Ce soutien financier a permis chaque année depuis 2009 d'assurer la continuité de l'exploitation et d'obtenir les financements court-terme nécessaires à l'activité : (i) suspension de l'application des *covenants* bancaires, (ii) obtention d'une ligne de découvert de 3 m€ renouvelable, (iii) confirmation des lignes de cautions « marché » et « carrières ». Par ailleurs, certaines échéances de remboursement ont pu être reportées ou rééchelonnées.

Depuis avril 2013, *Rocamat* bénéficie d'un moratoire accordé par les banques prêteuses destiné à permettre le réaménagement de la dette bancaire senior dont le montant s'élève à 4,4 m€ à mi-2014. Amorcée en septembre 2013 avec la cession d'un premier bloc de 35%, la finalisation du désengagement de *Rocamat* dans *Polycor* devrait générer un montant d'environ 7,0 m€ (dont environ 6,3 m€ lié à la cession des titres et 0,7 m€ lié au remboursement du prêt accordé par *Rocamat S.A* à *Polycor*), ce qui devrait permettre de rembourser intégralement les dettes *senior* et court terme conformément aux engagements pris par le Groupe en mai 2014.

Ainsi, une fois le désengagement de *Polycor* finalisé et l'Opération réalisée avec l'incorporation de 13,8 m€ de comptes courants au capital, *Rocamat* serait totalement désendetté vis-à-vis des banques et de ses actionnaires. Ceci marquerait la fin de la restructuration financière du Groupe, préalable indispensable à « l'ouverture du capital à un ou plusieurs investisseurs » souhaitée par la Société, comme indiqué dans l'avis de convocation de l'assemblée générale mixte du 30 juin 2014 (publication BALO n°62 en date du 23 mai 2014).

2.2.3. Retrait de la Société de la cote

Comme souligné plus haut, en raison des difficultés financières de la période récente et de l'absence de visibilité sur le retour à la profitabilité, la capitalisation boursière de la Société avoisine aujourd'hui 1 m€.

Parallèlement, le titre *Rocamat* ne fait l'objet d'aucun suivi par les analystes financiers depuis plusieurs années. Enfin, suite à la réalisation de l'Opération, le flottant de la Société représente moins de 0,3% du capital.

Dans un tel contexte, la présence de la Société en bourse n'a plus de justification, ce qui explique la décision de l'Actionnaire Contrôlant de demander la mise en œuvre d'un retrait obligatoire à l'issue de l'Offre.

2.3. Implications sur les contours de notre mission

2.3.1. Appréciation du caractère équitable du Prix d'Emission dans le cadre de l'augmentation de capital réservée

La restructuration financière de la Société a pris la forme d'une augmentation de capital réservée à l'Actionnaire Contrôlant au prix de 0,026 € par action. Comme indiqué ci-dessus, la réalisation de cette opération a résulté de l'incorporation de la quasi-totalité des avances en comptes courants consenties par l'Actionnaire Contrôlant au cours des dernières années, soit un montant de 13,8 m€ sur un montant total de 14,1 m€ au 30 juin 2014. Sur cette base et compte tenu du prix d'émission susmentionné, il a été créé 530 769 247 actions qui sont venues s'ajouter aux 10 503 953 actions existantes, soit un rapport tout à fait inhabituel de 51 actions nouvelles pour 1 action ancienne qui s'est traduit par la baisse spectaculaire de la participation détenue par les minoritaires de 16,6% à 0,3%.

Dans notre rapport d'expertise en date du 27 octobre 2014, les diligences à réaliser pour attester le caractère équitable de l'Opération ont été définies de la manière suivante. De prime abord, il s'agit de vérifier que le prix d'émission envisagé de 0,026 € est au moins égal à la valeur de marché des titres de la Société dans un scénario de continuité de la stratégie mise en œuvre par l'Actionnaire Contrôlant (ci-après « valeur en *stand alone* » ou « Valeur Intrinsèque »). Définie de la sorte, cette condition s'avère cependant insuffisante.

En effet, compte tenu de l'impossibilité pour les actionnaires minoritaires d'éviter une dilution importante de leur taux de participation, l'Opération s'apparente peu ou prou à une éviction. Dès lors, il convient de s'interroger sur la valeur du contrôle de la Société en examinant un scénario alternatif qui, au lendemain de l'Opération, verrait l'Actionnaire Contrôlant céder la totalité de sa participation à un tiers. Par suite, la condition à remplir pour que l'Opération puisse être considérée comme équitable pour les actionnaires minoritaires de la Société est plus contraignante que la précédente : le Prix d'Emission doit être au moins égal à la Valeur Intrinsèque *post money* (i.e. après impact de l'augmentation de capital réservée) du titre *Rocamat* augmentée de la prime de contrôle susceptible d'être payée par un acquéreur (le montant de cette prime étant en théorie pondérée par la probabilité que l'Actionnaire Contrôlant décide de céder le contrôle à plus ou moins brève échéance).

Les travaux d'évaluation réalisés dans le rapport d'expertise susmentionné et qui sont repris intégralement dans la section 4 du présent rapport ont montré que cette dernière condition était remplie, ce qui nous avait conduit à confirmer le caractère équitable, pour les actionnaires minoritaires de la Société, du Prix d'Emission de 0,026 €.

2.3.2. Appréciation du caractère équitable du Prix d'Offre dans le cadre de l'offre publique et dans la perspective du retrait obligatoire

En raison des caractéristiques pour le moins atypiques de l'augmentation de capital réservée, la condition stipulée ci-dessus pour que le Prix d'Emission de 0,026 € puisse être considéré comme équitable pour les actionnaires minoritaires de la Société est particulièrement exigeante. En particulier, comme indiqué ci-dessus, cette condition a été définie afin de prendre en compte le fait que, dans le cas d'espèce, l'augmentation de capital envisagée s'apparentait peu ou prou, pour ces actionnaires, à une opération d'éviction.

Dès lors, cette condition prévaut également pour l'appréciation du caractère équitable du prix d'indemnisation de 0,05 € envisagé pour le Retrait Obligatoire des titres de la Société et donc du prix d'offre envisagé dans le cadre de l'Offre (identique au prix d'indemnisation). Ce prix de 0,05 € est supérieur au Prix d'Emission de 0,026 € que nous avons considéré comme équitable fin octobre dernier et le management de la Société nous a confirmé qu'aucun événement n'est intervenu depuis lors susceptible de modifier notablement, dans un sens ou dans l'autre, le résultat de nos travaux d'évaluation. Dès lors, on peut d'ores et déjà conclure que le prix de 0,05 € proposé dans le cadre du retrait obligatoire est équitable pour les actionnaires minoritaires de la Société.

Les sections 3 et 4 ci-après reprennent la description du groupe *Racamat* et les travaux d'évaluation présentés dans le rapport d'expertise en date du 27 octobre 2014. La section 5 expose notre revue critique des éléments d'appréciation du Prix d'Offre élaborés par la Banque et la sixième et dernière section réitère la conclusion énoncée ci-dessus sur le caractère équitable du Prix d'Offre dans la perspective du retrait obligatoire.

3. Présentation du Groupe

3.1. Description du portefeuille d'activités

Les origines de *Rocamat* remontent à 1853, date de création de *Civet Fils et Cie*, société spécialisée dans la production de pierre calcaire à destination du marché de la construction. En 1971, la société est renommée pour devenir *Rocamat*. En 2005, elle passe sous le contrôle de fonds d'investissement gérés par *LBO France*. En 2007, à la suite de l'acquisition de la société *Polyvor*, le groupe *Rocamat* étend son champ d'exploitation, jusqu'alors limité au territoire français, aux Etats-Unis et au Canada. En 2013, le Groupe a généré un chiffre d'affaires consolidé de 84 m€ et un résultat opérationnel courant (EBIT) de -0,1 m€.

En France, le Groupe exploite aujourd'hui 30 carrières de pierres calcaires dont la quasi-totalité est détenue en pleine propriété. La production des carrières peut être vendue directement en blocs ou en tranches, ou bien après un façonnage en usine sous formes de produits plus élaborés (dallage, revêtements, éléments de voirie, etc.). Le Groupe dispose ainsi de cinq usines en France et emploie environ 340 personnes pour un chiffre d'affaires d'environ 44 m€ en 2013. Sur ce total, 7 m€ ont été générés par la société *Lithos* (négoce de produits finis en pierre naturelle) dont le fonds de commerce a été cédé fin 2013 et 2 m€ par la société *Granit Industrie* (transformation de granit importé principalement de Chine) dont l'activité est jugée non stratégique par le management. Ainsi, le chiffre d'affaires des activités stratégiques de *Rocamat* en France s'élève à 35 m€ en 2013.

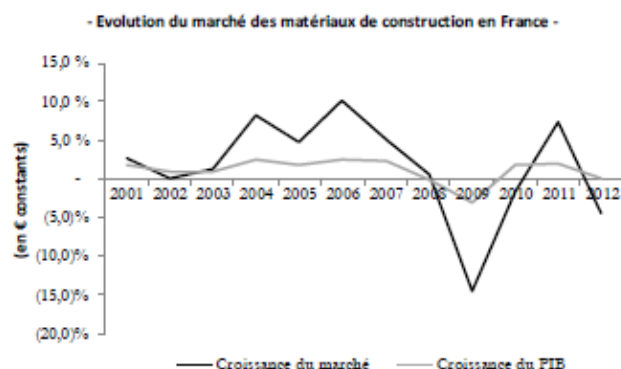
En Amérique du Nord, la Société exploite aujourd'hui 20 carrières de granit et de marbre au travers de sa filiale *Polyvor*. Elle dispose également de 4 usines et ateliers de transformation (taille et façonnage) pour un chiffre d'affaires 2013 d'environ 41 m€. Comme souligné plus haut, la filiale *Polyvor* faisant l'objet d'un processus de cession avancé dont les termes principaux sont connus, l'analyse financière du portefeuille d'activités du Groupe portera, sauf mention contraire, sur les activités stratégiques de *Rocamat* en France (ci-après « *Rocamat France* »). Ce périmètre correspond au périmètre de *Rocamat S.A* et de ses filiales françaises à l'exclusion de la société *Granit Industrie* dont la contribution aux résultats du groupe n'est pas significative (EBITDA nul).

3.2. Caractéristiques financières du portefeuille d'activités

3.2.1. Une activité soumise à un marché cyclique et confrontée à des difficultés structurelles

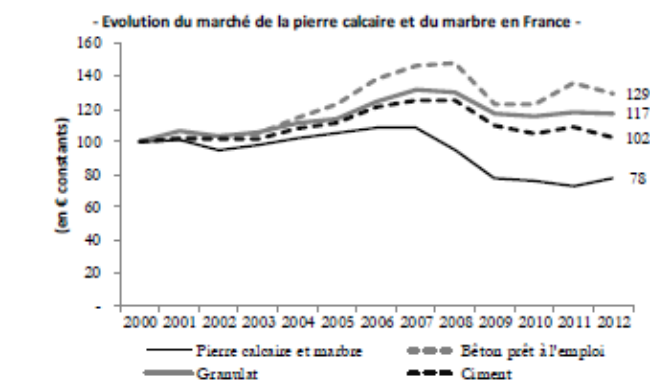
Pris dans son ensemble, le secteur des matériaux de construction en France peut être considéré comme un marché relativement mature, caractérisé par une relative stagnation des volumes produits et une légère croissance du chiffre d'affaires. D'après les données de l'*UNICEM* et du *SFIC*, la production agrégée de béton prêt à l'emploi, de ciment et de granulats – soit les trois principaux matériaux de construction – affiche sur la période 2000-2012 une stabilité en volume (-0,1% par an) et une légère croissance en chiffre d'affaires (+3,2% par an, soit environ deux fois plus que l'inflation, ce qui traduit une progression des prix de vente en termes réels).

Bien que mature, la demande de matériaux de construction est cependant cyclique et peut s'avérer particulièrement volatile. Ceci s'explique par le fait que le secteur dépend fortement du secteur du BTP et par conséquent des investissements d'infrastructures réalisés par les entreprises, l'Etat et les collectivités territoriales. Le marché des matériaux de construction évolue donc avec la conjoncture économique générale en amplifiant ses mouvements. Ainsi, après avoir enregistré une croissance soutenue sur la période 2004 à 2007 (entre +5% et +10% par an), le marché a été impacté significativement par la crise à partir de 2008.



Note : Béton prêt à l'emploi, ciment et granulats
Source : Unicem, SFIC, Banque Mondiale

Bien qu'opérant sur le marché plus restreint de la pierre calcaire (environ 200 m€ de chiffre d'affaires en 2012 contre près de 7 mrd€ pour les trois matériaux susmentionnés, béton prêt à l'emploi, ciment et granulats), Rocamat France n'échappe pas à ce constat. Les grands donneurs d'ordres de Rocamat France sont ainsi les grandes entreprises du BTP, les collectivités territoriales, les monuments historiques, les architectes ainsi que les acteurs de la filière pierre.



Note : Base 100 en 2000, euros constants
Source : Unicem, SFIC, Banque Mondiale

Si les tendances mentionnées plus haut à propos de l'ensemble du secteur des matériaux de construction sont applicables au segment de la pierre calcaire, il semble que ce segment connaisse des difficultés qui lui sont propres, comme en témoigne la faible croissance de la demande de pierre calcaire depuis 2000 par rapport à celle enregistrée par les autres matériaux de construction. En euros constants, le marché de la pierre calcaire a ainsi reculé de plus de 20% depuis 2000, alors que celui du ciment est resté globalement stable et ceux des granulats et du béton prêt à l'emploi ont progressé de 20% et 30% respectivement.

Rocamat en tant que leader du secteur n'a pas échappé à cette tendance peu favorable. Le chiffre d'affaires de *Rocamat France* a ainsi connu une forte décroissance sur la période 2009 à 2012 (-8% par an en moyenne), et ce notamment en 2009 et 2010 (près de -20% et de -10% respectivement). Les raisons de ces difficultés sont multiples et proviennent de facteurs structurels qui exercent une pression défavorable à la fois sur les volumes et les prix de vente.

Tout d'abord, il existe un nombre important de substituts à la pierre calcaire (béton, céramique, parquets pour les sols, aluminium, verre, brique pour les façades, etc.). La structuration et l'essor progressif d'autres filières de matériaux dits nobles comme le bois et le verre ont ainsi pénalisé la demande de pierre calcaire. De plus, depuis quelques années, la filière française doit faire face à de nouveaux concurrents. Ainsi, depuis le début de la crise immobilière en Espagne et au Portugal, beaucoup de pierres extraites dans ces pays sont arrivées sur le marché français à des prix très inférieurs à ceux proposés par les producteurs français.

Par ailleurs, le manque de structuration du marché dans un contexte de crise a contribué à déstabiliser encore un peu plus la filière. En effet, la production de pierre calcaire et de marbre en France totalise environ 200 m€ de chiffre d'affaires pour 346 acteurs, soit un chiffre d'affaires moyen par entreprise de 0,6 m€. *Rocamat*, leader du secteur, dispose d'une part de marché d'environ 20% et *La Pierre de France*, groupe constitué à partir de 2009 à la faveur de reprises d'entreprises en difficultés et devenu numéro deux du secteur, 10%, le reste du marché étant majoritairement exploité par des acteurs locaux. Ces acteurs de petite taille disposent d'une structure de coûts plus flexible, car ils n'ont pas à supporter les coûts inhérents à d'importants réseaux de distribution. Dès lors, dans un contexte de crise, ils sont susceptibles de consentir des baisses de prix importantes afin d'écouler leur production, phénomène qui a contribué à la décroissance importante du marché en valeur depuis 2007. Par ailleurs, la mise en liquidation judiciaire de la société *La Pierre de France* courant 2013 après seulement quatre années d'existence, n'a paradoxalement pas permis d'assagir le marché, bien au contraire, dans la mesure où le repreneur met la main à bon compte sur des stocks de pierres qu'il peut écouler ensuite à bas prix sur le marché.

Enfin, conséquence du manque d'investissement et d'innovation dans le secteur sur les dernières années, de nouveaux concurrents plus innovants voient le jour. C'est le cas de producteurs chinois. Ceux-ci ont par exemple développé des produits présentant une fine épaisseur de pierre calcaire appliquée sur une couche de céramique. De tels produits présentent de nombreux avantages pour la construction : légèreté, dimensions normées facilitant la pose, etc.

3.2.2. Une absence de rentabilité depuis 2009, malgré les efforts de restructuration opérationnelle consentis, ...

Face à une demande relativement cyclique et volatile, *Rocamat France* oppose une structure de coûts relativement fixe. Sur la base de la structure de coûts normative estimée par le management, les coûts fixes représentent en effet deux tiers des coûts totaux (et environ 60% du chiffre d'affaires). Une telle structure de coûts s'explique par le fait que *Rocamat France* est un acteur intégré qui extrait, transforme et distribue ses produits. *Rocamat France* doit donc maintenir un appareil de production (ateliers de transformation) et un réseau de commercialisation (agences) conséquents. Pour ces raisons, le levier opérationnel est important et l'évolution du taux de marge opérationnelle très sensible à la croissance du volume d'activité.

Dans ces conditions, la forte contraction du chiffre d'affaires de *Rocamat France* enregistrée en 2009 (soit une baisse d'environ 20%) a provoqué une chute de la marge opérationnelle qui atteint cette année-là un plus bas de -13,6% (perte opérationnelle de près de 6 m€). Afin de restaurer la rentabilité, le management a mis en place un important chantier de restructuration opérationnelle portant sur plusieurs axes.

- Meilleure valorisation des pierres extraites : la marge sur coûts variables est ainsi passée de 61% à 68% entre 2009 et 2012.
- Rationalisation des coûts fixes : les frais fixes ont été réduits de près de 6 m€ entre 2009 et 2012 grâce à une optimisation des sites industriels et des agences commerciales impliquant le cas échéant quelques fermetures.

Conséquence de cette politique de redressement, à fin 2012 et malgré un niveau de chiffre d'affaires inférieur de près de 11% à celui de 2009, *Rocamat France* revient à l'équilibre opérationnel (perte opérationnelle de 0,1 m€).

Cependant, l'effort de restructuration a été mis à mal par le nouveau déclin du chiffre d'affaires enregistré en 2013 et attendu pour 2014. Pour *Rocamat France*, l'année 2013 s'est ainsi soldée par un chiffre d'affaires en baisse de 9% et une perte opérationnelle de 1,2 m€. Les perspectives défavorables attendues sur 2014 ont contraint le management à revoir en baisse les objectifs de résultat opérationnel de plus de 1,5 m€, et ceci malgré le recours significatif au chômage partiel.

3.2.3. ... qui a provoqué des difficultés de financement récurrentes

Les pertes opérationnelles cumulées sur la période 2009 à 2013 se sont élevées à 11,7 m€ et ont entraîné des difficultés de financement récurrentes. Outre le soutien financier obtenu de l'Actionnaire Contrôlant sous la forme d'apports en comptes courants et les différents accords de rééchelonnement de la dette bancaire senior obtenu des créanciers (cf. section 2.2.2), *Rocamat France* a dû recourir de manière significative à l'affacturage et céder certains actifs opérationnels.

S'agissant de l'affacturage, *Rocamat France* a un recours significatif à ce procédé de financement court terme. Ainsi, la Société a déconsolidé un montant de créances clients de 2,9 m€ au 30 juin 2014 (soit la moitié du BFR avant affacturage) dans le cadre d'un contrat d'affacturage sans recours signé en juillet 2009 avec *GE FactoFrance*. *Rocamat France* utilise également l'affacturage avec recours (montage non déconsolidant) pour un montant de 1,1 m€. Ceci n'a cependant pas d'impact sur le BFR (puisque ce type d'affacturage n'est pas déconsolidant), ni sur la dette nette

(puisque la trésorerie reçue s'accompagne d'une dette financière envers le factor du même montant).

S'agissant des cessions d'actifs opérationnels, *Rocamat* dans son ensemble a procédé à de nombreux arbitrages immobiliers et cessions d'actifs non stratégiques. Ainsi sur la période 2009-2013, les cessions d'actifs ont généré plus de 9 m€ de trésorerie au niveau de *Rocamat S.A* (hors actifs cédés par *Polycor*) incluant : cession de 35% de la participation dans *Polycor* (3 m€) et du fonds de commerce de *Lithos* ainsi que de dix sites industriels ou commerciaux (pour un total d'environ 6 m€).

Au total, au 30 juin 2014, en faisant abstraction de *Polycor*, le Groupe extériorise un endettement financier net de 21,8 m€, dont 14,1 m€ de comptes courants d'associés, 4,4 m€ de dette senior, 1,1 m€ de dette d'affacturage (non déconsolidant) et 2,2 m€ de découverts bancaires (nets de la trésorerie).

4. Evaluation de la Société

La présente section expose les travaux d'évaluation effectués en vue de l'estimation de la Valeur Intrinsèque des actions de la Société. Ces travaux d'évaluation ont été réalisés dans le respect d'une approche multicritères. Comme indiqué dans la recommandation de l'AMF relative à l'expertise indépendante en date du 28 septembre 2006, cette approche s'est appuyée sur l'analyse des références d'évaluation disponibles et la mise en œuvre des méthodes d'évaluation couramment utilisées dans la vie des affaires.

4.1. Mise en œuvre de l'approche multicritères

S'agissant des références d'évaluation, nous n'avons pas identifié sur la période récente de transactions significatives portant sur les actions de la Société (par exemple une augmentation de capital ou une cession d'un bloc de titres représentant une fraction significative du capital) et susceptibles de constituer une référence pertinente de la Valeur Intrinsèque des actions de la Société. Par ailleurs, en l'absence de suivi du titre *Rocamat* par les analystes financiers, il n'existe pas de prix cible.

Dans ce contexte, les références d'évaluation examinées ci-après se limitent à l'actif net comptable consolidé au 30 juin 2014 et aux cours de bourse de la période récente. Comme nous le verrons ci-après, si l'actif net comptable consolidé constitue dans le cas d'espèce une référence pertinente, le cours de bourse ne peut donner une estimation pertinente de la Valeur Intrinsèque de la Société.

S'agissant des méthodes d'évaluation, nous écartons les deux méthodes analogiques (i.e. méthode des comparaisons boursières et méthode des transactions comparables) pour les raisons suivantes.

Comme souligné plus loin à propos de la mise en œuvre de la méthode DCF (cf. infra, section 4.3), *Rocamat France* est une société en retournement qui ne devient profitable qu'au-delà de l'horizon des prévisions élaborées par *Accuracy* en concertation avec le management sur la période 2014-2018. En raison de cette situation de retournement de la Société, les méthodes des comparaisons boursières et des transactions comparables ne sont pas pertinentes dans le cas présent et n'ont donc pas été mises en œuvre.

Dès lors, la seule estimation jugée pertinente de la Valeur Intrinsèque résultera de la mise en œuvre de la méthode DCF. Compte tenu du résultat obtenu (Valeur Intrinsèque négative) et du contexte spécifique de l'Opération décrit plus haut, nous nous interrogerons pour conclure sur la valeur de la Société dans l'hypothèse d'une « vente en bloc » (scénario d'une cession du contrôle) ou d'une « cession par appartement » (scénario d'une liquidation).

4.2. Références d'évaluation disponibles

4.2.1. Actif net comptable consolidé

Positif au 31 décembre 2013 (1,0 m€ environ), l'actif net comptable consolidé du Groupe est devenu négatif au 30 juin 2014 (-4,9 m€), conséquence directe de l'application de la norme IFRS 5 relative aux actifs disponibles à la vente. En effet, compte tenu du processus engagé pour la cession du solde des titres de *Polyvor* (soit 59,4% de son capital), cette filiale reste consolidée en intégration globale mais est présentée dans le bilan au 30 juin 2014 dans la rubrique des actifs et passifs disponibles à la vente sur la base de la valeur probable de réalisation, soit un prix de 6,3 m€ estimé par le management, matérialisant ainsi la moins-value enregistrée par le Groupe sur cette cession.

En général, l'actif net comptable d'une entreprise n'est pas considéré comme une référence pertinente de la Valeur Intrinsèque des actions, notamment parce qu'il n'intègre ni le *goodwill* généré en interne par la croissance et la rentabilité du portefeuille d'activités, ni les plus-values éventuelles susceptibles d'être dégagées par la cession d'actifs non directement nécessaires à l'exploitation. Cependant, dans le cas présent, le Groupe n'a pas atteint son point mort financier depuis plusieurs années (i.e. rentabilité des capitaux engagés ou ROCE supérieur au coût du capital), et il existe aujourd'hui de nombreuses incertitudes quant à sa capacité à l'atteindre et *a fortiori* à générer une rente économique positive, à moyen terme. Nous estimons par conséquent que l'actif net comptable consolidé de *Rocamat* au 30 juin 2014 constitue une référence pertinente de la Valeur Intrinsèque du Groupe à cette date (valeur *pre money*).

4.2.2. Cours de bourse

L'efficacité du marché du titre *Rocamat* est *a priori* très limitée, ce qui signifie qu'aucune garantie ne peut être donnée sur le fait que le cours de l'action intègre raisonnablement toute l'information disponible. En effet, la Société est de taille modeste et ne fait donc pas l'objet d'un suivi par les bureaux d'analyse financière de la place. En outre, le volume quotidien échangé sur le titre est très faible et semble insuffisant pour assurer un bon niveau d'efficacité du marché (cf. *supra*, section 2.1.2). Enfin, la communication de la Société dirigée vers les investisseurs est relativement limitée dans son contenu, en ligne avec la pratique générale des sociétés de cette taille et placée dans un contexte similaire.

Au total, pour l'ensemble de ces raisons, le cours de bourse de *Rocamat* ne peut être considéré comme une référence fiable de la Valeur Intrinsèque du titre *Rocamat*.

4.3. Estimation de la Valeur Intrinsèque via la méthode DCF

4.3.1. Estimation des flux de trésorerie

Flux de trésorerie annuels sur la période 2014-2018

S'agissant de l'année 2014, nous avons retenu les projections financières de la dernière version du budget de la Société élaborée en juillet 2014.

S'agissant de la période 2015 à 2018, le management nous a communiqué en avril 2014 un jeu complet de projections financières, élaboré en février 2014, qui simule de façon théorique un scénario de retour à une rentabilité cible (ci-après « Projections Financières Cibles »). Etant donné les efforts déjà réalisés sur les coûts opérationnels, l'amélioration de la marge opérationnelle (EBIT en pourcentage du chiffre d'affaires) passe essentiellement par une augmentation du volume d'activité. Aussi, la croissance du chiffre d'affaires postulée dans le scénario du management sur la période 2015-2018 s'élève à près de 10% par an, ce qui permet d'atteindre une marge opérationnelle de plus de 7,0% en 2018 (contre -3,5% en 2013). Ces prévisions ne sont pas utilisables en l'état pour évaluer *Rocamat France*, ceci pour deux raisons principales.

Tout d'abord, les Projections Financières Cibles apparaissent particulièrement ambitieuses. La croissance du chiffre d'affaires attendue apparaît très élevée au regard de la croissance historique de la société (-8% par an sur 2009-2013) et du contexte de marché tel que décrit plus haut (cf. *supra*, section 3.2.1). De même, le niveau de marge opérationnelle attendu pour 2018 n'a jamais été observé sur la période récente.

Plus encore, en raison de leur mode de construction, ces Projections Financières Cibles semblent plus relever d'un exercice théorique permettant d'estimer le chiffre d'affaires additionnel requis pour remédier à la situation de sous-activité dont souffre *Rocamat France*, que d'un exercice de prévision classique s'appuyant sur le potentiel de croissance des segments de marché exploités.

Dès lors, nous avons construit, en concertation avec le management, un jeu de prévisions (ci-après « Projections Financières Accuracy ») sur la période 2015-2018, qui s'appuie sur l'analyse de marché réalisée plus haut et sur la dernière version du budget 2014. Cette version est retraitée des impacts non pérennes de la chute du carnet de commandes en 2013 (reprise observée en 2014) et du recours au chômage partiel pour atténuer les effets de cette baisse du CA sur la marge.

Les principales hypothèses retenues sont les suivantes.

- Croissance limitée du chiffre d'affaires à 3,0% par an en ligne avec la croissance moyenne observée pour les trois matériaux ciment, granulats et béton prêt à l'emploi (croissance moyenne annuelle de 1,4% par an en termes réels sur la période 2000-2012) et une hypothèse d'inflation de 1,5% par an. Ces prévisions supposent donc une stabilisation des prix et volumes de vente sur le marché de la pierre calcaire en France à partir de 2015.
- Maintien sur toute la période de la marge sur coûts variables prévue dans la première version du budget (un peu supérieure à celle enregistrée en 2013).
- Frais fixes dimensionnés pour absorber la croissance de l'activité et absence d'économies supplémentaires. Les frais fixes de transformation et les coûts administratifs et commerciaux sont donc projetés sur la période sur la base du taux d'inflation. L'impact positif du recours temporaire au chômage partiel en 2014 (0,9 m€) a par ailleurs été annulé en 2015.
- Les investissements, amortissements ainsi que les variations de BFR ont été estimés sur la base des mêmes ratios de chiffre d'affaires que ceux retenus dans les Projections Financières Cibles.

Sur cette base, le niveau de chiffre d'affaires atteint en 2018 s'élève à 36,6 m€ et la marge opérationnelle reste négative à -1,8% (contre respectivement 47,8 m€ et 7,2% dans les Projections Financières Cibles).

Nous avons également effectué les deux retraitements suivants sur ces prévisions pour construire les flux de trésorerie utilisés dans l'évaluation :

- neutralisation de l'impact des commissions d'affacturage sur l'EBIT, en cohérence avec l'approche retenue au bilan (cf. *infra*, section 4.3.3) ;
- prise en compte des provisions pour risques et charges prévues dans les Projections Financières Cibles en supposant que ces provisions récurrentes sont décaissées l'année de leur dotation.

Flux de trésorerie annuels sur la période d'extrapolation (2019-2022)

La rentabilité atteinte à l'horizon du Plan d'Affaires Accuracy reste négative. Dès lors, nous avons considéré une période additionnelle de 4 ans au cours de laquelle l'activité de *Rocamat France* continuerait de s'améliorer progressivement dans un contexte de faible croissance. Une telle hypothèse apparaît relativement volontariste au vu des performances anticipées dans les Projections Financières Accuracy.

Concrètement, au cours de cette période, les free cash-flows générés par le portefeuille d'activités de la Société ont été déterminés sur la base des hypothèses suivantes :

- croissance du chiffre d'affaires : égale au taux de 3,0% retenu sur la période 2015-2018 ;
- rentabilité (ROCE) : convergence linéaire de la rentabilité de *Rocamat France* vers le coût d'opportunité du capital de 8,0% (cf. *infra*, section ci-après 4.3.2), soit une hypothèse *a minima* selon laquelle le point mort financier est atteint à l'horizon de calcul de la valeur terminale.

Détermination d'une valeur terminale à l'horizon 2022

La valeur du portefeuille d'activités au terme du Plan d'affaires Accuracy (soit fin 2022) a été déterminée selon la méthode usuelle consistant à actualiser, sur un horizon indéterminé, un flux normatif assorti d'un taux de croissance constant.

Le flux normatif de l'année 2023 a été estimé à partir de la formule suivante qui fait référence à ce taux de croissance et au niveau de ROCE jugé normatif à cet horizon :

$$\text{Flux normatif}_{2023} = \text{Capitaux employés}_{\text{début } 2023} * [\text{ROCE}_{\text{normatif}} - \text{Croissance perpétuelle}]$$

Comme indiqué ci-dessus, le ROCE normatif retenu est le coût d'opportunité du capital de 8,0%, soit le niveau minimum pour que l'activité ne détruise pas de valeur. Vu d'aujourd'hui, ce taux apparaît relativement volontariste ; cependant, dans une optique de normalisation progressive de la demande et de l'offre de pierre calcaire, il apparaît relativement raisonnable à un horizon de près de 10 ans.

Le taux de croissance perpétuelle a été fixé à 1,5%, soit le taux d'inflation anticipé sur le long terme. Comme indiqué ci-après, ce paramètre est cohérent avec le taux sans risque intégré dans les taux d'actualisation.

4.3.2. Détermination du taux d'actualisation

Contrairement à la pratique traditionnelle des évaluateurs, nous n'avons pas retenu comme taux d'actualisation le coût moyen pondéré du capital (WACC pour *Weighted Average Cost of Capital*). A cet égard, nous considérons que les modalités de calcul usuelles de ce taux conduisent très probablement à surestimer l'impact positif que la

structure financière est supposée produire sur la valeur des actifs. La raison en est notamment que les modalités de calcul usuelles de ce taux n'intègrent que les effets bénéfiques de la dette (les économies fiscales réalisées au niveau de l'entreprise et désormais plafonnées) et ignorent d'autres paramètres moins favorables (fiscalité personnelle, coûts implicites multiples de la dette certes difficiles à chiffrer mais bien réels, comme attesté par les graves problèmes de liquidité rencontrés par de nombreuses entreprises lors de la crise financière de l'automne 2008).

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

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

- Taux sans risque.

Les rendements des emprunts d'Etat de la zone Euro sont impactés de façon très contrastée par le contexte actuel des marchés financiers : ils ont baissé dans les pays considérés comme sûrs en termes de risque crédit (Allemagne notamment) et augmenté notablement dans les pays touchés par la crise de la dette publique. Cette situation se traduit par une volatilité inhabituelle des taux de rendement des emprunts d'Etat, ce qui rend plus délicate la détermination d'un taux sans risque. Dans ce contexte, la meilleure référence de taux sans risque dans la zone euro serait donnée par le taux payé par un groupe européen noté AAA pour un emprunt à 10 ans. En l'absence de ce type de référence, nous avons retenu dans le cadre d'une approche normative un taux sans risque de 3,5%, soit un niveau intégrant un taux d'intérêt réel (hors inflation) de 2,0% sur le long terme et un taux d'inflation anticipé à long terme de 1,5%.

- Coefficient bêta désendetté.

Le coefficient bêta d'une activité est généralement estimé selon une approche analogique en deux étapes à partir de coefficients bêta des actions de sociétés cotées comparables obtenus par une régression linéaire des rentabilités de ces actions sur la rentabilité d'un indice de marché. Concrètement, les coefficients bêta des actions des sociétés comparables sont d'abord estimés sur longue période (4 et 5 ans) sur la base de rentabilités mensuelles afin de réduire le « bruit statistique » engendré par des séries d'observations constituées sur des périodes plus courtes. Seuls les coefficients bêta issus de régressions dont le R^2 est supérieur à 15% sont ensuite retenus. Puis les coefficients bêta ainsi obtenus sont « désendettés » afin d'éliminer l'impact de la structure financière et d'obtenir une fourchette d'estimations du coefficient bêta de l'activité sous-jacente.

Dans le cas d'espèce, en l'absence de sociétés directement comparables à *Rocamat France*, nous avons considéré un échantillon large de onze entreprises intervenant dans la production et la vente de matériaux de construction (ciment et béton). L'écart-type des coefficients bêta observés étant relativement faible, nous avons retenu le coefficient moyen de l'échantillon, soit 1,0. Ce niveau est supérieur au bêta désendetté moyen du marché (estimé à 0,8) et paraît cohérent avec la cyclicité et le fort levier opérationnel de l'activité de *Rocamat France*.

- Prime de risque moyenne anticipée sur le marché des actions.

Nous retenons une prime de 4,5%, soit un niveau qui se situe dans le haut de la fourchette des estimations données par les études académiques les plus récentes sur la question, et ceci en raison du risque systémique que la crise financière de l'automne 2008 a mis en évidence et qui vient limiter les bénéfices de la diversification internationale.

Sur cette base, le taux d'actualisation retenu pour l'évaluation du portefeuille d'activités de la Société s'établit à 8,0%, soit :

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

4.3.3. Dette financière nette retraitée et autres actifs ou passifs hors exploitation courante

Comme indiqué par le tableau ci-après, les éléments pris en compte pour passer de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres recouvrent l'endettement financier net au 30 juin 2014 ainsi que d'autres éléments d'actif et de passif détaillés ci-après.

Endettement financier net retraité et autres ajustements

en k€	
Endettement financier net retraité estimé au 30/06/2014	23 932
+ Provisions à caractère de dette Rocamat	2 669
dont provisions pour retraits après impôts	1 340
dont provisions pour remise en état après impôts	916
dont provisions pour risques prud'homains et fiscaux	413
- Titres de participations et autres actifs financiers	8 881
dont valeur participation Polycor	6 268
dont valeur activité Granit	779
dont prêt accordé à Polycor	653
dont prêts et cautionnements (hors affacturage)	1 181
- Valeur actuelle des déficits fiscaux reportables Rocamat	3 121
= Endettement financier net retraité et autres ajustements au 30/06/2014	14 600

L'endettement financier net du groupe Rocamat hors Polycor s'établit à 21,8 m€ au 30 juin 2014. Il comprend 14,1 m€ de comptes courants d'associés, 4,4 m€ de dette senior, 1,1 m€ de dette d'affacturage et 2,2 m€ de découverts bancaires (nets de la trésorerie). Comme mentionné plus haut (cf. *supra*, section 3.2.3), le recours important à l'affacturage déconsolidant induit des biais majeurs dans l'appréciation de la rentabilité économique de Rocamat. Ayant retraité l'actif économique du groupe des encours clients sortis du bilan grâce à l'affacturage sans recours, il convient donc de retraiter également l'endettement financier net des impacts liés à l'affacturage : (i) augmentation de l'endettement financier à hauteur du montant des créances déconsolidées, soit 2,9 m€ au 30 juin 2014, (ii) intégration dans les actifs de trésorerie du dépôt de garantie versé aux *factors*, soit 0,8 m€. Par suite, l'endettement financier net retraité au 30 juin 2014 ressort à 23,9 m€.

Les autres actifs et passifs pris en compte pour passer de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres recouvrent les éléments suivants.

- Provisions pour risques et charges à caractères de dette, non prises en compte dans les *free cash flows* prévisionnels. Il s'agit des provisions pour retraites (2,0 m€), pour remise en état des sites (1,4 m€) et pour risques prud'homaux (0,6 m€). En raison de leur caractère récurrent, les provisions pour risques chantier (0,7 m€) n'ont été pas été retenues. Le montant des provisions retenu est celui observé au 30 juin 2014 après déduction de l'économie d'impôt qui sera réalisée lorsque les charges afférentes à ces provisions seront comptabilisées.
- Titres de participation et autres actifs financiers. Le solde de la participation dans *Polycor* a été pris en compte à sa valeur probable de cession résultant de l'option d'achat, soit 6,3 m€, estimé sur la base du taux de change CAD/EUR en vigueur à la mi-juin 2014. S'agissant de la filiale *Granit Industries*, l'activité générant de manière récurrente un EBIT proche de zéro, nous avons retenu uniquement la valeur comptable de l'actif économique, constitué pour l'essentiel du BFR (0,8 m€ au 31 décembre 2013). Enfin, les prêts et cautionnements et le prêt accordé à *Polycor* ont été pris en compte à leur valeur comptable.
- Economies d'impôts sur les déficits reportables. Les *free cash flows* considérés dans la méthode DCF intègrent le taux d'impôt normal en vigueur en France (soit 33,3%). De ce fait, la valeur des économies d'impôts liées aux déficits reportables doit être estimée séparément pour être ajoutée à la valeur d'entreprise. Sur la base des déficits fiscaux au 31 décembre 2013, après prise en compte de la moins-value latente sur la cession du solde des titres *Polycor*, la valeur des économies d'impôts actualisées au coût du capital de 8,0% ressort à 3,1 m€.

4.3.4. Résultats de la méthode

Sur la base des hypothèses détaillées ci-dessus, la valeur d'entreprise de *Rocamat France* au 30 juin 2014 ressort à 5,7 m€, soit un montant bien inférieur au montant de 14,6 m€ déterminé plus haut pour l'endettement financier net retraité et autres ajustements.

Valeur d'entreprise de Rocamat au 30/06/2014

en k€	
Valeur actuelle des flux 52 2014-2018	(5 142)
+ Valeur actuelle des flux 2019-2022	188
+ Valeur terminale actualisée	10 688
= Valeur d'entreprise de Rocamat France	5 734

Il en résulte que la valeur *pre money* (i.e. avant impact de l'augmentation de capital réservée) des titres *Rocamat* est nulle. Du fait du montant significatif de la recapitalisation associée à l'Opération, la valeur *post money* est en revanche légèrement positive et ressort un peu inférieure à 0,01 € comme indiquée par le tableau ci-après.

Estimation de la valeur des capitaux propres de Rocamat après l'Opération

en k€

Valeur d'entreprise de Rocamat	5 734
- Endettement financier net retraité et autres ajustements au 30/06/2014	14 600
+ Augmentation de capital réservée	13 800
= Valeur des capitaux propres	4 934
/ Nombre d'actions	541 273 200
Dont actions anciennes	10 503 953
Dont actions nouvelles créées par l'Opération	530 769 247
= Valeur de l'action Rocamat après l'Opération (en €)	0,009

4.4. Valeur de la Société dans l'hypothèse d'une cession du contrôle ou d'une cessation de l'exploitation

En raison même de la définition donnée plus haut du concept de Valeur Intrinsèque, l'estimation issue de la méthode DCF se place dans un scénario défini par une double continuité de l'exploitation et de la détention du contrôle. Comme on l'a vu plus haut (cf. *supra*, section 2.3.1), en raison des caractéristiques inhabituelles de l'Opération, dont la réalisation se traduira par une quasi éviction des actionnaires minoritaires, l'appréciation du caractère équitable de l'Opération pour ces actionnaires exige d'envisager deux autres scénarios : celui de la cession du contrôle de la Société (soit la vente des actifs « en bloc ») et celui d'une cessation de l'exploitation (soit la vente des actifs « par appartement »). Cette même obligation de considérer ces deux scénarios alternatifs existe par construction pour apprécier le caractère équitable du prix d'indemnisation envisagé pour le Retrait Obligatoire (cf. *supra*, section 2.3.2).

4.4.1. Ouverture du capital de la Société et cession éventuelle du contrôle

Dans l'avis de convocation à l'assemblée générale mixte du 30 juin 2014 (publication BALO n°62 en date du 23 mai 2014), la Société indique qu'elle entend poursuivre, au lendemain de l'Opération, « le renforcement de ses fonds propres avec pour objectif d'ouvrir son capital à un ou plusieurs nouveaux investisseurs ».

Dans une lettre d'affirmation, *LBO France* nous a confirmé qu'à la date de signature des présentes (i) il avait eu des discussions avec un « investisseur financier », mais n'avait à ce stade signé avec lui ni lettre d'intention et *a fortiori* ni protocole d'accord, (ii) et qu'il n'avait par ailleurs ni identifié ni été contacté par un « investisseur industriel » intéressé par l'acquisition de la Société et susceptible de payer une prime de contrôle significative en raison des synergies attendues de l'opération.

Compte tenu du profil de l'investisseur pressenti et sauf à supposer un retournement significatif du marché de la pierre calcaire en France, il nous semble peu probable que *LBO France* soit en mesure de revendre dans un futur proche les titres *Rocamat* détenus par les trois entités *Rocafin* sur la base d'un prix supérieur au prix de 0,05 € envisagé pour le Retrait Obligatoire.

En conclusion, la valeur du contrôle de la Société apparaît inexistante du fait de l'absence d'acquéreur industriel susceptible de développer des synergies, ce qui signifie que la Valeur Intrinsèque du titre *Rocamat* au lendemain de l'Opération (soit 0,01 €) constituerait peu ou prou un prix plafond pour l'entrée d'un investisseur financier au capital.

4.4.2. Cessation de l'exploitation

Dans l'hypothèse où, faute de dégager les marges opérationnelles requises par le financement de l'activité, l'Actionnaire Contrôlant remettrait en cause la continuité de l'exploitation de *Rocamat*, il convient d'envisager une cessation complète de l'activité en France et la détermination subséquente d'une valeur liquidative de la Société.

Dans cette perspective, il convient d'estimer isolément la valeur vénale de chacun des actifs associés à l'activité du Groupe en France (carrières, terrains, constructions et installations techniques, créances clients et stocks) en considérant que l'activité est brutalement stoppée, puis d'ajouter le prix de cession espéré des titres *Pohjor* encore détenus à ce jour et enfin de retrancher le montant estimé de l'ensemble des passifs de la Société (hors *Pohjor*) sans oublier les coûts de liquidation (indemnités de licenciement notamment).

- Les carrières du Groupe. La valeur comptable actuelle des carrières du Groupe repose sur des estimations en *fair value* au 1^{er} janvier 2004 établies par des experts spécialisés et amorties en fonction de leur rythme d'utilisation (montants extraits rapportés à la capacité totale estimée de la carrière). Compte tenu de ce qui a été exposé à la section 3 concernant le secteur de la pierre calcaire et de ses perspectives d'avenir, rien ne laisse aujourd'hui supposer que la valeur de marché de ces actifs pourrait être supérieure à leur valeur nette comptable.
- Autres actifs corporels. Il n'existe pas d'autres références disponibles que la valeur nette comptable de ces actifs qui correspondent essentiellement à des installations techniques, des constructions et du matériel.
- Besoin en fonds de roulement. En l'absence supposée de risque de recouvrement sur les créances clients non provisionnées, la valeur nette comptable du BFR pourrait être retenue. En réalité, lorsqu'une entreprise du secteur dépose le bilan, les créances clients restent souvent impayées, les débiteurs prétextant que, dans le contexte, le défaut de paiement est le meilleur moyen de couvrir le risque d'un vice caché susceptible d'apparaître sur les pierres achetées dans les mois suivant la livraison.
- Autres Actifs et Passifs financiers. S'agissant des autres actifs financiers (essentiellement des prêts et dépôts de garantie) et passifs financiers, la valeur nette comptable est relativement proche de la valeur de marché.
- Passifs spécifiques nés de la cessation d'activité. Au coût de remise en état des sites cédés et des différents litiges déjà pris en compte ci-dessus au travers des provisions figurant au passif du bilan s'ajouterait, dans le contexte d'une cessation complète de l'activité, le coût de restructuration des activités de la Société en France (sans oublier les pertes intercalaires engendrées pendant le processus de liquidation). Rappelons à cet égard que *Rocamat* emploie près de 340 personnes en France.

Au total, il ressort de ces différentes analyses que la valeur liquidative ne peut être estimée de façon fiable, notamment en raison de la difficulté d'évaluer les carrières. Cependant, compte tenu des coûts significatifs qui résulteraient de la cessation complète de l'activité, il ressort de nos simulations que la valeur liquidative de la Société serait très probablement négative, le montant estimé des passifs intégrant notamment les coûts de licenciement excédant très largement la valeur vénale estimée des actifs (rappelons qu'au 30 juin 2014, l'actif net comptable de la Société était négatif à -4,9 m€ et que les frais de personnel se sont élevés à 15 m€ environ sur l'exercice 2013).

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

Dans le cadre de notre mission, nous avons examiné le rapport d'évaluation élaboré par la Banque dans le cadre de l'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire visant les actions de la Société. Cette analyse nous conduit à formuler les commentaires suivants.

5.1. Méthodologie d'évaluation

La Banque a adopté une approche multicritères. Dans ce cadre, elle a examiné les références d'évaluation disponibles (actif net comptable, cours de bourse, prix d'émission de l'augmentation de capital réservée d'octobre 2014) et envisagé la mise en œuvre de quatre méthodes d'évaluation (actualisation des dividendes, méthode DCF, méthode des comparaisons boursières, méthode des transactions comparables).

S'agissant des références d'évaluation, la Banque écarte comme nous la référence représentée par les cours de bourse. En revanche, elle écarte également la référence donnée par l'actif net comptable, alors que nous la considérons comme relativement pertinente compte tenu du niveau actuel et prévisible de la rentabilité des capitaux engagés (niveau inférieur au coût du capital). Par ailleurs, la Banque fait référence au prix d'émission de 0,026 € qui a été retenu pour l'augmentation de capital réservée d'octobre 2014, référence que nous avons omis de considérer dans le présent rapport d'expertise dans la mesure où ce rapport s'inscrit dans la suite logique de l'attestation d'équité que nous avons délivrée sur ce prix d'émission à la demande de la Société. Enfin, à la différence de la Banque, nous avons estimé que la perspective du retrait obligatoire combinée à la faible valeur extériorisée par la continuité de l'exploitation méritait d'examiner la valeur susceptible de résulter d'une cessation complète de l'activité de la Société en France.

S'agissant des méthodes d'évaluation, la Banque considère comme nous que la méthode DCF est la seule méthode pertinente dans le cas d'espèce.

5.2. Modalités de mise en œuvre et résultats de la méthode DCF

S'agissant de l'estimation des flux de trésorerie, la Banque a utilisé comme nous les informations données par le management sur les éléments atypiques de l'exercice 2014 (notamment impact sur le chiffre d'affaires de la baisse conjoncturelle du carnet de commandes à fin 2013, impact sur le montant des charges de structure des mesures de chômage partiel) pour construire ses propres projections sur la période 2015-2018. Par ailleurs, au terme d'une période d'extrapolation de cinq ans (quatre ans dans nos travaux), la Banque retient la même hypothèse que nous pour la détermination de la valeur terminale, à savoir le retour à une rentabilité des capitaux engagés égale au coût du capital ; compte tenu des écarts de taux d'actualisation évoqués ci-après, cette même hypothèse d'atteinte du point mort financier se traduit



dans les travaux de la Banque par un flux normatif notablement supérieur à celui considéré dans nos propres travaux.

S'agissant du taux d'actualisation, la Banque retient un taux supérieur au nôtre (10,9% contre 8,0%). La raison de cet écart tient aux différences d'estimations pour le taux d'intérêt sans risque (1,9%, correspondant au rendement actuel de l'OAT 10 ans, pour la Banque, et 3,5%, correspondant à un taux d'intérêt réel augmenté de l'inflation anticipé sur le long terme, dans nos travaux) et pour la prime de risque de marché (6,5% pour la Banque et 4,5% dans nos travaux), ainsi qu'à la prise en compte par la Banque d'une prime de taille de 3,8%.

Au total, l'estimation centrale *post money* de la valeur du titre *Rocamat* au 31 octobre 2014 obtenue par la Banque, soit 0,012 €, s'avère proche de notre propre estimation de la valeur au 30 juin 2014 *post money* de 0,009 €. La différence de résultat s'explique par l'impact des modalités de calcul de la valeur terminale évoquées ci-dessus et par le profil spécifique des flux de trésorerie prévisionnels dans le cas d'espèce (l'utilisation d'un taux d'actualisation élevé a pour effet de réduire l'impact défavorable des *free cash flows* négatifs attendus sur les trois prochaines années).

6. Conclusions

Dans notre rapport d'expertise en date du 27 octobre 2014, relatif au caractère équitable du prix d'émission de 0,026 € alors envisagé pour une augmentation de capital réservée, nous indiquions qu'en raison de ses caractéristiques (émission de 51 actions nouvelles pour 1 action ancienne), l'Opération s'apparentait peu ou prou, pour les actionnaires minoritaires, à une opération d'éviction.

Sur cette base, la condition que nous avons définie pour que cette opération puisse être considérée comme équitable, était nécessairement contraignante et s'énonçait comme suit : le Prix d'Emission doit être au moins égal à la Valeur Intrinsèque *post money* (i.e. après impact de l'augmentation de capital réservée) du titre *Rocamat* augmentée de la prime de contrôle susceptible d'être payée par un acquéreur (le montant de cette prime étant en théorie pondérée par la probabilité que l'Actionnaire Contrôlant décide de céder le contrôle à plus ou moins brève échéance).

Les travaux d'évaluation réalisés dans ce contexte, qui ont été intégralement repris dans le présent rapport, ont montré que cette condition était parfaitement remplie, ce qui nous avait conduit à confirmer le caractère équitable, pour les actionnaires minoritaires de la Société, du Prix d'Emission de 0,026 €.

Compte tenu des effets, rappelés ci-dessus, de l'augmentation de capital réservée sur la situation des actionnaires minoritaires de la Société, cette même condition doit également prévaloir pour l'appréciation du caractère équitable du prix de 0,05 € envisagé pour l'indemnisation de ces actionnaires dans le cadre de la procédure de retrait obligatoire qui sera mise en œuvre à l'issue de l'Offre.

Ce prix de 0,05 € est supérieur au Prix d'Emission de 0,026 € que nous avons considéré comme équitable fin octobre dernier. Par ailleurs, le management de la Société nous a confirmé qu'aucun événement n'est intervenu depuis lors susceptible de modifier notablement, dans un sens ou dans l'autre, le résultat de nos travaux d'évaluation. Dès lors, nous considérons que le prix de 0,05 € proposé dans le cadre du Retrait Obligatoire est équitable pour les actionnaires minoritaires de la Société.

Paris, le 7 novembre 2014

Pour Accuracy,

Bruno Husson
Associé

5. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE

5.1 COMPOSITION ET DATE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION AYANT RENDU UN AVIS MOTIVE SUR L'OFFRE

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, le conseil d'administration de la Société s'est réuni le 7 novembre 2014 afin notamment d'examiner le projet d'Offre et de rendre un avis motivé sur l'intérêt qu'elle représente ainsi que ses conséquences pour la Société et ses actionnaires.

Monsieur Philippe KARMIN, la société ROCAFIN représentée par Monsieur Robert DAUSSUN, la société ROCAFIN II représentée par Monsieur Pascal ODDO, lui-même représenté par Monsieur Robert DAUSSUN selon pouvoir, Madame Stéphanie CASCIOLA et la société GOELAND Sarl, représentée par Monsieur Marc GUYOT ont participé à la réunion du conseil d'administration.

Les membres présents du conseil d'administration ont adopté à l'unanimité l'avis motivé reproduit dans l'extrait du procès-verbal de cette réunion ci-dessous.

5.2 EXTRAIT DU PROCES-VERBAL DU CONSEIL D'ADMINISTRATION AYANT RENDU UN AVIS MOTIVE SUR L'OFFRE

« Le Président rappelle aux membres du Conseil d'Administration que Rocafin III, de concert avec Rocafin et Rocafin III, ont franchi, le 31 octobre 2014, le seuil de 95% du capital et des droits de vote de la Société suite à l'augmentation de capital avec suppression du droit préférentiel de souscription au profit de Rocafin et Rocafin III, et détiennent à ce jour 539 534 162 actions et 548 299 056 droits de vote, soit 99,68% du capital et 99,67% des droits de vote de la Société, conformément à leurs déclarations de franchissement de seuils en date du 3 novembre 2014 adressées à la Société.

Le Président rappelle aux membres du Conseil d'Administration que Rocafin III, agissant de concert avec Rocafin et Rocafin II, entend déposer auprès de l'Autorité des marchés financiers un projet d'offre publique de retrait suivi d'un retrait obligatoire (l'« OPR-RO »), aux termes de laquelle Rocafin III offre de manière irrévocable aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions de la Société à l'offre publique de retrait et de recevoir en contrepartie 0,05 euro par action qu'ils détiennent (l'« Offre Publique de Retrait »). A l'issue de l'Offre Publique de Retrait, l'ensemble des actions non apportées à l'Offre Publique de Retrait seront transférées à Rocafin III moyennant une indemnité de 0,05 euro par action (le « Retrait Obligatoire »).

A ce titre, le Président rappelle aux membres du Conseil d'Administration qu'ils ont nommé lors de la réunion du 16 octobre 2014 le cabinet Accuracy, 41 rue de Villiers 92523 Neuilly-sur-Seine, représenté par Monsieur Bruno Husson, en tant qu'expert indépendant au sens des articles 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF, et notamment de l'article 261-1 II relatif au retrait obligatoire (l'« Expert Indépendant »).

Un exemplaire du rapport de l'Expert Indépendant a été remis le 6 novembre 2014 aux administrateurs.

Le rapport conclut au caractère équitable des conditions financières de l'OPR-RO et précise notamment concernant le prix de l'OPR-RO que :

- *"Ce prix de 0,05 € est supérieur au Prix d'Emission de 0,026 € que nous avons considéré comme équitable fin octobre dernier. Par ailleurs, le management de la Société nous a confirmé qu'aucun événement n'est intervenu depuis lors susceptible de modifier notablement, dans un sens ou dans l'autre, le résultat de nos travaux d'évaluation. Dès lors, nous considérons que le prix de 0,05 € proposé dans le cadre du Retrait Obligatoire est équitable pour les actionnaires minoritaires de la Société".*

Le Conseil d'Administration prend acte de l'opinion de l'Expert Indépendant quant au caractère équitable, du prix de l'OPR-RO.

Le Président rappelle aux membres du Conseil d'Administration qu'il leur appartient, en application de l'article 231-19-4° du règlement général de l'Autorité des marchés financiers, de rendre un avis motivé sur l'intérêt de cette OPR-RO et sur les conséquences de celle-ci pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

A ce titre, les membres du Conseil d'Administration ont pu prendre connaissance, en sus du rapport de l'Expert Indépendant, des éléments suivants :

- *le projet de note d'information conjointe établi par Rocafin III et la Société qui sera déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers et, en particulier, des caractéristiques de l'OPR-RO, des intentions de Rocafin III, ainsi que des éléments d'appréciation du prix de l'OPR-RO établis par Oddo Corporate Finance, établissement présentateur de l'OPR-RO pour le compte de Rocafin III.*

Le Conseil d'Administration relève que :

- *Rocafin III, agissant de concert avec Rocafin et Rocafin II, propose aux actionnaires de la Société d'acquérir la totalité des actions de la Société qu'ils ne détiennent pas, à un prix de 0,05 euro par action, ce qui apporte aux actionnaires une liquidité immédiate sur l'intégralité de leur participation ;*
- *l'Expert Indépendant conclut dans son rapport au caractère équitable des conditions financières de l'OPR-RO ;*
- *Rocafin III entend poursuivre l'activité de la Société, tel que cela est détaillé à la section 1.2.2 du projet de note d'information conjointe, ce qui est dans l'intérêt de la Société et de ses salariés ;*
- *conformément à la stratégie de poursuite de l'activité de la Société, l'OPR-RO ne devrait pas avoir d'impact sur la politique de la Société en matière d'emploi.*

Après en avoir délibéré, à l'unanimité, le Conseil d'Administration :

- *estime que le projet d'OPR-RO de Rocafin III est dans l'intérêt des actionnaires de la Société, pour les raisons ci-avant mentionnées,*
- *émet un avis favorable sur le projet d'OPR-RO qu'il estime dans l'intérêt de la Société et ses salariés, pour les raisons ci-avant mentionnées, et*
- *recommande aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre Publique de Retrait s'ils souhaitent bénéficier d'une liquidité immédiate de leurs actions.*

Enfin, le Conseil d'Administration autorise, à l'unanimité, le Président-Directeur Général à :

- *finaliser et signer tout document relatif au projet de note d'information conjointe, à la note d'information conjointe, et au document intitulé « Autres Informations » relatif aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société ;*
- *signer toutes attestations requises dans le cadre des opérations visées par l'OPR-RO ; et plus généralement à faire tout ce qui sera nécessaire pour la bonne réalisation de l'OPR-RO décrite ci-dessus, notamment conclure et signer, au nom et pour le compte de la Société, toutes opérations et / ou documents nécessaires et afférents à la réalisation de l'OPR-RO. »*

6. ELEMENTS MENTIONNES A L'ARTICLE L. 225-100-3 DU CODE DE COMMERCE SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'OFFRE

6.1 STRUCTURE DU CAPITAL DE LA SOCIETE

Le capital social de la Société est de 5.412.732 euros et est divisé en 541.273.200 actions entièrement libérées, de même catégorie et de 0,01 euro de nominal.

A l'exception des actions composant le capital social, il n'existe pas d'autres instruments financiers émis par la Société donnant accès immédiatement ou à terme au capital ou aux droits de vote de la Société.

6.2 RESTRICTIONS STATUTAIRES A L'EXERCICE DES DROITS DE VOTE ET AUX TRANSFERTS D' ACTIONS OU LES CLAUSES CONVENTIONNELLES PORTEES A LA CONNAISSANCE DE LA SOCIETE EN APPLICATION DE L'ARTICLE L. 233-11 DU CODE DE COMMERCE

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

Il n'a été porté à la connaissance de la Société, en application de l'article L. 233-11 du code de commerce, aucun accord stipulant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions de la Société.

6.3 PARTICIPATIONS DIRECTES ET INDIRECTES DANS LE CAPITAL DE LA SOCIETE DONT ELLE A CONNAISSANCE EN VERTU DES ARTICLES L. 233-7 ET L. 233-12 DU CODE DE COMMERCE

A la date de la présente note d'information conjointe, le capital de la Société est réparti ainsi qu'il est indiqué au paragraphe 1.1.2.

Les derniers franchissements de seuil effectués conformément aux dispositions de l'article L. 233-7 du code de commerce sont décrits au paragraphe 1.1.1.

La Société ne détient pas de participations dans des sociétés qui la contrôlent directement ou indirectement et n'a donc pas procédé à des notifications prévues par l'article L. 233-12 du Code de commerce.

6.4 LISTE DES DETENTEURS DE TOUT TITRE COMPORTANT DES DROITS DE CONTROLE SPECIAUX ET DESCRIPTION DE CEUX-CI

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

6.5 MECANISMES DE CONTROLE PREVUS DANS UN EVENTUEL SYSTEME D'ACTIONNARIAT DU PERSONNEL, QUAND LES DROITS DE CONTROLE NE SONT PAS EXERCES PAR CE DERNIER

La Société n'a pas mis en place de système de contrôle dans le cadre des plans d'attribution d'actions gratuites. A la date du présent projet de note d'information conjointe, 24.005 actions gratuites qui ont été attribuées à des salariés de la Société restent soumises à une période de conservation se terminant pour 20.561 d'entre elles le 30 avril 2015 et pour 3.444 d'entre elles le 27 juin 2015.

6.6 ACCORDS ENTRE ACTIONNAIRES DONT LA SOCIETE A CONNAISSANCE ET QUI PEUVENT ENTRAENER DES RESTRICTIONS AU TRANSFERT D' ACTIONS ET A L'EXERCICE DES DROITS DE VOTE

La Société n'a connaissance d'aucun accord qui pourrait entraîner des restrictions au transfert et à l'exercice des droits de vote.

6.7 REGLES APPLICABLES A LA NOMINATION ET AU REMPLACEMENT DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION AINSI QU'A LA MODIFICATION DES STATUTS DE LA SOCIETE

6.7.1 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration

La nomination et le remplacement des membres du conseil d'administration sont régis par les dispositions du Code du commerce.

6.7.2 Règles applicables à la modification des statuts

Le capital social peut être augmenté, réduit ou amorti conformément aux lois et règlements en vigueur.

6.8 POUVOIRS DU CONSEIL D'ADMINISTRATION, EN PARTICULIER POUR L'EMISSION OU LE RACHAT D'ACTIONS

Outre les pouvoirs généraux qui lui sont accordés par la loi et les statuts, le conseil d'administration dispose, à la date du présent document, des autorisations suivantes pour émettre ou racheter des actions de la Société :

Délégations accordées par l'Assemblée générale	Date de l'assemblée générale ayant accordé la délégation	Durée de validité de la délégation	Plafond de la délégation	Utilisation faite de la délégation
Délégation de compétence au Conseil d'administration à l'effet de décider de l'émission, avec maintien du droit préférentiel de souscription, d'actions ordinaires	30 juin 2014	12 mois	20 millions d'euros de valeur nominale d'augmentation de capital	NEANT
Délégation de compétence au conseil d'administration à l'effet de décider de l'émission, avec suppression du droit préférentiel de souscription au profit d'une catégorie de personnes, d'actions ordinaires et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société et/ou à des titres de créance	30 juin 2014	12 mois	5 millions d'euros de valeur nominale d'augmentation de capital 5 millions d'euros de titre de créance	NEANT

Le conseil d'administration ne dispose pas, à la date du présent document, d'autorisation pour racheter des actions de la Société.

6.9 ACCORDS CONCLUS PAR LA SOCIETE QUI SONT MODIFIES OU PRENNENT FIN EN CAS DE CHANGEMENT DE CONTROLE DE LA SOCIETE, SAUF SI CETTE DIVULGATION, HORS LES CAS D'OBLIGATION LEGALE DE DIVULGATION, PORTAIT GRAVEMENT ATTEINTE A SES INTERETS

A la connaissance de la Société, l'Offre n'entraîne pas de modifications d'accords conclus par la Société.

6.10 ACCORDS PREVOYANT DES INDEMNITES POUR LES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION OU LES SALARIES, S'ILS DEMISSIONNENT OU SONT LICENCIES SANS CAUSE REELLE ET SERIEUSE OU SI LEUR EMPLOI PREND FIN EN RAISON D'UNE OFFRE PUBLIQUE

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

7. NOMBRE D'ACTIONS DETENUES PAR LA SOCIETE, DIRECTEMENT OU INDIRECTEMENT, SEULE OU DE CONCERT, OU QU'ELLE PEUT DETENIR A SA SEULE INITIATIVE

A la date du présent document, la Société ne détient directement ou indirectement aucune de ses propres actions.

A la date du présent document, la Société ne peut pas acquérir ses propres actions sur sa seule initiative.

8. DECLARATIONS DES PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DU PRESENT DOCUMENT

8.1 POUR LA PRESENTATION DE L'INITIATEUR

« A notre connaissance, les données du présent projet de note d'information conjointe sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

Robert Daussun,
Représentant de la société François IV SAS
Président de Rocafin III

8.2 POUR LA PRESENTATION DE L'OFFRE

« Conformément à l'article 231-18 du règlement général de l'AMF, Oddo Corporate Finance, établissement présentateur de l'Offre, atteste qu'à sa connaissance, la présentation de l'Offre qu'il a examinée sur la base des informations communiquées par l'Initiateur, et les éléments d'appréciation du prix proposé sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

Oddo Corporate Finance

8.3 POUR LA PRESENTATION DE ROCAMAT

« A notre connaissance, les données du présent projet de note d'information conjointe sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

Philippe Karmin
Président Directeur général de Rocamat