

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

Le présent projet de note en réponse n'est pas destiné à être diffusé dans les pays autres que la France

**PROJET DE NOTE D'INFORMATION
ETABLI PAR**



**EN REPONSE AU PROJET D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE
VISANT SES ACTIONS INITIEE PAR**

CASPAR SAS



Le présent projet de note d'information en réponse a été déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l' « **AMF** ») le 7 janvier 2020, conformément aux dispositions de l'article 231-26 de son règlement général, et a été établi conformément aux dispositions de l'article 231-19 dudit règlement.

**L'OFFRE ET LE PRESENT PROJET DE NOTE EN REPONSE
RESTENT SOUMIS À L'EXAMEN DE L'AMF.**

En application des articles 231-19 et 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet Eight Advisory, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans le présent projet de note en réponse.

Le présent projet de note en réponse (le « **Projet de Note en Réponse** ») est disponible sur le site internet de OENEO (<http://www.oeneo.com>) (la « **Société** ») ainsi que sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et mis à la disposition du public sans frais au siège social de OENEO, 16 Quai Louis XVIII - 33000 Bordeaux.

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront déposées auprès de l'AMF et mises à la disposition du public selon les mêmes modalités, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre (tel que ce terme est défini ci-après).

SOMMAIRE

1.	RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES DE L'OFFRE	1
1.1	Présentation de l'Offre	1
1.2	Contexte et Motifs de l'Offre	3
1.3	Nombre et nature des titres visés par l'Offre	5
1.4	Principales autres caractéristiques de l'Offre	5
1.5	Restrictions concernant l'Offre à l'étranger	6
1.6	Procédure d'apport à l'Offre	7
1.7	Publication des résultats de l'Offre	8
1.8	Situation des titulaires d'Actions Gratuites en Période de Conservation	9
1.9	Situation des bénéficiaires des Actions Gratuites en Période d'Acquisition	9
1.10	Calendrier indicatif	11
2.	AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE	12
3.	INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE	20
4.	INTENTION DE LA SOCIETE CONCERNANT LES ACTIONS AUTO-DETENUES	20
5.	ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE	20
6.	ÉLÉMENTS RELATIFS A LA SOCIETE SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE	20
6.1	Structure et répartition du capital de la Société	20
6.2	Participations directes ou indirectes au sein du capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil ou d'une déclaration d'opération sur titres	22
6.3	Restrictions à l'exercice du droit de vote et aux transferts d'actions	22
6.4	Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote	23
6.5	Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions et portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote de la Société	23
6.6	Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci	23
6.7	Mécanisme de contrôle prévu dans un éventuel système d'actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier	23
6.8	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration de la Société, ainsi qu'à la modification des statuts de la Société	23
6.9	Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'actions	24

6.10	Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société	27
6.11	Accords prévoyant des indemnités pour le président-directeur général, les membres du conseil d'administration, les dirigeants ou les salariés de la Société, en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur mandat ou emploi prend fin en raison d'une offre publique	27
7.	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	27
8.	INFORMATIONS COMPLEMENTAIRES CONCERNANT LA SOCIETE	28
9.	PERSONNE ASSUMANT LA RESPONSABILITE DU PROJET DE NOTE EN REPONSE	28

1. RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES DE L'OFFRE

1.1 Présentation de l'Offre

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement de l'article 233-1 du règlement général de l'AMF, Caspar SAS, société par actions simplifiée dont le siège social est situé au 21, boulevard Haussmann – 75009 Paris, immatriculée auprès du registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 878 642 156 (l'« **Initiateur** »), propose de manière irrévocable aux actionnaires de la société OENEO SA, société anonyme à conseil d'administration au capital de 65.052.474 euros, dont le siège social est situé au 16, quai Louis XVIII – 33000 Bordeaux, immatriculée auprès du registre du commerce et des sociétés de Bordeaux sous le numéro 322 828 260, et dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment B du marché réglementé d'Euronext à Paris (« **Euronext Paris** ») sous le code ISIN FR0000052680 (la « **Société** »), d'acquérir la totalité de leurs actions de la Société au prix de 13,50 euros par action (le « **Prix de l'Offre** »), payable exclusivement en numéraire (l'« **Offre** »).

Cette Offre sera suivie, si les conditions sont réunies, d'une procédure de retrait obligatoire conformément aux dispositions de l'article 237-1 du règlement général de l'AMF.

L'Offre fait suite à la réorganisation de l'actionnariat de la Société, décrite à la section 1.2.1 ci-après, à l'issue de laquelle Andromède SAS, société par actions simplifiée dont le siège social est situé au 21, boulevard Haussmann – 75009 Paris, et immatriculée auprès du registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 310 072 194 (« **Andromède** »), conserve indirectement la majorité du capital et des droits de vote de la Société.

L'Offre porte ainsi sur la totalité des actions de la Société (les « **Actions** ») en circulation non détenues, directement ou indirectement, par l'Initiateur, à l'exclusion :

- (i) des 299.133 actions auto-détenues par la Société, et
- (ii) des 79.654 actions gratuites déjà définitivement acquises mais encore soumises à période de conservation (les « **Actions Gratuites en Période de Conservation** »)¹, sous réserve des cas exceptionnels de levée des indisponibilités prévus par les dispositions légales ou réglementaires applicables (cause d'invalidité ou de décès du bénéficiaire), étant précisé que les Actions Gratuites en Période de Conservation ont fait l'objet de la conclusion de contrats de liquidité avec l'Initiateur (ensemble, le « **Contrat de Liquidité** »), tel que mentionné à la section 1.8 ci-après,

soit à la date du Projet de Note en Réponse, un nombre total de 23.591.523 Actions.

¹ Les Actions Gratuites en Période de Conservation ont été attribuées sur la base du Plan n°15 et du Plan n°16.

Il est précisé que les 1.681.038 actions gratuites dont les périodes d'acquisition respectives sont encore en cours à la date du Projet de Note en Réponse (les « **Actions Gratuites en Période d'Acquisition** »², et ensemble avec les Actions Gratuites en Période de Conservation, les « **Actions Gratuites** ») ne sont pas visées par l'Offre, sauf cas de décès ou d'invalidité des bénéficiaires d'Actions Gratuites en Période d'Acquisition³.

Il n'existe par ailleurs aucun titre de capital, ni aucun instrument financier émis par la Société ou droit conféré par la Société pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société, autres que les Actions Gratuites.

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

L'Offre sera ouverte pendant une période de dix jours de négociation.

L'attention des actionnaires est attirée sur le fait que, l'Offre étant réalisée selon la procédure simplifiée, elle ne pourra être réouverte en application de l'article 232-4 du règlement général de l'AMF.

Dans l'hypothèse où les conditions des articles 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF seraient réunies à l'issue de l'Offre, l'Initiateur a l'intention de demander à l'AMF, dès la clôture de l'Offre ou dans un délai de trois mois suivant la clôture de l'Offre, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les Actions non apportées à l'Offre (à l'exception des actions auto-détenues par la Société et des Actions Gratuites en Période de Conservation) (le « **Retrait Obligatoire** »). Dans cette hypothèse, les Actions qui n'auront pas été apportées à l'Offre (autres que (i) celles détenues directement ou indirectement par l'Initiateur, (ii) les actions auto-détenues par la Société et (iii) les Actions Gratuites en Période de Conservation) seront transférées à l'Initiateur moyennant une indemnisation en numéraire par Action égale au Prix de l'Offre, nette de tout frais.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, BNP Paribas, Banque Hottinguer et Crédit Agricole Corporate and Investment Bank, en qualité d'établissements présentateurs de l'Offre (ensemble, les « **Établissements Présentateurs** »), ont déposé auprès de l'AMF, le 10 décembre 2019, un projet de note d'information relatif à l'Offre (le « **Projet de Note**

² Les Actions Gratuites en Période d'Acquisition ont été attribuées sur la base du Plan n°15, du Plan n°17, du Plan n°18 et du Plan n°19.

³ Seuls les bénéficiaires d'Actions Gratuites en Période d'Acquisition attribuées sur la base du Plan n°15 pour les non-résidents fiscaux français et du Plan n°17 pourront être concernés par une attribution anticipée en cas de décès ou d'invalidité, soit un nombre maximal de 71.038 Actions. Le Plan n°18 et le Plan n°19 contiennent des seuils d'atteinte d'objectifs cumulés sur trois ans qui induisent qu'en cas de décès ou d'invalidité pendant la période d'acquisition aucune Action ne serait rendue disponible avant la fin du plan considéré pour le bénéficiaire ou ses ayants-droit.

d'Information ») pour le compte de l'Initiateur. Il est précisé que seule BNP Paribas garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

Dans une décision adoptée le 14 novembre 2019, le conseil d'administration de la Société a décidé :

- de constituer un comité des administrateurs indépendants (le « **Comité des Indépendants** ») chargé de (i) recommander un expert indépendant et superviser la mission de l'expert indépendant et son bon déroulement, (ii) en rendre compte au conseil d'administration, et plus généralement (iii) assister le conseil d'administration dans l'appréciation des mérites de l'offre publique d'achat (en ce compris en formulant des avis, des recommandations et en préparant les travaux du conseil d'administration, notamment un projet d'avis motivé) ;
- que le Comité des Indépendants est composé des administrateurs suivants : Madame Catherine Clément-Chabas, présidente du Comité, la société Paternot Conseil et Investissement, représentée par Monsieur Thierry Paternot, Monsieur Olivier Hubin, Madame Véronique Sanders et Monsieur Armand Wiedemann-Goiran ;
- sur recommandation du Comité des Indépendants et en application des dispositions de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF, de désigner le cabinet Eight Advisory, représenté par M. Geoffroy Bizard, en qualité d'expert indépendant (l'« **Expert Indépendant** ») aux fins d'émettre un avis sur les conditions financières de l'Offre et du Retrait Obligatoire.

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

Les termes de l'Offre sont décrits de manière plus exhaustive dans la section 2 du Projet de Note d'Information.

1.2 Contexte et Motifs de l'Offre

1.2.1 Contexte de l'Offre

L'Offre fait suite à l'apport à l'Initiateur par la société Cassiopée SAS, société par actions simplifiée dont le siège social est situé au 21, boulevard Haussmann – 75009 Paris, immatriculée auprès du Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 878 350 420 (« **Cassiopée** »), le 6 décembre 2019, d'un nombre total de 41.080.492 actions de la Société à travers une augmentation de capital de 111.692.362 euros (l'« **Apport** ») (le « **Contrat d'Apport** »).

Cassiopée étant l'associée unique de l'Initiateur et détenant la majorité du capital et des droits de vote de la Société préalablement à la réalisation dudit apport, l'Apport a été réalisé à la valeur nette comptable des actions apportées dans les comptes de Cassiopée, conformément au règlement ANC 2017-01 du 5 mai 2017, soit une valeur unitaire d'environ 2,72 euros par Action apportée. Cassiopée avait elle-même acquis auprès d'Andromède par voie d'apport, le 6 décembre 2019, 41.080.492 Actions.

Il est précisé que l'Initiateur et ses actionnaires de contrôle n'avaient acquis aucune Action au cours des 12 mois ayant précédé la réalisation de l'Apport et la date du Projet de Note d'Information, autres que celles résultant de l'acquisition de 350.000 Actions par Andromède, le 19 juin 2019, au prix unitaire de 10,04 euros.

La réalisation du transfert prévu dans le cadre de l'Apport était soumise à plusieurs conditions suspensives usuelles et notamment (i) l'établissement et la remise à l'Initiateur, conformément à l'article L. 225-147, alinéa 2 du code de commerce, par un commissaire aux apports, d'un rapport appréciant la valeur des Actions et (ii) l'approbation par décisions de l'associé unique de l'Initiateur de l'Apport, de son évaluation, de sa rémunération et de l'émission des actions émises par l'Initiateur en rémunération de l'Apport. Ces conditions ont, préalablement à la réalisation de l'Apport, toutes été levées ou satisfaites.

L'Initiateur, a publié le 10 décembre 2019 un communiqué de presse annonçant la signature du Contrat d'Apport et l'intention de dépôt par l'Initiateur d'une offre publique d'achat simplifiée suivie le cas échéant du Retrait Obligatoire.

L'Initiateur s'est réservé la faculté, à compter du dépôt du Projet de Note d'Information auprès de l'AMF, et jusqu'à l'ouverture de l'Offre, d'acquérir des Actions au Prix de l'Offre, dans les limites visées à l'article 231-38 IV du règlement général de l'AMF, soit 7.077.958 Actions correspondant au maximum à 30,0% du nombre d'Actions visées par l'Offre.

1.2.2 Motifs de l'Offre

L'Offre s'inscrit dans la volonté de l'Initiateur et de la famille Hériard Dubreuil de faciliter le développement de la Société en dehors de la bourse, dans un contexte d'accroissement de la volatilité des coûts des matières premières et d'une pression concurrentielle croissante.

La cotation pénalise la Société dans la gestion de sa politique de prix, de marges, d'innovation et son positionnement face à ses concurrents, fournisseurs et clients.

Le succès de l'Offre permettra aussi à la Société de se libérer des contraintes réglementaires et administratives liées à la cotation de ses titres, et des coûts qui y sont associés, alors même qu'elle n'a pas utilisé les leviers de la bourse pour son financement depuis 10 ans malgré la construction de trois usines Diamant et ses opérations de croissance externe.

L'objectif est de pouvoir continuer à défendre les positions commerciales de la Société, compte tenu par ailleurs d'une stratégie d'investissements matériels, opérationnels et d'innovation qui resteront significatifs. Par ailleurs, la stratégie de croissance externe s'inscrira dans la continuité, en restant concentrée sur des opérations de taille limitée.

1.3 Nombre et nature des titres visés par l'Offre

A la date du Projet de Note en Réponse, l'Initiateur détient directement 41,082,164 actions et droits de vote de la Société et, par assimilation en raison de la conclusion du Contrat de Liquidité, 79.654 actions et droits de vote supplémentaires.

Conformément aux dispositions de l'article 231-6 du règlement général de l'AMF, l'Offre porte sur la totalité des Actions en circulation non détenues directement ou indirectement par l'Initiateur, à l'exclusion :

- (i) des 299.133 actions auto-détenues par la Société ou détenues pour le compte de la Société ;
et
- (ii) des 79.654 Actions Gratuites en Période de Conservation, faisant l'objet d'un mécanisme de liquidité tel que mentionné à la section 1.8 ci-après, sauf en cas de décès ou d'invalidité des bénéficiaires d'Actions Gratuites en Période de Conservation ;

soit à la date du Projet de Note en Réponse un nombre total de 23.591.523 Actions.

Il n'existe aucun titre de capital, ni aucun instrument financier émis par la Société ou droit conféré par la Société pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société, autres que les Actions Gratuites faisant l'objet du mécanisme de liquidité tel que mentionné à la section 1.8 ainsi que des précisions données à la section 1.9.

1.4 Principales autres caractéristiques de l'Offre

Dans le cadre de l'Offre, l'Initiateur s'engage irrévocablement à acquérir en espèces les actions de la Société au prix de 13,50 euros par action.

L'Offre, le Projet de Note d'Information et le Projet de Note en Réponse restent soumis à l'examen de l'AMF.

L'AMF publiera sur son site internet (www.amf-france.org) une décision de conformité de l'Offre après s'être assurée de la conformité de celle-ci aux dispositions législatives et réglementaires qui lui sont applicables. Cette décision de conformité emportera visa par l'AMF de la note d'information (la « **Note d'Information** »). La note en réponse fera l'objet d'un visa distinct (la « **Note en Réponse** »).

La Note en Réponse ayant reçu le visa de l'AMF et le document « Autres Informations » (voir section 8 ci-après) seront déposés auprès de l'AMF et mis à la disposition du public, sans frais, au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. Ces documents seront disponibles sur le site internet de la Société (<http://www.oeneo.com>) ainsi que sur le site internet de l'AMF (www.amf-france.org) et mis à la disposition du public sans frais au siège social de la Société, 16, quai Louis XVIII – 33000 Bordeaux.

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF publiera un avis d'ouverture de l'Offre et Euronext Paris publiera un avis annonçant les modalités de l'Offre, incluant le calendrier de l'Offre.

1.5 Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

L'Offre est faite exclusivement à tous les détenteurs d'Actions en France.

Le Projet de Note en Réponse n'est pas destiné à être diffusé dans un pays autre que la France.

L'Offre n'a fait ni ne fera l'objet d'aucun enregistrement ou visa en dehors de la France. Les titulaires d'Actions 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 diffusion du présent document, l'Offre, l'acceptation de l'Offre ainsi que la livraison des Actions peuvent faire l'objet d'une réglementation spécifique ou de restrictions dans certains pays. 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 document 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. La Société décline toute responsabilité en cas de violation par toute personne des restrictions qui lui sont applicables.

Le présent document et les autres documents relatifs à l'Offre ne constituent pas une offre de vente ou une sollicitation ou une offre d'achat de valeurs mobilières dans tout autre pays dans lequel une telle offre ou sollicitation est illégale. L'Offre n'a fait l'objet d'aucune formalité, d'aucun enregistrement ou visa en dehors de la France.

Notamment, concernant les États-Unis, il est précisé que l'Offre n'est pas faite, directement ou indirectement, aux États-Unis ou à des personnes ayant résidence aux États-Unis, et aucune acceptation de cette Offre ne peut provenir des États-Unis. En conséquence, aucun exemplaire ou aucune copie du Projet de Note en Réponse, et aucun autre document relatif au Projet de Note en Réponse ou à l'Offre ne pourra être envoyé par courrier, ni communiqué, ni diffusé aux États-Unis de quelque manière que ce soit. Toute acceptation de l'Offre dont on pourrait supposer qu'elle résulterait d'une violation de ces restrictions serait réputée nulle. Aucun porteur d'Actions ne pourra apporter ses Actions à l'Offre s'il n'est pas en mesure de déclarer (i) qu'il n'a pas reçu aux États-Unis de copie du Projet de Note en Réponse ou de tout autre document relatif à l'Offre, et

qu'il n'a pas envoyé de tels documents aux États-Unis, (ii) qu'il n'a pas utilisé, directement ou indirectement, les services postaux, les moyens de télécommunications ou autres instruments de commerce ou les services d'une bourse de valeurs des États-Unis en relation avec l'Offre, (iii) qu'il n'était pas sur le territoire des États-Unis lorsqu'il a accepté les termes de l'Offre ou transmis son ordre d'apport d'Actions et (iv) qu'il n'est ni agent ni mandataire agissant pour un mandant autre qu'un mandant lui ayant communiqué ses instructions en dehors des États-Unis. Les intermédiaires habilités ne pourront pas accepter des ordres d'apport d'Actions qui n'auront pas été effectués en conformité avec les dispositions ci-dessus (à l'exception de toute autorisation ou instruction contraire de ou pour le compte de l'Initiateur, à la discrétion de ce dernier).

Pour les besoins du paragraphe qui précède, on entend par États-Unis, les États-Unis d'Amérique, leurs territoires et possessions, ou l'un quelconque de ces États, et le District de Columbia.

1.6 Procédure d'apport à l'Offre

Les Actions apportées à l'Offre devront être librement transférables et libres de tout gage, nantissement, charge ou restriction au transfert de propriété de quelque nature que ce soit. L'Initiateur se réserve le droit, à sa seule discrétion, d'écarter les Actions apportées qui ne satisferaient pas ces conditions.

L'Offre et tous les contrats y afférents sont soumis au droit français. Tout différend ou litige, quel qu'en soit l'objet ou le fondement, se rattachant à la présente Offre, sera porté devant les tribunaux compétents.

Les actionnaires de la Société qui souhaitent apporter leurs Actions à l'Offre devront remettre à leur intermédiaire financier (établissement de crédit, entreprise d'investissement etc.) un ordre de vente irrévocable en utilisant le modèle mis à leur disposition par cet intermédiaire, en précisant s'ils optent pour la cession de leurs Actions soit sur le marché soit dans le cadre de l'Offre semi-centralisée. Les actionnaires de la Société qui apporteront leurs Actions à l'Offre devront se rapprocher de leurs intermédiaires financiers respectifs afin de se renseigner sur les éventuelles contraintes de chacun de ces intermédiaires ainsi que sur leurs procédures propres de prise en compte des ordres de vente afin d'être en mesure d'apporter leurs Actions à l'Offre dans les détails impartis aux sections 1.6.1 et 1.6.2.

Les actionnaires de la Société souhaitant apporter leurs Actions à l'Offre devront passer un ordre de vente irrévocable au Prix de l'Offre :

- auprès de leur intermédiaire financier – teneur de compte pour les actionnaires détenant leurs Actions sous la forme au porteur ou au nominatif administré ;
- auprès de CACEIS Corporate Trust, 14, rue Rouget de Lisle, 92862 Issy les Moulineaux Cedex 09, pour les actionnaires détenant leurs Actions sous la forme nominative pure.

Les Actions détenues sous la forme nominative devront être converties au porteur pour être apportées à l’Offre. En conséquence, il est précisé que les titulaires d’Actions devront au préalable demander la conversion de celles-ci sous la forme au porteur (i) auprès de leur établissement financier – teneur de compte si leurs Actions sont détenues au nominatif administré, ou (ii) auprès de CACEIS Corporate Trust si leurs Actions sont détenues au nominatif pur.

1.6.1 Procédure d’apport à l’Offre sur le marché

Les actionnaires de la Société souhaitant apporter leurs Actions à l’Offre au travers de la procédure d’apport sur le marché devront remettre leur ordre de vente au plus tard le dernier jour de l’Offre (soit selon le calendrier indicatif, le 5 février 2020) et le règlement-livraison sera effectué au fur et à mesure de l’exécution des ordres, 2 jours de négociation après chaque exécution des ordres, étant précisé que les frais de négociation (y compris les frais de courtage et TVA afférents) resteront à la charge de l’actionnaire vendeur dans le cadre de cette procédure d’apport à l’Offre sur le marché.

Exane BNP Paribas, prestataire de services d’investissement habilité en tant que membre du marché, se portera acquéreur, pour le compte de l’Initiateur, des Actions qui seront apportées à l’Offre sur le marché, conformément à la réglementation applicable.

1.6.2 Procédure d’apport à l’Offre semi-centralisée

Les actionnaires de la Société souhaitant apporter leurs Actions dans le cadre de l’Offre semi-centralisée par Euronext Paris, devront remettre leur ordre de vente au plus tard le dernier jour de l’Offre (soit selon le calendrier indicatif, le 5 février 2020). Le règlement-livraison interviendra alors après l’achèvement des opérations de semi-centralisation. Dans ce cadre, l’Initiateur prendra à sa charge les frais de courtage des actionnaires, étant précisé que les conditions de cette prise en charge sont décrites à la section 2.12 du Projet de Note d’Information.

Euronext Paris versera directement aux intermédiaires financiers les montants dus au titre du remboursement des frais mentionnés ci-dessous et ce à compter de la date de règlement-livraison de la semi-centralisation.

1.7 Publication des résultats de l’Offre

L’AMF fera connaître le résultat définitif de l’Offre au plus tard, conformément aux dispositions applicables, neuf jours de négociation après la clôture de l’Offre et Euronext Paris indiquera dans un avis la date et les modalités de livraison des Actions et de règlement du Prix de l’Offre.

Aucun intérêt ne sera dû pour la période allant de la date d’apport des Actions à l’Offre jusqu’à la date de règlement-livraison de l’Offre.

1.8 Situation des titulaires d'Actions Gratuites en Période de Conservation

Conformément à la politique d'intéressement menée par de la Société prévoyant une acquisition progressive dans le temps et conditionnée à la présence continue des bénéficiaires, la Société a mis en place plusieurs plans d'attribution d'Actions Gratuites. Dans ce cadre, 79.654 Actions Gratuites en Période de Conservation ont été acquises et doivent être conservées jusqu'au 26 juillet 2020.

Ainsi, à la date du Projet de Note en Réponse, et sous réserve des cas d'acquisition et de cessibilité anticipés prévus par la loi, les Actions Gratuites en Période de Conservation ne pourront pas être apportées à l'Offre dans la mesure où la période de conservation des Actions Gratuites en Période de Conservation n'aura pas expiré avant la clôture de l'Offre.

Aux termes du Contrat de Liquidité, l'Initiateur a conclu avec les bénéficiaires des Actions Gratuites en Période de Conservation des promesses d'achat et de vente de leurs Actions Gratuites en Période de Conservation afin de leur permettre de bénéficier d'une liquidité en numéraire pour les Actions Gratuites en Période de Conservation.

En vertu du Contrat de Liquidité, l'Initiateur s'est engagé à acquérir les Actions Gratuites en Période de Conservation après l'expiration de la période de conservation des Actions Gratuites en Période de Conservation, sur demande de chaque bénéficiaire d'Actions Gratuites en Période de Conservation. Corrélativement, chaque bénéficiaire des Actions Gratuites en Période de Conservation s'est engagé à céder les Actions Gratuites en Période de Conservation à défaut d'exercice de la promesse d'achat. Le prix d'exercice des promesses d'achat et de vente est égal au Prix de l'Offre.

1.9 Situation des bénéficiaires des Actions Gratuites en Période d'Acquisition

Hormis en cas de décès ou d'invalidité des bénéficiaires⁴, les Actions Gratuites en Période d'Acquisition n'ont pas vocation à être définitivement acquises d'ici la fin de la période d'Offre ni apportées à l'Offre.

Les Actions Gratuites en Période d'Acquisition visées ci-après s'inscrivent dans un schéma plus large d'intéressement des salariés de la Société via l'attribution d'un nombre maximum de 2.500.000 Actions Gratuites voté lors de l'assemblée générale de la Société en date du 25 juillet 2019.

⁴ Seuls les bénéficiaires d'Actions Gratuites en Période d'Acquisition attribuées sur la base du Plan n°15 pour les non-résidents fiscaux français et du Plan n°17 pourront être concernés par une attribution anticipée en cas de décès ou d'invalidité, soit un nombre maximal de 71.038 Actions. Le Plan n°18 et le Plan n°19 contiennent des seuils d'atteinte d'objectifs cumulés sur trois ans qui induisent qu'en cas de décès ou d'invalidité pendant la période d'acquisition aucune Action ne serait rendue disponible avant la fin du plan considéré pour le bénéficiaire ou ses ayants-droit.

Le tableau ci-dessous résume les principales caractéristiques des plans d'attribution d'Actions Gratuites en Période d'Acquisition à la date du Projet de Note en Réponse :

	Plan n°15 ⁵	Plan n° 17	Plan n° 18	Plan n° 19
Date d'autorisation de l'attribution par l'assemblée générale	26 juillet 2018	26 juillet 2018	25 juillet 2019	25 juillet 2019
Date d'attribution par le conseil d'administration	26 juillet 2018	12 juin 2019	25 juillet 2019	25 juillet 2019
Nombre d'actions attribuées	4.588	66.450	650.000	960.000
Condition de présence	Présence continue du bénéficiaire au sein de la Société (ou société liée) jusqu'à la date d'acquisition			
Conditions de performance	Les objectifs qui avaient été fixés par le Conseil d'administration ont déjà été atteints	Les objectifs qui avaient été fixés par le Conseil d'administration ont déjà été atteints	Atteinte d'objectifs futurs fixés en matière de cumul d'EBITDA et de Free Cash Flow sur les 3 exercices mars 2020 à mars 2022	Atteinte d'objectifs futurs fixés en matière de cumul d'EBITDA et de Free Cash Flow sur les 3 exercices mars 2020 à mars 2022
Période d'acquisition	2 ans	1 an	3 ans	3 ans
Règlement	Actions existantes de la Société	Actions existantes de la Société	Actions existantes de la Société	Actions existantes de la Société
Date d'expiration de la période d'acquisition	27 juillet 2020	12 juin 2020	25 juillet 2022	25 juillet 2022
Période de conservation	Aucune	1 an	Aucune	Aucune

⁵ Sont uniquement visés ici les bénéficiaires du Plan n°15 qui ne sont pas résidents fiscaux français. Par dérogation au règlement général dudit Plan qui prévoit une période d'acquisition d'un an et une période de conservation d'un an, les actions des bénéficiaires non-résidents fiscaux français sont sujettes à une période d'acquisition de deux ans, sans période de conservation.

Nombre maximum d'actions pouvant être acquises	4.588	66.450	650.000 (en cas d'atteinte du Plan d'Affaires)	960.000 (en cas de surperformance du Plan d'Affaires)
---	-------	--------	--	---

L'Initiateur s'engagera à permettre aux bénéficiaires des Actions Gratuites en Période d'Acquisition de céder à l'Initiateur lesdites Actions à partir de la date à laquelle elles seront définitivement acquises et cessibles (la « **Cession** »).

Il est précisé que ce mécanisme de liquidité n'a pas encore été formalisé.

Cet engagement n'est pas de nature à avoir une incidence sur l'appréciation du Prix de l'Offre, il est néanmoins détaillé par l'Initiateur à la section 2.4 du Projet de Note d'Information.

1.10 Calendrier indicatif

Le calendrier figurant ci-dessous est proposé à titre indicatif.

10 décembre 2019	Dépôt du Projet de Note d'Information auprès de l'AMF. Mise à disposition du public et mise en ligne du Projet de Note d'Information sur le site internet de l'AMF et sur un site internet dédié. Diffusion par l'Initiateur d'un communiqué de presse informant du dépôt et de la mise à disposition du Projet de Note d'Information.
7 janvier 2020	Dépôt du projet de Note en Réponse auprès de l'AMF Mise à disposition du public et mise en ligne du Projet de Note en Réponse sur le site internet de l'AMF et sur un site internet dédié. Diffusion par la Société d'un communiqué de presse informant du dépôt et de la mise à disposition du Projet de Note en Réponse.
21 janvier 2020	Déclaration de conformité de l'Offre par l'AMF emportant visa de la Note d'Information et visa de la Note en Réponse.

22 janvier 2020	Mise à disposition de la Note d'Information et du document « Autres Informations » relatif aux caractéristiques juridiques, comptables et financières de l'Initiateur ainsi que de la Note en Réponse et du document « Autres Informations » relatif aux caractéristiques juridiques, comptables et financières de la Société. Publication par l'Initiateur et la Société d'un communiqué indiquant la mise à disposition des notes visées et des documents « Autres Informations ».
23 janvier 2020	Ouverture de l'Offre.
5 février 2020	Clôture de l'Offre.
7 février 2020	Publication de l'avis de résultat de l'Offre par l'AMF.

Le cas échéant, le Retrait Obligatoire sera mis en œuvre dans les plus brefs délais à compter de la publication des résultats si les Actions non-présentées à l'Offre ne représentent pas plus de 10% du capital social et des droits de vote de la Société.

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

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 6 janvier 2020 afin, notamment, d'examiner le projet d'Offre et de rendre un avis motivé sur l'intérêt de l'Offre et sur les conséquences de celle-ci pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Etaient présents :

- Monsieur Hervé Claquin, président du conseil d'administration ;
- Madame Marie-Amélie Jacquet, vice-président du conseil d'administration ;
- Madame Caroline Bois, administrateur ;
- Madame Gisèle Durand, administrateur ;
- Monsieur Vivien Hériard-Dubreuil, administrateur ;
- Madame Catherine Clement-Chabas, administrateur indépendant ;
- Monsieur Jacques Herail, administrateur ;
- Monsieur Olivier Hubin, administrateur indépendant ;
- Paternot Conseil et Investissement, représentée par Monsieur Thierry Paternot, administrateur indépendant ;
- Madame Véronique Sanders, administrateur indépendant ;
- Monsieur Armand Wiedemann-Goiran, administrateur indépendant ; et
- Monsieur François Hériard Dubreuil, censeur.

Etaient absents et excusés :

- Monsieur Elie Hériard-Dubreuil, administrateur ;
- Monsieur Marc Hériard Dubreuil, censeur.

Un extrait des délibérations du Conseil d'administration relatif à son avis motivé est reproduit ci-après :

*« Le Conseil d'administration d'OENEO (la « **Société** ») s'est réuni afin, notamment, d'examiner le projet amical d'offre publique d'achat simplifiée déposé par Caspar SAS (l'« **Initiateur** ») visant les actions de la Société (l'« **Offre** ») et de rendre, conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** »), un avis motivé sur l'intérêt de l'Offre et sur les conséquences de celle-ci pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.*

L'Initiateur détenait directement 41.080.492 actions de la Société au jour du dépôt de l'Offre et en détient, au 6 janvier 2020, 41.082.164, soit 63,15% du capital et des droits de vote de la Société. L'Initiateur détient en outre à ce jour par assimilation, depuis la conclusion d'un mécanisme de liquidité avec les bénéficiaires des actions attribuées gratuitement encore en période de conservation, 79.654 actions de la Société représentant 0,12% de son capital et de ses droits de vote.

Le Conseil d'administration a notamment pris connaissance des documents suivants :

- *le projet de note d'information de l'Initiateur contenant notamment les motifs de l'Offre, les intentions de l'Initiateur, les caractéristiques de l'Offre et les éléments d'appréciation du prix de l'Offre de 13,50 euros par action de la Société (le « **Prix de l'Offre** ») ;*
- *le projet de note en réponse de la Société destiné à être déposé auprès de l'AMF ; et*
- *le rapport d'Eight Advisory, représenté par Monsieur Geoffroy Bizard, désigné expert indépendant (l'« **Expert Indépendant** ») en application des dispositions de l'article 261-1 I et II du règlement général de l'AMF, pour se prononcer sur les conditions financières de l'offre, y compris dans la perspective d'un retrait obligatoire.*

*Au sein du Conseil d'administration, un comité ad hoc composé des administrateurs indépendants (le « **Comité** ») a été nommé le 14 novembre 2019.*

Le Comité est composé de Mme Catherine Clément-Chabas, présidente du Comité, M. Olivier Hubin, Paternot, Conseil et Investissement, représentée par M. Thierry Paternot, M. Armand Wiedemann-Goiran et Mme Véronique Sanders, administrateurs indépendants.

Ce Comité a sélectionné l'expert indépendant Eight Advisory, représenté par Monsieur Geoffroy Bizard, en a proposé la nomination puis a assuré le suivi des travaux de l'expert et préparé les termes de l'avis motivé que doit rendre le Conseil d'administration.

Le Comité a décidé de se faire assister dans ses analyses et recommandations par le cabinet d'avocats Orrick Rambaud Martel, en qualité de conseil juridique.

Monsieur Geoffroy Bizard, représentant le cabinet Eight Advisory, a commenté son rapport remis aux administrateurs et exposé les diligences effectuées dans ce cadre.

Monsieur Geoffroy Bizard a procédé ensuite à une lecture des conclusions de son rapport et indique qu'à l'issue de ses travaux, il constate que le prix offert par action, et les conditions financières de l'éventuel retrait obligatoire qui pourrait être mis en œuvre à l'issue de l'Offre, présentent un caractère équitable.

Le Conseil d'administration a ensuite entendu la présidente du Comité rendre compte de la mission du Comité et indiqué que, dans le cadre de sa mission, le Comité n'a pas relevé d'éléments de nature, selon lui, à remettre en cause le bon déroulement des travaux de l'Expert Indépendant.

Recommandation du Comité

Le Comité résume ci-après succinctement les travaux accomplis dans le cadre de sa mission :

- *Le 14 novembre 2019, le Comité a revu les propositions de mission de quatre cabinets susceptibles de réaliser une expertise indépendante. Le Comité a analysé notamment les références et expériences des candidats, la clarté de leur offre, leur compréhension de l'activité de la Société et de l'opération envisagée, le volume d'heures de travail pressenti ainsi que le prix proposé, pour noter et classer les différentes offres de service. La proposition ayant reçu la meilleure note sur la base de 8 critères a été celle du cabinet Eight Advisory. Ce cabinet a confirmé ne pas être en conflit d'intérêts avec les différents intervenants et disposer des moyens matériels suffisants et de la disponibilité pour réaliser sa mission. Compte tenu de ce qui précède, le Comité a recommandé le cabinet Eight Advisory et le Conseil d'administration l'a nommé en qualité d'expert indépendant, pour émettre, en application des dispositions des articles 261-1 I et 261-1 II du règlement général de l'AMF, un rapport sur les conditions financières de l'offre.*
- *Le 22 novembre 2019, le Comité a tenu une réunion sur le détail de la mission de l'expert. Ainsi, le Comité et l'Expert Indépendant ont discuté des méthodes d'évaluations financières qui pouvaient être utilisées, des principaux indicateurs financiers devant être analysés au regard de la spécificité de la Société, du marché sur lequel intervient la Société et de*

l'environnement dans lequel elle évolue. Une liste des documents nécessaires à la bonne réalisation de la mission de l'expert a été revue. Le Comité a fait part à l'expert des points d'attention qu'il souhaitait voir traité et analysé.

- *Le 2 décembre 2019, le Comité s'est à nouveau réuni. L'Expert Indépendant a présenté un état d'avancement (i) de ses travaux, (ii) de la réception des informations, (iii) du calendrier de la mission et des entretiens à réaliser. L'Expert Indépendant a confirmé que les méthodes et hypothèses utilisées par les banques présentatrices étaient clairement expliquées dans les documents mis à sa disposition, le prix d'offre étant encore inconnu.*
- *Le 9 décembre 2019, une autre réunion du Comité s'est tenue. L'Expert Indépendant a confirmé au Comité avoir reçu toutes les informations nécessaires à l'accomplissement de sa mission. Une revue détaillée des données et des tendances du plan d'affaires qui a été validé par le Conseil d'administration du 22 mars 2019, et transmis aux banques présentatrices et à l'Expert Indépendant, a été réalisée au regard de l'évolution passée et des perspectives attendues de la Société. Une analyse des éventuels éléments « positifs » et « négatifs » non retenus dans le plan d'affaires a été discutée. L'Expert Indépendant a également présenté les benchmarks disponibles sur les prévisions et les paramètres d'évaluation. Le Comité et l'Expert Indépendant ont pris connaissance du projet de note d'information de l'Initiateur finalisé, le prix étant encore inconnu. Des discussions ont eu lieu sur la mise en œuvre des méthodes d'évaluation par les banques présentatrices et les résultats associés pour chaque méthode. Enfin, le Comité a commenté la présentation des derniers résultats publiés et confirmé que cette communication financière reflétait bien la performance du semestre et la tendance pour l'exercice 2019-2020.*
- *Le 16 décembre 2019, le Comité s'est réuni pour se faire présenter les premiers résultats préliminaires de l'Expert Indépendant. Le Comité a longuement discuté des différentes hypothèses et analyses mises en œuvre par l'Expert Indépendant et les résultats préliminaires des différentes approches de valorisation. Par ailleurs, le Comité a aussi pris acte de la déclaration d'intention du 13 décembre 2019 de Polygon Global Partners LLP.*
- *Le 23 décembre 2019, le Comité a préparé ses recommandations au Conseil d'administration relativement à son avis sur l'Offre sur la base d'un rapport préliminaire de l'Expert Indépendant.*
- *Le 3 janvier 2020, l'Expert Indépendant a confirmé au Comité avoir reçu toutes les informations nécessaires à l'accomplissement de sa mission, a présenté au Comité son rapport et précisé qu'il concluait au caractère équitable de l'Offre, y compris dans la perspective du retrait obligatoire. Le Comité a finalisé ses recommandations au Conseil*

d'administration au regard des dernières confirmations obtenues et du rapport de l'Expert Indépendant.

Le Comité a fait le constat de l'absence de réception de questions ou de réflexions d'actionnaires.

De manière générale, le Comité s'est attaché à ce que le rapport de l'Expert Indépendant prenne bien en compte les éléments suivants, propres au contexte et à l'Offre, qui lui sont apparus être d'une particulière importance. Il a notamment pris en compte ces éléments de l'Offre pour établir sa recommandation.

o Intentions de l'Initiateur

Le Comité a pris acte des éléments qui résultent des intentions et objectifs déclarés par l'Initiateur dans son projet de note d'information, en particulier concernant l'intérêt de la Société et de ses salariés et les conséquences pour les parties prenantes de la Société.

Il en ressort que l'Offre est réalisée dans un objectif de continuité de la stratégie et de poursuite du développement, sans changement significatif, ni sur la politique industrielle de la Société ni en matière d'emploi. A cet égard, l'Initiateur n'envisage donc pas de modifier la politique de ressources humaines et la gestion des effectifs de la Société ; les salariés continueront de bénéficier du même statut individuel et collectif.

L'Offre s'inscrit dans la volonté de l'Initiateur de poursuivre le développement des activités de la Société en dehors des contraintes liées à la cotation boursière, la Société ayant depuis dix ans investi dans la construction de trois usines « Diamant » et dans des opérations de croissance externe sans utiliser les leviers de la bourse pour son financement.

Le Comité a noté la volonté de l'Initiateur de pouvoir continuer à défendre les positions commerciales de la Société, de maintenir une stratégie d'investissements matériels, opérationnels et d'innovation qui resteront significatifs. Par ailleurs, la stratégie de croissance externe restera dans la continuité de celle appliquée jusqu'à l'Offre, en particulier en termes de taille d'opération, et aucune opération d'une taille supérieure à celles réalisées jusqu'à présent n'est à l'étude. Il ressort de l'objectif de continuité que la Société recourra à la dette dans des proportions équivalentes à ce qui a été réalisé par le passé.

Le Comité a pu noter que l'actionnaire de contrôle avait soutenu la Société dans ses besoins de financement lorsque cela avait été nécessaire et que la politique menée a conduit à des relations de confiance avec les salariés.

L'actionnaire de contrôle est considéré comme responsable et promeut au sein de la Société une stratégie dans une vision de long terme prenant en compte les enjeux sociaux et environnementaux. L'Initiateur n'a pas l'intention de céder sa participation au capital de la Société à l'issue de l'Offre.

Le Comité a aussi noté que l'Initiateur a l'intention de demander à l'AMF, à l'issue de l'Offre ou dans un délai de trois mois à compter de sa clôture, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire, si le nombre d'actions non présentées à l'Offre par les actionnaires minoritaires de la Société ne représente pas, à l'issue de l'Offre, plus de 10% du capital et des droits de vote de la Société. Le retrait obligatoire serait effectué moyennant une indemnisation des actionnaires concernés au Prix de l'Offre. La mise en œuvre de cette procédure entraînerait la radiation des actions de la Société d'Euronext Paris.

Le Comité précise en outre que le projet de note d'information mentionne que, dans l'hypothèse où l'Initiateur ne serait pas en mesure, à l'issue de l'Offre, de mettre en œuvre un retrait obligatoire, il se réserve la possibilité de déposer un projet d'offre publique de retrait suivie le cas échéant d'un retrait obligatoire visant les actions de la Société qu'il ne détiendrait pas directement ou indirectement ou de concert à cette date. Dans ce cadre, l'Initiateur n'exclut pas d'accroître sa participation dans la Société postérieurement à l'issue de l'Offre et préalablement au dépôt d'une nouvelle offre dans le respect des dispositions légales et réglementaires applicables.

Enfin, le Comité constate qu'en fonction des résultats de l'Offre, et notamment dans l'hypothèse où l'Initiateur ne parviendrait pas à atteindre le seuil permettant de demander la mise en œuvre du retrait obligatoire, l'Initiateur se réserve la faculté d'étudier une éventuelle fusion de la Société avec certaines sociétés de son groupe, aucune étude de faisabilité n'étant toutefois engagée à ce jour.

o Prix de l'Offre

L'Initiateur propose d'acquérir, en numéraire et au prix de 13,50 par action, la totalité des actions de la Société qu'il ne détient pas à la date de dépôt de l'Offre, à l'exclusion des actions auto-détenues par la Société et des actions gratuites en période de conservation compte tenu de leur indisponibilité légale.

L'Initiateur s'est engagé à proposer aux bénéficiaires de ces actions gratuites en période de conservation de conclure des promesses d'achat et de vente de leurs actions afin de leur permettre de bénéficier, à l'échéance qui va intervenir rapidement, d'une liquidité en numéraire au Prix de l'Offre. En ce qui concerne les engagements de l'Initiateur vis-à-vis des bénéficiaires de droits à attribution gratuite d'actions, encore en période d'acquisition,

un mécanisme de liquidité leur sera offert leur conférant un risque économique sans valeur plancher. Le Comité a noté que l'Expert Indépendant considère que le traitement des plans d'attribution gratuites d'actions dans le cadre de l'Offre n'est pas de nature à remettre en cause l'égalité entre les actionnaires.

De plus, le Comité a regardé avec une particulière attention les points suivants :

- La réglementation applicable à l'Offre telle que proposée dans la consultation publique ouverte par l'AMF, qui bien qu'elle ne soit pas encore en vigueur, a inspiré le processus mis en place pour rendre l'avis du Conseil d'administration concernant l'Offre ;*
- L'importance des prix instantanés du liège et du bois sur les prévisions de la Société, le positionnement de la Société par rapport à ses concurrents et l'échéance d'un brevet important pour la Société ;*
- Les conclusions du rapport de l'Expert Indépendant qui sont les suivantes :*

« A l'issue de nos travaux, nous observons que ce prix de 13,50 € fait ressortir une prime de :

- 12,5% sur la valeur centrale issue de la méthode DCF (méthode d'évaluation retenue à titre principal) ;*
- 15,7% sur la valeur centrale issue de la méthode EVA (méthode d'évaluation retenue à titre principal) ;*
- 46,3% sur la valeur centrale issue de la méthode des multiples boursiers incluant les multiples de Guala Closures (méthode d'évaluation retenue à titre secondaire) ;*
- 30,9% sur la valeur centrale issue de la méthode des multiples boursiers excluant les multiples de Guala Closures (méthode d'évaluation retenue à titre secondaire) ;*
- 11,6% par rapport au dernier cours de bourse avant l'annonce, 21,7% par rapport au cours de bourse moyen 1 mois pondéré par les volumes, et 25,5% par rapport au cours moyen pondéré trois mois (référence à titre principal) ;*
- 34,5% par rapport aux dernières transactions sur le capital (référence à titre secondaire).*

Dans ce contexte, au regard des éléments ci-dessus, nous sommes d'avis que le prix de 13,50 € par action que l'Initiateur propose dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de la société OENEO S.A., y compris dans le cas de la mise en œuvre d'un Retrait Obligatoire. »

Le Comité a ainsi constaté que l'Offre permet aux actionnaires de trouver une liquidité immédiate plus importante que celle offerte par le marché préalablement à l'annonce de l'Offre, dans des conditions reflétant les spécificités de la Société et jugées équitables par l'Expert Indépendant, y compris dans la perspective d'un retrait obligatoire.

Le Comité attire l'attention des actionnaires sur la moindre liquidité qui pourrait exister sur le marché après l'Offre en l'absence de retrait obligatoire.

En considération notamment de l'ensemble des éléments ci-dessus, le Comité recommande unanimement que le Conseil d'administration considère l'Offre conforme aux intérêts de la Société, de ses salariés et de ses actionnaires, et qu'il recommande à ces derniers d'apporter leurs titres à l'Offre.

Avis du Conseil d'administration

Le Conseil d'administration a ainsi pris acte des travaux du Comité et des recommandations de ce dernier sur l'Offre ainsi que des conclusions de l'Expert Indépendant.

Au regard des éléments qui précèdent, le Conseil d'Administration, après en avoir délibéré et étant précisé que les administrateurs autres que les membres indépendants du Conseil d'Administration ont souhaité exprimer un vote en suivant la position dégagée et recommandée par le Comité, décide, à l'unanimité des présents :

- *de reprendre à son compte les travaux et recommandations du Comité ;*
- *que l'Offre est conforme aux intérêts de la Société, de ses salariés et de ses actionnaires, et recommande à ces derniers d'apporter leurs titres à l'Offre ;*
- *d'approuver le projet de note en réponse qui lui a été présenté et donne tous pouvoirs au Directeur Général, avec faculté de délégation, pour le finaliser et le déposer auprès de l'AMF ;*
- *de donner tous pouvoirs au Directeur Général, avec faculté de délégation, à l'effet (i) de signer tout document relatif au projet de note en réponse et de préparer et déposer auprès de l'AMF le document intitulé « autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société », (ii) de signer toutes attestations requises dans le cadre de l'Offre et (iii) plus généralement, de faire tout ce qui sera nécessaire pour la bonne réalisation de l'Offre (en ce compris la publication de tout communiqué de presse requis par la réglementation). »*

3. INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE

Les membres du conseil d'administration, à savoir Monsieur Hervé Claquin, Madame Marie-Amélie Jacquet, Madame Caroline Bois, Madame Gisèle Durand, Monsieur Elie Hériard-Dubreuil, Monsieur Vivien Hériard-Dubreuil, Madame Catherine Clement-Chabas, Monsieur Jacques Herail, Monsieur Olivier Hubin, Paternot Conseil et Investissement, Madame Véronique Sanders et Monsieur Armand Wiedemann-Goiran, Monsieur François Hériard Dubreuil et Monsieur Marc Hériard-Dubreuil, ont indiqué qu'ils apporteront leurs titres à l'Offre, à l'exception des cinq actions qu'ils doivent conserver au titre de leurs fonctions en raison d'une obligation statutaire.

4. INTENTION DE LA SOCIETE CONCERNANT LES ACTIONS AUTO-DETENUES

La Société n'a pas l'intention d'apporter à l'Offre les 299.133 actions auto-détenues ni d'acquérir, céder ou transférer aucune de ses actions jusqu'à la clôture de l'Offre.

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

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

6. ÉLÉMENTS RELATIFS A LA SOCIETE SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

6.1 Structure et répartition du capital de la Société

Au 31 décembre 2019, le capital social s'élève à 65.052.474 euros, divisé en 65.052.474 actions ayant chacune une valeur nominale de 1 euro, toutes entièrement libérées et de même catégorie.

Ces 65.052.474 actions représentent, au 31 décembre 2019, autant de droits de vote théoriques.

Au 31 décembre 2019, à la connaissance de la Société, le capital et les droits de vote théoriques de la Société étaient répartis comme suit :

Actionnaire	Nombre d'actions (1)	% du capital	Nombre de droits de vote théoriques (2)	% des droits de vote théoriques
Initiateur	41.082.164	63,15	41.082.164	63,15
Initiateur (détention par assimilation) (3)	79.654	0,12	79.654	0,12
<i>Sous-total Initiateur</i>	41.161.818	63,27	41.161.818	63,27
Public (4)	23.591.523	36,27	23.591.523	36,27
Auto-détention	299.133	0,46	299.133	0,46
TOTAL	65.052.474	100	65.052.474	100

(1) 1.760.692 actions de la Société attribuées gratuitement sont légalement indisponibles car encore en période d'acquisition (1.681.038) ou en période de conservation (79.654). Par ailleurs, ces actions font l'objet du Contrat de Liquidité.

(2) Conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de l'ensemble des actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les actions privées de droit de vote.

Un droit de vote double de celui conféré aux autres actions ordinaires, eu égard à la quotité du capital social qu'elles représentent, est attribué, sur demande expresse de l'actionnaire souhaitant bénéficier de ce droit, à (i) toutes les actions ordinaires entièrement libérées pour lesquelles il est justifié d'une inscription nominative, depuis deux ans au moins, au nom d'un même actionnaire, ainsi qu'à (ii) toutes les actions nominatives attribuées gratuitement à un actionnaire, en cas d'augmentation du capital par incorporation de réserves, bénéfices ou primes d'émission, à raison d'actions anciennes pour lesquelles il bénéficie de ce droit. En cas de détention des actions anciennes depuis moins de deux ans, les actions nouvelles seront admises au droit de vote double à la même date que les actions anciennes.

(3) 79.654 actions attribuées gratuitement sont assimilées, conformément à l'article L. 233-9 I, 4° bis du code de commerce, aux actions déjà détenues par l'Initiateur compte tenu de l'existence du Contrat de Liquidité.

(4) Dont 10.169 actions figurant au compte de liquidité du contrat de liquidité confié à la Société de Bourse Gilbert Dupont, qui a été suspendu le 10 décembre 2019.

6.2 Participations directes ou indirectes au sein du capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil ou d'une déclaration d'opération sur titres

Au 31 décembre 2019, à la connaissance de la Société, le capital et les droits de vote théoriques de la Société étaient répartis ainsi qu'il est indiqué à la section 7.1 du Projet de Note en Réponse.

Conformément aux articles L. 233-7 et suivants du code de commerce, l'Initiateur a déclaré, en date du 10 décembre 2019, à l'AMF et à la Société, qu'elle avait, du fait de l'Apport, franchi le 6 décembre 2019 le seuil de 50% du capital et des droits de vote de la Société, et a déclaré ses intentions concernant la Société. Ces déclarations ont donné lieu à un avis publié par l'AMF le 13 décembre 2019 (219C2716).

6.3 Restrictions à l'exercice du droit de vote et aux transferts d'actions

6.3.1 Restrictions à l'exercice du droit de vote

Tout actionnaire a autant de voix qu'il possède d'actions ou en représente, sans autre limitation que celles prévues par le code de commerce.

Toutefois, un droit de vote double de celui conféré aux autres actions, eu égard à la quotité du capital social qu'elles représentent, est attribué sur la demande expresse de l'actionnaire désirant bénéficier de ce droit notifié à la Société par lettre recommandée :

- a) à toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il sera justifié d'une inscription nominative depuis deux ans au moins au nom du même actionnaire ;
- b) aux actions nominatives attribuées gratuitement à un actionnaire, en cas d'augmentation de capital par incorporation de réserves, bénéfices ou primes d'émission, à raison d'actions anciennes pour lesquelles il bénéficie de ce droit. En cas de détention des actions anciennes depuis moins de deux ans, les actions nouvelles seront admises au droit de vote double à la même date que les actions anciennes.

Ce droit de vote double cessera de plein droit pour toute action transférée en propriété.

Néanmoins, n'interrompt pas le délai ci-dessus fixé ou conserve le droit acquis, tout transfert par suite de succession, de liquidation de communauté de biens entre époux ou de donation entre vifs, au profit d'un conjoint ou d'un parent au degré successible.

Il en est de même, sauf stipulation contraire des statuts, en cas de transfert par suite d'une fusion ou d'une scission d'une société actionnaire.

Les droits de vote double dans des sociétés tierces dont bénéficie la société absorbée ou scindée sont maintenus au profit de la société absorbante ou de la société bénéficiaire de la scission ou, selon le cas au profit de la société nouvelle résultant de l'opération de fusion ou de scission.

Les actionnaires peuvent individuellement renoncer définitivement ou temporairement à leur droit de vote double, cette renonciation n'étant opposable à la Société et aux autres actionnaires qu'après avoir été notifiée à la Société par lettre recommandée.

6.3.2 Restrictions aux transferts d'actions

Les statuts de la Société prévoient que les actions sont librement négociables.

6.4 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote

Néant.

6.5 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions et portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote de la Société

Néant.

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

Néant.

6.7 Mécanisme de contrôle prévu dans un éventuel système d'actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier

Néant.

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

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

La Société est administrée par un conseil d'administration de six membres au moins et de dix-huit au plus, sous réserve des dérogations prévues par la loi.

En cours de vie sociale, les administrateurs sont nommés ou renouvelés par l'assemblée générale ordinaire des actionnaires. Toutefois, en cas de fusion, la nomination peut être faite par l'assemblée générale extraordinaire statuant sur l'opération.

La durée de leurs fonctions est de trois années.

Les fonctions d'un administrateur prennent fin à l'issue de l'assemblée générale ordinaire qui statue sur les comptes de l'exercice écoulé, tenue dans l'année au cours de laquelle expire le mandat dudit administrateur. Les administrateurs sont toujours rééligibles. Ils peuvent être révoqués à tout moment par l'assemblée.

6.8.2 Règles applicables à la modification des statuts de la Société

L'assemblée générale extraordinaire est seule compétente pour modifier les statuts de la Société, conformément aux dispositions législatives et réglementaires en vigueur.

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

6.9 **Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'actions**

En dehors des pouvoirs qui lui sont accordés par la loi et les statuts, le conseil d'administration dispose d'autorisations et de délégations accordées par l'assemblée générale des actionnaires en matière d'émission ou de rachat d'actions, dont le détail est le suivant :

Nature des autorisations	Montant nominal maximum autorisé	Durée	Utilisation
AGM du 25 juillet 2019 17^{ème} résolution Autorisation au Conseil d'administration de réduire le capital social par annulation des actions auto détenues	10 % du capital calculé au jour de la décision d'annulation*	18 mois	Non utilisée

AGM du 25 juillet 2019 18^{ème} résolution Autorisation au Conseil d'administration à l'effet de procéder à l'attribution gratuite d'actions existantes ou à émettre aux salariés et à certains mandataires sociaux	2.500.000 actions**	38 mois	Utilisée à hauteur de 1.610.000 actions au 25 juillet 2019 dans le cadre du Plan n°18 et du Plan n°19, représentant 2,51% du capital social en date du 25 juillet 2019
AGM du 25 juillet 2019 19^{ème} résolution Délégation de compétence au Conseil d'administration à l'effet d'augmenter le capital social par émission d'actions ou de toutes valeurs mobilières donnant accès, immédiatement ou à terme, au capital avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires	Montant nominal maximal de 22.000.000 euros***	26 mois	Non utilisée
AGM du 25 juillet 2019 20^{ème} résolution Délégation de compétence au Conseil d'administration à l'effet d'augmenter le capital social par émission d'actions ou de toutes valeurs mobilières donnant accès, immédiatement ou à terme, au capital avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires	Montant nominal maximal de 22.000.000 euros	26 mois	Non utilisée

AGM du 25 juillet 2019 21^{ème} résolution Délégation de compétence donnée au conseil d'administration pour, sans droit préférentiel de souscription des actionnaires, émettre des valeurs mobilières donnant droit à des titres de créance ou augmenter le capital dans le cadre d'une offre visée au II de l'article L. 411-2 du Code monétaire et financier	20 % du capital social de la Société par an****	26 mois	Non utilisée
AGM du 25 juillet 2019 24^{ème} résolution Délégation donnée au conseil d'administration pour émettre des actions ordinaires ou des valeurs mobilières donnant accès au capital, sans droit préférentiel de souscription des actionnaires, en rémunération d'apports en nature portant sur des titres de capital ou des valeurs mobilières donnant accès au capital	10% du capital social de la Société	26 mois	Non utilisée
AGM du 25 juillet 2019 25^{ème} résolution Délégation donnée au conseil d'administration pour émettre des actions ordinaires ou des valeurs mobilières donnant accès au capital, sans droit préférentiel de souscription des actionnaires, en rémunération d'apports en nature portant sur des titres de capital ou des valeurs mobilières donnant accès au capital	Montant nominal maximal de 22.000.000 euros***	26 mois	Non utilisée

AGM du 25 juillet 2019 26^{ème} résolution Délégation de compétence au Conseil d'administration à l'effet d'augmenter le capital social par émission d'actions réservées aux adhérents d'un plan d'épargne entreprise ou de groupe, avec suppression du droit préférentiel de souscription	Montant nominal maximal de 1.000.000 euros	38 mois	Non utilisée
--	--	---------	--------------

** Ce plafond est réduit à concurrence des annulations réalisées au cours des 24 derniers mois précédents la décision d'annulation.*

*** Ce plafond ne peut dépasser la limite globale de 10% du capital social de la Société au jour de leur attribution par le conseil d'administration. Par ailleurs, il est précisé que le nombre total d'actions attribuées de la Société aux dirigeants mandataires sociaux ne pourra excéder 350.000 actions.*

**** Ce montant s'impute sur le plafond de 22.000.000 euros fixé à la 19^{ème} résolution.*

***** Ce montant s'impute sur le plafond de 22.000.000 euros fixé à la 20^{ème} résolution.*

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

Néant.

6.11 Accords prévoyant des indemnités pour le président-directeur général, les membres du conseil d'administration, les dirigeants ou les salariés de la Société, en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur mandat ou emploi prend fin en raison d'une offre publique

Néant.

7. RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT

En application de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF, le cabinet Eight Advisory a été désigné le 14 novembre 2019 par le conseil d'administration de la Société, sur une recommandation unanime du Comité des Indépendants en qualité d'expert indépendant afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre et d'un éventuel retrait obligatoire.

Le rapport de l'Expert Indépendant est intégralement reproduit ci-après.



OENEO S.A.

Offre Publique d'Achat Simplifiée initiée par Caspar S.A.S sur les actions de la société OENEO S.A pouvant être suivie d'un Retrait Obligatoire.

6 janvier 2020

La société Caspar S.A.S (ci-après l'« Initiateur », ou « Caspar ») a annoncé le 10 décembre 2019 une Offre Publique d'Achat Simplifiée sur les titres de la société OENEO S.A (la « Société », le « Groupe » en ce compris avec ses filiales, ou « OENEO ») et pouvant le cas échéant faire l'objet d'un Retrait Obligatoire (l'« Offre », l'« OPAS-RO » ou l'« Opération »). La Société a mis en place le 14 novembre 2019 un Comité Ad Hoc constitué et présidé par les administrateurs indépendants de la Société, chargé de suivre les travaux de l'expert indépendant chargé d'apprécier l'équité des conditions financières offertes.

Nous avons été désignés le même jour en qualité d'Expert Indépendant. Le présent rapport traite exclusivement de notre appréciation des conditions financières de l'Offre initiée par la société Caspar, dont le prix s'élève à 13,50 € par action.

Notre désignation a été effectuée sur le fondement de l'article 261-1 I 1° et 2° et II du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers (« AMF ») au titre du risque de conflits d'intérêts au sein du Conseil d'Administration de la Société.

Nous avons effectué nos diligences selon les dispositions de l'article 262-1 du Règlement Général de l'AMF et de son Instruction d'application n°2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante (elle-même complétée des Recommandations de l'AMF en date du 28 septembre 2006, modifiées le 19 octobre 2006 et le 27 juillet 2010). Nous avons également tenu compte de la consultation publique menée par l'AMF (consultation publique sur les modifications de la réglementation AMF à la suite du rapport du groupe de travail de l'AMF sur les conditions de mise en œuvre du retrait obligatoire et l'expertise indépendante dans le cadre des offres publiques). Nos diligences sont décrites en section 2 de notre rapport et détaillées en Annexe 5.

Notre mission ne relevait ni d'une mission d'audit, ni d'une mission d'examen limité des comptes de la Société, ni d'une mission de *due diligence* effectuée pour un prêteur ou un acquéreur et elle ne comporte pas tous les travaux nécessaires à ces types d'intervention. Elle n'avait donc pour objectif ni de formuler une opinion sur les comptes, ni de procéder à des vérifications spécifiques concernant le respect du droit des sociétés. Dans ce contexte, nous n'avons procédé à aucune diligence d'audit visant à vérifier la fiabilité des données historiques utilisées, nous appuyant à cet égard sur le rapport des commissaires aux comptes qui comporte une certification sans réserve sur les comptes annuels clos au 31 mars 2019.

Nos travaux reposent sur certaines informations financières prospectives communiquées par la Société, en particulier le Plan d'affaires (approuvé par le Conseil d'Administration du 22 mars 2019). Ces estimations ont été préparées par l'équipe de direction (la « Direction ») d'OENEO et relève de sa seule responsabilité. Si nous avons analysé les hypothèses retenues, il ne nous appartenait pas de nous prononcer sur leur exactitude. Nous soulignons ici que les prévisions opérationnelles et financières sont par nature incertaines et dépendent de facteurs qui sont, pour partie, exogènes. Par conséquent, nous attirons l'attention du lecteur sur le fait que les performances réelles d'OENEO au cours des prochains exercices pourraient différer, éventuellement de manière significative, des prévisions sur lesquelles nos travaux reposent.

D'une manière générale, conformément à notre lettre de mission, les documents qui nous ont été communiqués ont été considérés comme raisonnablement exacts et exhaustifs et n'ont pas fait l'objet de vérifications particulières.

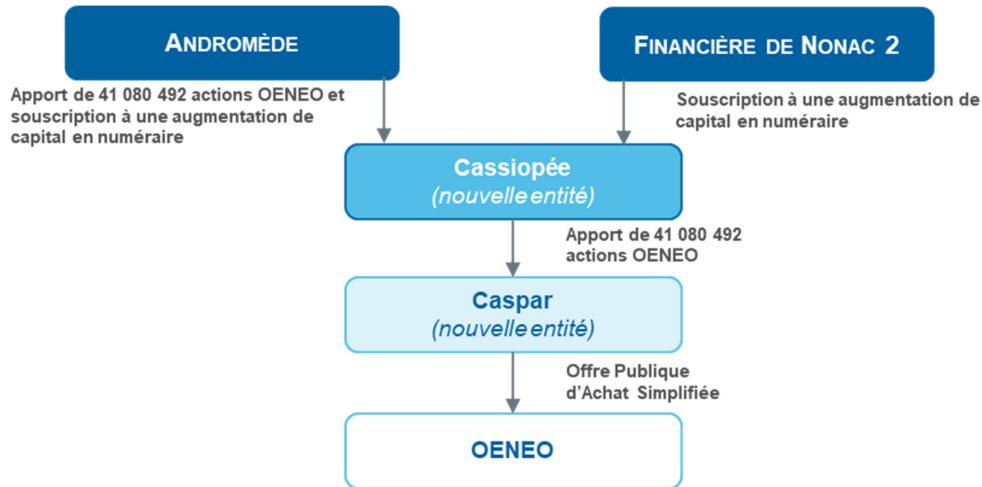
1	Présentation de l'Offre.....	5
1.1	Contexte et termes de l'Offre.....	5
1.1.1	Réorganisation du capital de la Société.....	5
1.1.2	Motifs de l'Offre	6
1.1.3	Termes de l'Offre et cadre de notre nomination.....	6
1.1.4	Titres visés par l'Offre	7
1.1.5	Intentions de l'Initiateur au cours des 12 mois à venir	7
1.2	Sociétés concernées par l'Offre.....	8
1.2.1	Caspar S.A.S. : société initiatrice	8
1.2.2	OENEO S.A. : société objet de la présente Offre	9
1.2.2.1	Historique de la Société	9
1.2.2.2	Organigramme du Groupe.....	10
1.2.2.3	Présentation des activités du Groupe	10
1.2.2.4	Dynamiques des marchés sur lesquels opère OENEO	11
1.2.2.5	Analyse de l'intensité concurrentielle des divisions	12
1.2.2.6	Matrices d'analyse SWOT des divisions.....	14
1.2.2.7	Performances financières historiques.....	16
1.2.2.8	Présentation du Plan d'affaires.....	19
2	Diligences effectuées	23
3	Evaluation des actions de la société OENEO S.A.	23
3.1	Méthodes d'évaluation écartées.....	23
3.1.1	Actif net comptable (ANC).....	23
3.1.2	Actif net réévalué (ANR).....	23
3.1.3	Méthode du rendement	24
3.1.4	Méthode des transactions comparables	24
3.2	Méthodes d'évaluation retenues.....	24
3.2.1	Eléments communs aux méthodes retenues.....	24
3.2.2	Actualisation des flux futurs de trésorerie (à titre principal).....	26
3.2.3	Méthode EVA (Economic Value Added) (à titre principal).....	30
3.2.4	Multiples boursiers des sociétés comparables (à titre secondaire)	31
3.2.5	Références au cours de bourse et aux objectifs de cours	33
3.2.6	Références aux dernières transactions sur le capital (à titre secondaire)	37
4	Valorisation des synergies potentielles liées à l'Opération.....	37
4.1	Présentation des synergies potentielles	37
4.2	Valorisation des synergies potentielles.....	37
5	Analyse des accords connexes	37

6	Analyse des éléments d'appréciation du prix mentionnés dans le projet de Note d'information.....	39
6.1	Sur les méthodes écartées.....	39
6.2	Sur les méthodes retenues.....	39
6.3	Sur les données financières	39
6.3.1	Nombre de titres retenus	39
6.3.2	Eléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur de fonds propres.....	40
6.4	Méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie (DCF)	41
6.4.1	Prévisions retenues.....	41
6.4.2	Valeur terminale	42
6.4.3	Taux d'actualisation et taux de croissance à l'infini	42
6.4.4	Résultats	43
6.5	Méthode des comparables boursiers.....	43
6.5.1	Méthodologie retenue.....	43
6.5.2	Résultats	44
6.6	Analyse du cours de bourse	44
6.7	Analyse des objectifs de cours des analystes.....	45
6.8	Référence aux transactions sur le capital.....	45
6.9	Analyse complémentaire sur les synergies liées à l'Opération	45
7	Synthèse de nos travaux et attestation sur le caractère équitable du prix offert.....	46
7.1	Synthèse de nos travaux	46
7.2	Attestation sur le caractère équitable	47
	Annexe 1 : Présentation de la société Eight Advisory France S.A.S.	48
	Annexe 2 : Déclaration d'indépendance	48
	Annexe 3 : Adhésion à une association professionnelle	48
	Annexe 4 : Rémunération.....	48
	Annexe 5 : Diligences et étapes de la mission.....	49
	Annexe 6 : Entretiens réalisés et calendrier.....	51
	Annexe 7 : Conflits d'intérêts nécessitant la nomination d'un expert indépendant	52
	Annexe 8 : Informations utilisées.....	52
	Annexe 9 : Equipe	53
	Annexe 9 : Lettre de mission signée.....	54

1 Présentation de l'Offre

1.1 Contexte et termes de l'Offre

1.1.1 Réorganisation du capital de la Société



La présente Offre fait suite à l'apport le 6 décembre 2019 à l'Initiateur par la société Cassiopée S.A.S. d'un nombre total de 41 080 492 actions de la Société à travers une augmentation de capital de 111 692 362 euros (ci-après l'« Apport »), représentant 63,1 % du capital et des droits de vote de la Société.

Cassiopée étant l'associé unique de Caspar et détenant la majorité du capital et des droits de vote d'OENEO préalablement à la réalisation dudit apport, l'Apport a été réalisé à la valeur nette comptable des actions apportées dans les comptes de Cassiopée, conformément au règlement ANC 2017-01 du 5 mai 2017, soit une valeur unitaire de 2,72 euros par action.

Cassiopée a elle-même acquis auprès d'Andromède par voie d'apport, le 6 décembre 2019, 41 080 492 actions d'OENEO.

La réalisation du transfert prévu dans le cadre de l'Apport était soumise à plusieurs conditions suspensives usuelles et notamment (i) l'établissement et la remise à l'Initiateur, conformément à l'article L. 225-147, alinéa 2 du Code de commerce, par un commissaire aux apports, d'un rapport appréciant la valeur des actions de la Société et (ii) l'approbation par décision de l'associé unique de l'Initiateur du Contrat d'Apport, de l'évaluation de l'Apport et sa rémunération et de l'émission des actions émises par l'Initiateur en rémunération de l'Apport. Ces conditions ont, préalablement à la réalisation de l'Apport, toutes été levées ou satisfaites.

Andromède a, par l'intermédiaire de l'Initiateur, publié un communiqué le 10 décembre 2019 annonçant la signature du Contrat d'Apport et l'intention de l'Initiateur de déposer une Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie, le cas échéant, d'un Retrait Obligatoire.

L'Offre porte ainsi sur la totalité des actions en circulation non détenues directement ou indirectement par l'Initiateur, soit un nombre total de 23 593 195 actions, représentant 36,3 % du capital et des droits de vote de la Société, sur la base d'un nombre total d'actions s'élevant à 65 052 474, à un prix de 13,50 € par action.

1.1.2 Motifs de l'Offre

Comme indiqué dans le projet de Note d'information qui nous a été remis :

« L'Offre s'inscrit dans la volonté de l'Initiateur et de la famille Hériard Dubreuil de faciliter le développement de la Société en dehors de la bourse, dans un contexte d'accroissement de la volatilité des coûts des matières premières et d'une pression concurrentielle croissante.

La cotation pénalise la Société dans la gestion de sa politique de prix, de marge, d'innovation et son positionnement face à ses concurrents, fournisseurs et clients.

Le succès de l'Offre permettra aussi à la Société de se libérer des contraintes réglementaires et administratives liées à la cotation de ses titres, et des coûts qui y sont associés, alors même qu'elle n'a pas utilisé les leviers de la bourse pour son financement depuis 10 ans malgré la construction de trois usines Diamant et ses opérations de croissance externe.

L'objectif est de pouvoir continuer à défendre les positions commerciales de la Société, compte tenu par ailleurs d'une stratégie d'investissement matériels, opérationnels et d'innovation qui resteront significatifs. Par ailleurs, la stratégie de croissance externe s'inscrira dans la continuité, en restant concentrée sur des opérations de taille limitée.

Dans le cadre de la préparation de l'Apport et de l'Offre, l'Initiateur estime qu'en dehors des informations qui sont rendues publiques ou qui sont mentionnées dans le Projet de Note d'information, il n'a pas, dans le cadre de la préparation de l'Offre, eu connaissance d'informations précises concernant OENEO qui, si elles étaient rendues publiques, seraient susceptibles d'avoir une influence sensible sur le cours des Actions ».

1.1.3 Termes de l'Offre et cadre de notre nomination

Termes de l'Offre

Comme indiqué dans le projet de Note d'Information qui nous a été remis :

« En application des dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF, l'Initiateur s'engage irrévocablement pendant une période de dix (10) jours de négociation à offrir aux actionnaires de la Société la possibilité d'apporter leurs Actions à l'Offre en contrepartie d'une somme en numéraire de 13,50 € par Action (le « Prix de l'Offre »).

L'attention des actionnaires est attirée sur le fait que l'Offre étant réalisée selon la procédure simplifiée, l'Offre ne sera pas ré-ouverte à la suite de la publication des résultats de l'Offre ».

Cadre de notre nomination

Le Conseil d'Administration de la Société a mis en place le 14 novembre 2019 un *Comité Ad Hoc* constitué d'administrateurs indépendants (Mme Catherine Clement Chabas, Mme Véronique Sanders, M. Thierry Paternot, représentant de Paternot Conseil et Investissement, M. Olivier Hubin et M. Armand Wiedemann-Goiran) chargé de suivre les travaux de l'Expert Indépendant. Sur le fondement de l'article 261-1 I 1° et 2° et II du Règlement Général de l'AMF au titre du risque de conflits d'intérêts, nous avons été désignés le même jour en qualité d'Expert Indépendant pour apprécier le caractère équitable des conditions financières de l'Offre.

Le présent rapport traite exclusivement de notre appréciation des conditions financières de l'Offre initiée par Caspar S.A.S., dont le prix s'élève à 13,50 € par action.

1.1.4 Titres visés par l'Offre

Comme rappelé dans le projet de Note d'Information qui nous a été remis, l'Offre porte sur :

« la totalité des actions de la Société en circulation non détenues directement ou indirectement par l'Initiateur, à l'exception :

- (i) des 299 133 actions auto-détenues par la Société ; et
- (ii) des 79 654 actions gratuites déjà définitivement acquises mais encore soumises à période de conservation (les « Actions Gratuites en Période de Conservation »), sous réserve des cas exceptionnels de levée des indisponibilités prévus par les dispositions légales ou réglementaires applicables (cause d'invalidité ou de décès du bénéficiaire), étant précisé que les Actions Gratuites en Période de Conservation feront l'objet de la conclusion de contrats de liquidité avec l'Initiateur (ensemble, le « Contrat de Liquidité ») tel que mentionné à la section 2.3 de la Note d'Information. »

1.1.5 Intentions de l'Initiateur au cours des 12 mois à venir

Stratégie – politique industrielle et commerciale

« L'Initiateur, contrôlé par la famille Hériard Dubreuil, entend poursuivre l'activité d'OENEO dans la continuité de la stratégie de développement et d'investissement qui est actuellement la sienne en lui apportant les moyens financiers nécessaires à ces objectifs, dont notamment les investissements susvisés.

L'Initiateur n'a pas dès lors l'intention de céder sa participation au capital d'OENEO ».

Intention en matière d'emploi

« En matière de politique sociale, cette opération s'inscrit dans une logique de poursuite du développement de l'activité d'OENEO. L'Initiateur n'envisage donc pas de modifier la politique de ressources humaines et la gestion des effectifs d'OENEO. Les salariés continueront de bénéficier du même statut individuel et collectif.

L'Initiateur considère que le développement d'OENEO repose notamment sur la préservation des talents et du savoir-faire des dirigeants et salariés de la Société et de ses filiales.

Par ailleurs, l'Initiateur envisage de maintenir la politique d'intéressement dont bénéficient les salariés d'OENEO. Dans l'hypothèse où la mise en œuvre du Retrait Obligatoire serait rendue possible à l'issue de l'Offre, l'Initiateur n'exclut pas de mettre en place un système d'intéressement permettant à certains salariés et dirigeants de la Société d'accéder à son capital ».

Composition des organes sociaux et de direction de la Société

« L'opération n'entraînera pas de changement significatif au sein de la direction en place ou des organes sociaux, conformément à la volonté de l'Initiateur de poursuivre le développement de la Société en s'appuyant sur les équipes en place, étant précisé que l'Initiateur est déjà représenté au conseil d'administration de la Société ».

Maintien de la cotation à l'issue de l'Offre

« En application des articles L. 433-4 II du Code monétaire et financier et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, l'Initiateur a l'intention de demander à l'AMF, à l'issue de l'Offre ou dans un délai de trois (3) mois à compter de sa clôture, la mise en œuvre d'une procédure de Retrait Obligatoire visant

les Actions, si le nombre d'Actions non présentées à l'Offre par les actionnaires minoritaires de la Société ne représente pas, à l'issue de l'Offre, plus de 10% du capital et des droits de vote de la Société.

Dans un tel cas, le Retrait Obligatoire porterait sur les Actions autres que celles détenues par l'Initiateur, les actions auto-détenues par la Société et les Actions Gratuites en Période de Conservation compte tenu de la conclusion d'un Contrat de Liquidité. Il serait effectué moyennant une indemnisation des actionnaires concernés au Prix de l'Offre. La mise en œuvre de cette procédure entraînera la radiation des actions OENEO d'Euronext Paris.

Dans l'hypothèse où l'Initiateur ne serait pas en mesure, à l'issue de l'Offre de mettre en œuvre un retrait obligatoire, il se réserve la possibilité de déposer un projet d'offre publique de retrait suivie le cas échéant d'un retrait obligatoire visant les Actions qu'il ne détiendrait pas directement ou indirectement ou de concert à cette date. Dans ce cadre, l'Initiateur n'exclut pas d'accroître sa participation dans la Société postérieurement à l'issue de l'Offre et préalablement au dépôt d'une nouvelle offre dans le respect des dispositions légales et réglementaires applicables ».

Politique de distribution des dividendes

« A l'issue de l'Offre, l'Initiateur se réserve le droit d'ajuster la politique de dividendes de la Société. Celle-ci restera cohérente avec la stratégie et la politique industrielle de la Société ainsi qu'avec ses engagements financiers ».

Intention en matière de réorganisation juridique

« En fonction des résultats de l'Offre, et notamment dans l'hypothèse où l'Initiateur ne parviendrait pas à atteindre le seuil permettant de demander la mise en œuvre du Retrait Obligatoire, l'Initiateur se réserve la faculté d'étudier une éventuelle fusion de la Société avec certaines sociétés du groupe de l'Initiateur. Aucune étude de faisabilité n'a toutefois été engagée à ce jour ».

1.2 Sociétés concernées par l'Offre

1.2.1 Caspar S.A.S. : société initiatrice

La société Caspar S.A.S., est une société par actions simplifiée dont le siège est situé au 21, boulevard Haussmann – 75 009 Paris, et immatriculée auprès du Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 878 642 156.

Cette société holding a pour objet en France et à l'étranger :

- (a) directement ou indirectement, l'acquisition, la souscription, la détention, directe ou indirecte, la cession, l'apport et le transfert d'actions et/ou de valeurs mobilières de toutes sociétés ;
- (b) la gestion des dites participations ;
- (c) la création, l'acquisition et l'exploitation de tous les établissements commerciaux industriels ou autres ;
- (d) les activités de financement de groupe à des sociétés faisant partie du groupe de sociétés auquel la Société appartient ;
- (e) la propriété, l'administration et l'exploitation par bail, location ou autrement, de tous immeubles bâtis ou non bâtis ; et
- (f) plus généralement, toutes opérations de quelque nature qu'elles soient (notamment financières, commerciales, industrielles, mobilières ou immobilières) se rapportant directement ou indirectement à cet objet social ou susceptible d'en favoriser l'extension ou le développement sous quelque forme que ce soit.

La société Caspar a pour actionnaire unique la société Cassiopée, ayant elle-même pour actionnaire les sociétés Andromède (c.96%) et Nonac (c.4%).

1.2.2 OENEO S.A. : société objet de la présente Offre

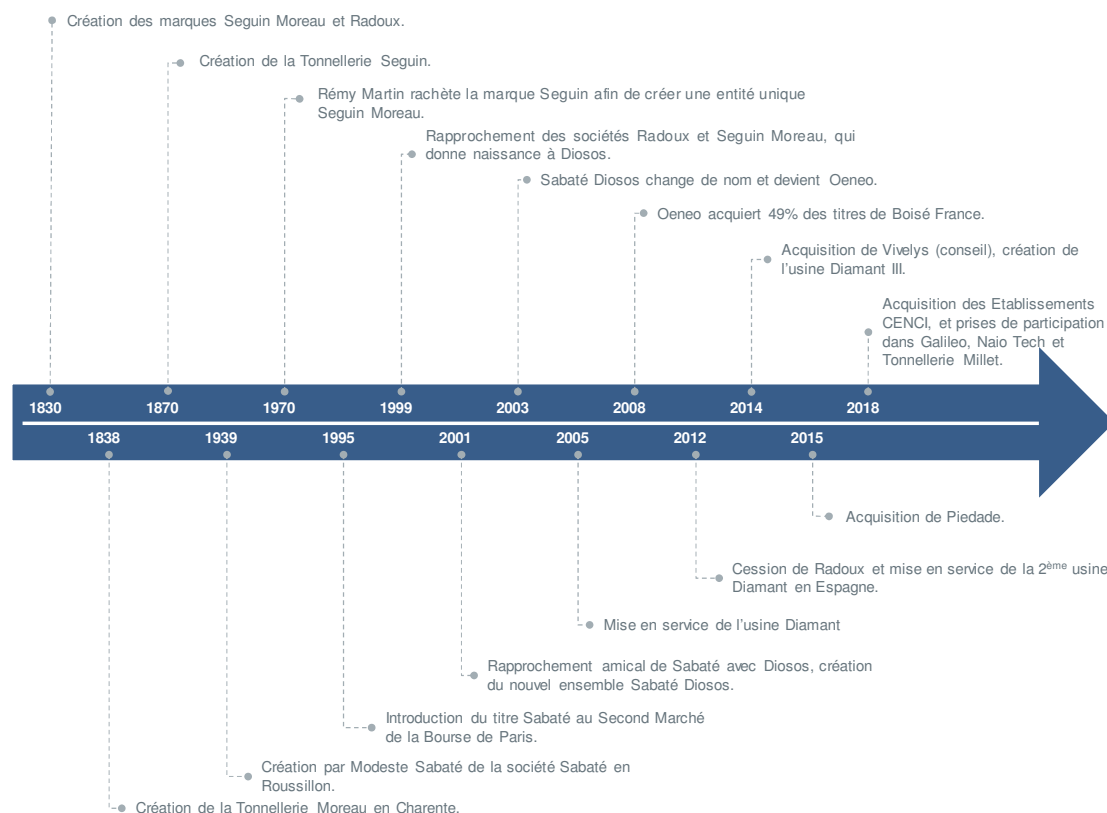
La société OENEO est une société anonyme ayant son siège social au 16, quai Louis XVIII – 33 000 Bordeaux (France), immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Bordeaux sous le numéro : 322 828 260.

Le capital de la Société est composé de 65 052 474 actions au 13 décembre 2019 réparties comme suit :

Actionnariat au 13 décembre 2019	Nombre de	
	titres	% du capital
Caspar S.A.S	41 080 492	63,1 %
Autocontrôle	299 133	0,5 %
AGA en Période de Conservation	79 654	0,1 %
Flottant (yc titres du contrat de liquidité)	23 593 195	36,3 %
Total	65 052 474	100,00 %

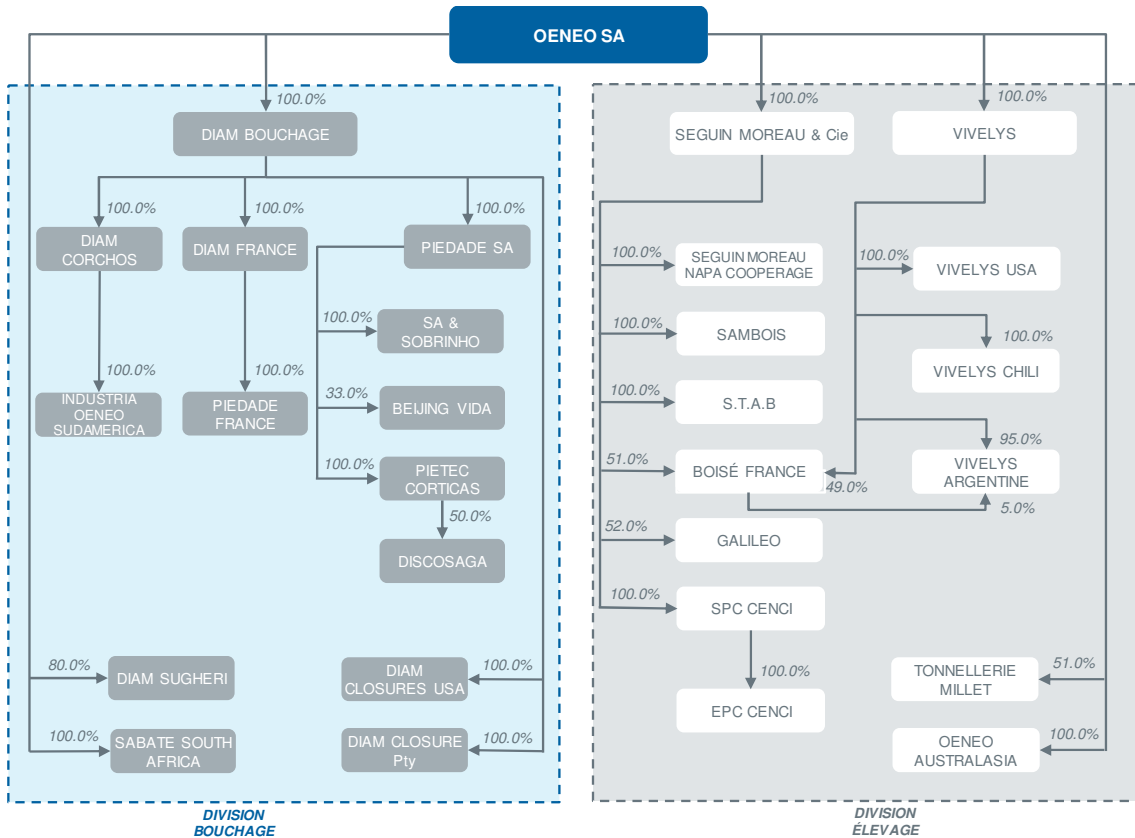
1.2.2.1 Historique de la Société

La Société est née en 2001 du rapprochement des sociétés Diosos et Sabaté (cotée depuis 1995).



1.2.2.2 Organigramme du Groupe

La société OENEO est la holding du Groupe, détenant 27 filiales et une participation à fin mars 2019. Le périmètre du groupe OENEO au 31 mars 2019 est le suivant :



1.2.2.3 Présentation des activités du Groupe

Acteur majeur de la filière viticole depuis les années 1990, OENEO s'est développé sur deux métiers : le Bouchage (production de bouchons en liège) et l'Élevage (production de barriques notamment). La division Bouchage représente 65,6% du chiffre d'affaires de l'année clôturée en mars 2019, la division Élevage représentant quant à elle 34,4%.

La division Bouchage dispose d'une offre diversifiée de technologies de bouchage pour le vin essentiellement et les spiritueux, avec les gammes suivantes :

- Bouchons en liège technologique micro-aggloméré dont la production repose notamment sur le process de purification Diamant (utilisant du CO2 supercritique pour extraire les composés volatils du liège non désirables tel que le TCA, ou trichonoroanisole, et risquant de migrer dans le vin) :
 - Diam pour vins tranquilles ;
 - Mytik pour les vins effervescents ; et
 - Altop pour les spiritueux.
- Bouchons en liège technique (nettoyage du liège par vapeur d'eau) :
 - Pietec pour les vins tranquilles ;

- Pietec K et Pietec XL pour les vins effervescents ; et
- Pietec Cap pour les spiritueux.

Les bouchons fabriqués par la division Bouchage sont composés, en volume, à plus de 95 % de liège.

Diam est devenue l'alternative de référence au bouchon en liège traditionnel. Sa forte croissance contribue à la stabilisation des parts de marché du liège face aux produits de substitution en forte progression comme la capsule à vis. En parallèle, la gamme Pietec est une offre d'entrée de gamme proposant un bon rapport qualité/prix.

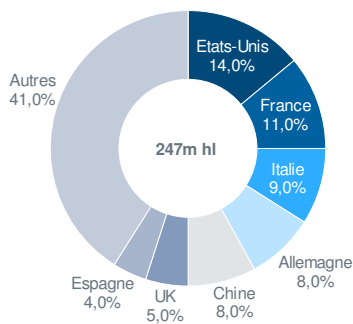
Les métiers de la division Élevage couvrent l'ensemble des produits, procédés et services contribuant à « l'élevage » du vin et à sa fermentation :

- Produits d'élevage : OENEO produit et commercialise tous les types de fûts et grands contenants (foudres, tonneaux, cuves) en chêne, ainsi que des produits alternatifs. Le chêne utilisé dans la fabrication de fûts destinés au vin est sélectionné suivant des caractéristiques botaniques, géographiques et physico-chimiques.
- Solutions innovantes dédiées à l'industrie du vin et des spiritueux avec Vivelys : R&D, solutions de micro-oxygénation, de pilotage global des fermentations et conseils en matière de création de profils vins.

Ces solutions sont proposées par la division Élevage sous les marques Seguin Moreau, Millet, Fine Northern Oak et Boisé France. L'élevage du vin en fût de chêne n'est pas adapté à tous les types de vins mais il est indispensable pour les grands vins à la recherche d'une structure et d'apports aromatiques spécifiques. Sur les segments de marché inférieurs, la phase d'élevage du vin est le plus souvent assurée via des cuves, généralement en inox. Pour ces producteurs sensibles au prix de revient, il existe sur le marché des solutions alternatives au traditionnel fût : copeaux de chênes, inserts, staves (les produits alternatifs).

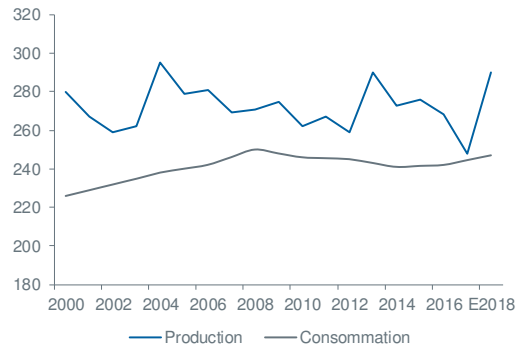
1.2.2.4 Dynamiques des marchés sur lesquels opère OENEO

Répartition de la consommation mondiale de vin



Source: Information management

Production et consommation mondiale de vins (m hl)



Source: Information management

OENEO opère ainsi essentiellement dans l'industrie du vin.

La division Bouchage offre principalement des bouchons technologiques qui représentent 30 à 40% des bouchons utilisés par les vignobles d'après l'étude « 2017 Closure Survey Report » réalisée par Curtis Philips pour Wine Business Monthly. Le marché de la division Elevage concerne quant à lui seulement 3% à 5% des vins dans le monde.

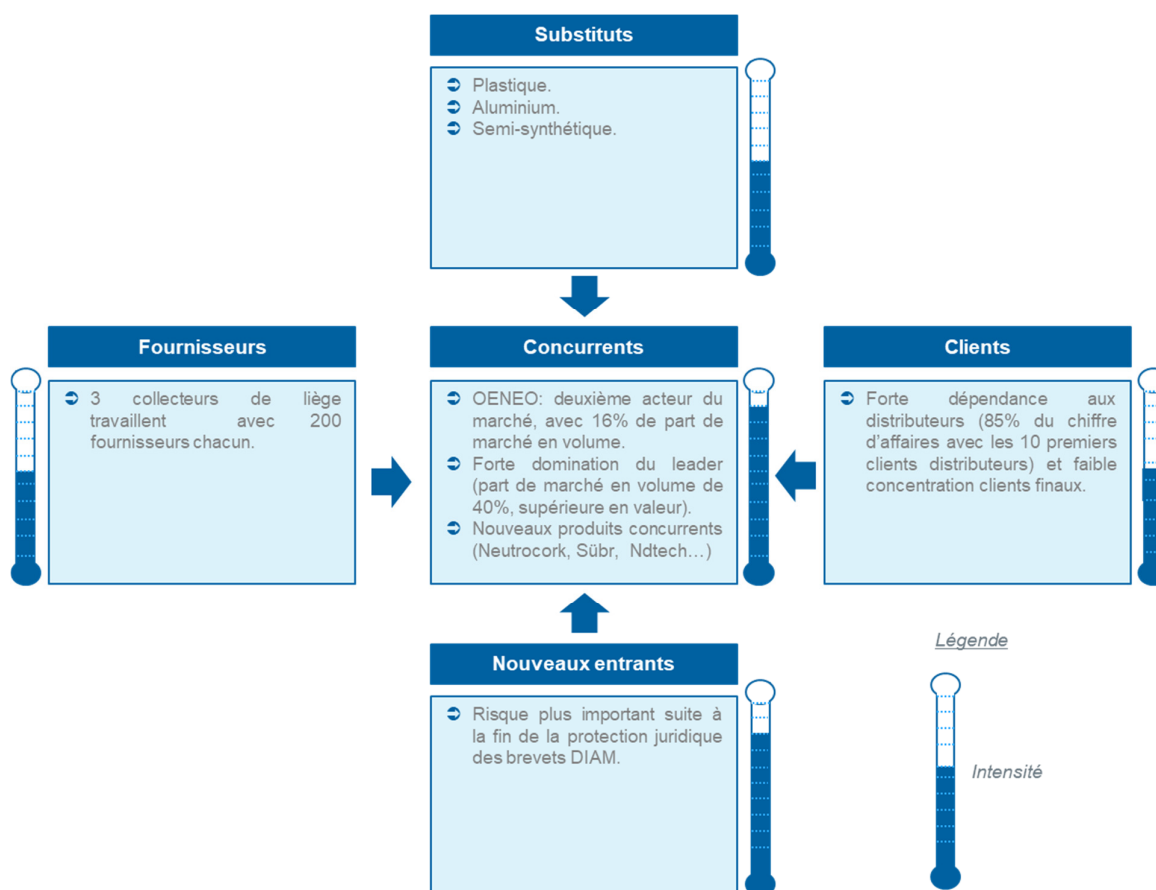
Le marché du vin est un marché mature avec des niveaux (i) de consommation stables, bien que l'on note un retour aux plus hauts historiques atteint en 2007 (250 millions d'hectolitres) et (ii) de production fonction de la qualité des récoltes, oscillant de 260 à 290 millions d'hectolitres. Le delta entre la consommation et la production de vin correspond à l'utilisation industrielle de vins (soustraction d'alcool par distillation).

Concernant la répartition géographique, le marché reste concentré avec seulement 5 pays représentant 50% du marché mondial. Les Etats-Unis sont le premier pays consommateur de vin (14% du marché), juste devant la France et l'Italie respectivement deuxième et troisième pays consommateur (11% et 9% du marché).

D'après Zion Market Research, le marché mondial du vin était valorisé à 302,0 Md\$ en 2017 et devrait atteindre 423,6 Md\$ en 2023, ce qui représente une croissance moyenne annuelle de 5,8% sur la période.

1.2.2.5 Analyse de l'intensité concurrentielle des divisions

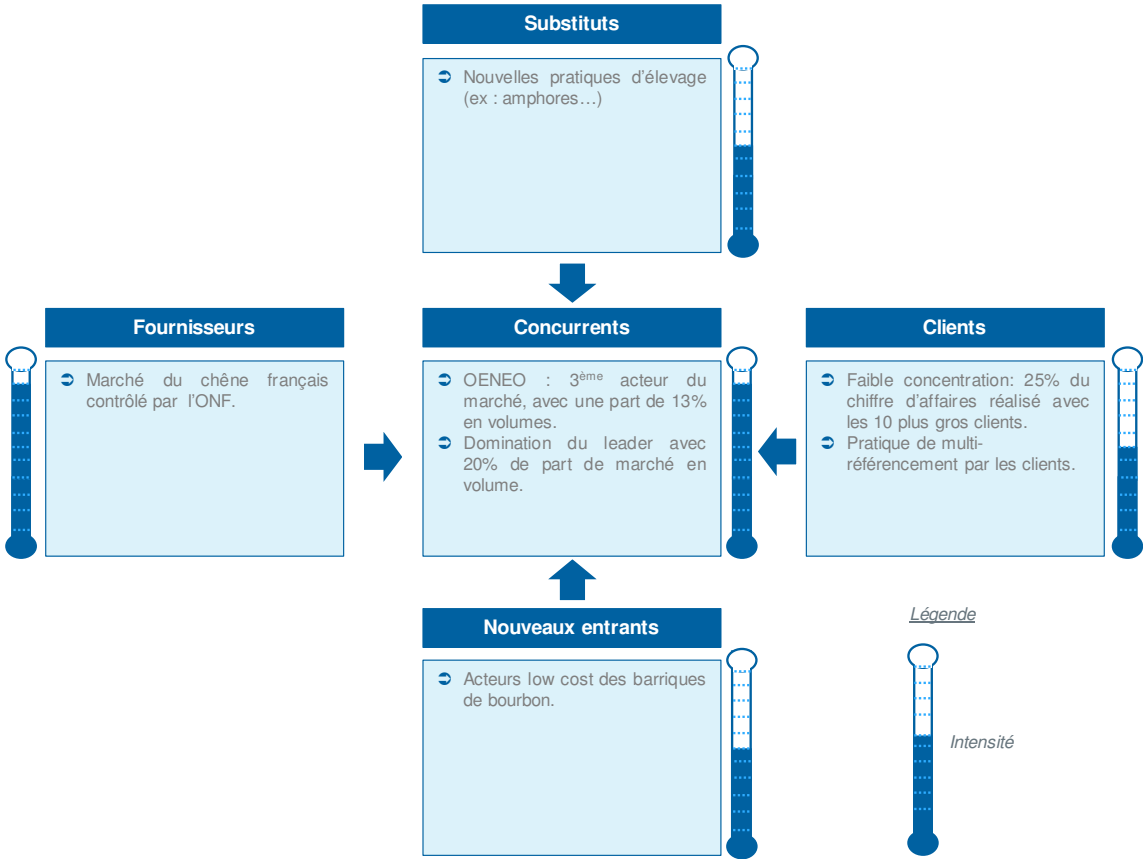
Division Bouchage



La pression concurrentielle est très élevée dans cette activité. Le risque lié à de nouveaux entrants s'accroît avec la fin de la protection juridique des brevets Diam.

Division Elevage

La pression concurrentielle et les contraintes fournisseurs sont très élevées dans cette activité.



1.2.2.6 Matrices d'analyse SWOT des divisions

Division Bouchage

Forces d'OENEO	Faiblesses d'OENEO
- Outil industriel performant. - Marque et qualité du procédé DIAM reconnues. - Avantage concurrentiel lié aux brevets DIAM et au savoir-faire associé. - Avantage concurrentiel lié à l'écart de prix entre (i) le prix du liège traditionnel utilisé pour les bouchons traditionnels que DIAM concurrence et (ii) le prix du liège Refugo utilisé par DIAM. - Barrière à l'entrée pour la concurrence (brevet, savoir-faire et coût de l'investissement).	- Risque lié à la forte concentration de la génération du résultat sur la gamme DIAM. - Exposition spécifique d'OENEO à l'augmentation du prix du liège Refugo - Compétition accrue sur les segments bas et milieu de gamme. - Ecart substantiel de part de marché avec le leader. - Augmentation nécessaire du BFR pour pallier les difficultés d'approvisionnement.
Opportunités pour OENEO	Menaces pour OENEO
- Croissance plus forte qu'anticipée des volumes Diam (c. 100m de bouchons par an), impliquant une ouverture de Diam4 en avance par rapport au calendrier actuellement envisagé. - Reflux à court terme attendu du prix du liège. - Opportunités d'acquisitions. - Diversification des canaux d'approvisionnement, contractualisation sur plusieurs années, et intégration en amont (achat de liège de forêt et revente des parties non utilisées). - Croissance sur le haut de gamme plus forte qu'anticipée. - Développement sur les spiritueux.	- Hausse à long terme du prix du liège Refugo, s'alignant sur celui du liège en forêt (>2€), entraînant la disparition de l'avantage concurrentiel associé. - Développement de la concurrence lié à la fin de la protection juridique sur les brevets DIAM entre 2019 et 2024. - Guerre des prix, alimentée notamment par de nouveaux produits concurrents, entraînant une baisse des marges (aujourd'hui nettement supérieures au niveau sectoriel). - Absence de réduction de l'investissement en BFR (poids des variations de BFR sur les FCF). - Contexte macro-économique incertain: Brexit, taxes Trump, volumes des récoltes 2019, situation politique au Chili ou économique en Argentine. - Mauvaise intégration des nouvelles acquisitions.

Division Elevage

Forces d'OENEO	Faiblesses d'OENEO
- Diversification de la génération du résultat, provenant des différents produits. - Intégration verticale. - Savoir-faire. - Plusieurs marques fortes. - Démarche d'auto-apvisionnement. - Implantation multi-marchés.	- Exposition à la hausse du prix du bois. - Capacité importante de contrôle du prix du bois par l'ONF. - Outil industriel vieillissant. - Pratique par les clients de référencement de plusieurs tonneliers. - Ecart important de part de marché avec le leader.
Opportunités pour OENEO	Menaces pour OENEO
- Augmentation du prix du bois inférieure aux anticipations. - Opportunités d'acquisitions. - Diversification possible dans les spiritueux. - Nouveautés R&D (recettage, Galiléo rotatif) - Développement sur les substituts (amphores etc).	- Mauvaise intégration des nouvelles acquisitions. - Augmentation du prix du bois supérieure aux anticipations. - Absence de réduction de l'investissement en BFR (poids des variations de BFR sur les FCF). - Contexte macro-économique incertain: Brexit, taxes Trump, volumes des récoltes 2019, situation politique au Chili ou économique en Argentine.

1.2.2.7 Performances financières historiques

Le Groupe publie ses comptes consolidés selon les principes des normes IFRS et les clôture au 31 mars de chaque année. Il applique la norme IFRS 16 à compter du 1^{er} avril 2019.

Analyse bilancielle

en m€	mars-12	mars-13	mars-14	mars-15	mars-16	mars-17	mars-18	mars-19	sept.-19
Ecart d'acquisition	13,4	13,4	14,1	14,3	43,4	46,1	46,1	46,4	47,5
Immobilisations incorporelles	0,2	0,1	0,2	1,5	4,6	4,9	4,7	4,8	4,7
Immobilisations corporelles	66,3	64,2	70,0	96,2	117,8	115,4	119,8	122,3	127,8
Immobilisations financières	0,0	0,1	0,1	0,1	0,5	0,7	0,8	1,0	0,9
Prêts, cautionnements	0,1	0,1	0,1	0,1	0,5	0,4	0,1	0,1	0,1
Autres actifs long terme	-	-	2,7	1,3	-	-	-	-	-
Actif immobilisé	80,1	78,0	87,2	113,5	166,8	167,4	171,5	174,6	181,0
Stocks et en-cours	56,5	57,4	64,2	83,4	103,9	113,8	105,7	127,8	140,9
Fournisseurs débiteurs	0,1	0,2	0,1	0,2	0,3	0,2	2,5	1,7	4,6
Clients et comptes rattachés	39,4	38,8	42,4	39,9	61,1	63,3	62,3	80,7	85,5
Charges constatées d'avance	1,0	0,6	0,8	2,2	2,2	2,3	1,8	2,0	2,7
Dettes fournisseurs et autres créditeurs	(37,5)	(27,8)	(31,3)	(44,4)	(54,8)	(56,1)	(57,6)	(60,9)	(49,9)
BFR exploitation	59,6	69,2	76,2	81,3	112,7	123,5	114,7	151,3	183,7
Créances sociales et fiscales	2,5	2,8	2,8	5,0	6,1	5,4	4,3	6,6	7,3
Autres créances	0,4	0,4	0,8	4,1	1,2	2,3	2,4	3,5	3,0
Créances d'impôt	0,8	0,3	0,2	2,0	3,8	1,2	2,8	0,3	0,5
Autres passifs courants	(6,1)	(5,1)	(5,9)	(2,7)	(6,3)	(7,2)	(12,7)	(3,8)	(3,1)
Autres passifs non courants	(4,3)	(4,1)	(7,9)	(12,8)	(13,9)	(15,9)	(8,6)	(8,6)	(8,4)
Subventions d'investissement à recevoir (Diamant)	0,7	0,2	0,1	-	-	-	-	-	-
Créances sur cessions de titres et autres créances	0,9	-	-	-	-	-	-	-	-
Provisions	(2,4)	(2,7)	(2,5)	(2,3)	(7,2)	(6,3)	(1,0)	(6,3)	(6,1)
BFR hors exploitation	(7,5)	(8,3)	(12,5)	(6,7)	(16,2)	(20,6)	(12,9)	(8,3)	(6,8)
Besoin en fonds de roulement total	52,1	60,9	63,8	74,6	96,6	102,8	101,8	143,0	177,0
Actif économique	132,2	138,9	150,9	188,1	263,4	270,2	273,3	317,6	358,0
Impôt différés actifs	13,5	10,6	8,3	7,0	5,6	4,2	1,0	1,1	1,5
Impôts différés passifs	(2,1)	(2,4)	(3,6)	(3,3)	(3,9)	(3,7)	(2,6)	(2,9)	(3,9)
Impôts différés	11,4	8,1	4,7	3,7	1,7	0,5	(1,6)	(1,7)	(2,4)
Provisions (part à moins d'un an)	(2,3)	(1,4)	(1,0)	(0,7)	(0,8)	(1,3)	(0,6)	(0,6)	(0,7)
Engagements envers le personnel	(0,5)	(0,8)	(0,9)	(1,2)	(3,2)	(3,2)	(3,4)	(3,4)	(3,6)
Autres provisions	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,0)	(0,3)	(0,9)	(1,0)	(1,1)	(0,6)
Provisions pour risques et charges	(3,0)	(2,2)	(1,9)	(2,0)	(4,3)	(5,4)	(5,0)	(5,1)	(4,9)
Actifs liés aux activités destinées à être cédées	-	1,5	1,5	1,2	1,2	-	15,7	5,9	1,6
Passifs liés aux activités destinées à être cédées	-	-	-	-	-	-	(4,2)	-	-
Activités destinées à être cédées	-	1,5	1,5	1,2	1,2	-	11,5	5,9	1,6
Comptes bancaires	7,4	10,2	13,3	28,8	17,3	27,3	18,2	9,9	15,5
Valeurs mobilières de placement	10,8	0,5	4,0	-	35,0	40,0	35,0	30,1	10,1
Cash et équivalents	18,2	10,7	17,3	28,8	52,3	67,4	53,2	40,0	25,6
Emprunts et concours bancaires (part à moins d'un an)	(12,4)	(6,3)	(9,7)	(13,3)	(21,3)	(27,4)	(34,2)	(53,7)	(70,2)
Dettes financières court terme	(12,4)	(6,3)	(9,7)	(13,3)	(21,3)	(27,4)	(34,2)	(53,7)	(70,2)
Emprunts et dettes financières	(17,9)	(11,9)	(9,0)	(40,7)	(105,9)	(89,9)	(67,5)	(46,5)	(36,1)
Dettes financières long terme	(17,9)	(11,9)	(9,0)	(40,7)	(105,9)	(89,9)	(67,5)	(46,5)	(36,1)
Dettes financières nettes	(12,1)	(7,5)	(1,4)	(25,2)	(75,0)	(50,0)	(48,5)	(60,2)	(80,7)
Actif net comptable	128,5	138,8	153,8	165,8	187,0	215,3	229,7	256,4	271,6

Source : documents de référence de la Société

BFR d'exploitation (% du CA)	39,0%	51,4%	50,5%	47,6%	53,3%	50,1%	46,1%	56,4%	65,3%*
ROCE**	11,7%	8,8%	11,5%	12,5%	13,4%	14,7%	14,7%	11,0%	n.a.

Source : Analyses Eight Advisory au 13 décembre 2019

(*) Pourcentage réalisé sur la base d'un chiffre d'affaires sur 12 mois glissants de 281,2 m€

(**) ROCE calculé sur la base des ROC hors AGA / LTIP

Actif immobilisé

L'actif immobilisé est essentiellement constitué au 30 septembre 2019 (i) d'écarts d'acquisition pour un montant de 47,5 m€, résultant de la politique de croissance externe menée par la Société, et (ii) d'immobilisations corporelles à hauteur de 127,8 m€. Ce montant correspond essentiellement aux constructions et autres installations techniques des sites de production. Il intègre également 4,2 m€ de

droits d'utilisation liés à la première application de la norme IFRS 16. Les immobilisations financières comprennent notamment les participations dans les sociétés consolidées par mise en équivalence.

Besoin en Fonds de Roulement

Le Besoin en Fonds de Roulement (« BFR ») d'exploitation du Groupe s'élève à 183,7 m€ au 30 septembre 2019, soit 65,3% du chiffre d'affaires (12 mois glissants). Il est pour l'essentiel constitué des stocks (140,9 m€ au 30 septembre 2019, composés principalement de matières premières). Ces derniers sont en hausse, notamment en raison de l'effet de la saisonnalité à fin septembre, du renforcement du niveau de couverture des stocks de grain en liège et d'un reclassement des stocks SA & Sobrinho en activités poursuivies. On note également un point haut en fin de premier semestre pour les postes « Clients et comptes rattachés » et « Fournisseurs débiteurs », en cohérence avec la saisonnalité de l'activité.

Dette financière nette

La dette financière nette du Groupe s'établit à (80,7) m€ au 30 septembre 2019, impact IFRS 16 inclus. Le Groupe dispose essentiellement (i) d'emprunts auprès d'établissements bancaires à hauteur de 71,8 m€ au titre du financement des investissements et des acquisitions réalisées en Espagne, au Portugal et en France, et (ii) de concours bancaires s'élevant à 21,9 m€ provenant essentiellement de lignes d'affacturage au Portugal et en Espagne. La trésorerie du Groupe s'établit à 25,6 m€.

Actif net comptable

Au 30 septembre 2019, l'actif net comptable s'établit à 271,6 m€, soit une augmentation de 15,2 m€ par rapport au 31 mars 2019.

Analyse du Compte de résultat

en m€	notes	mars-12	mars-13	mars-14	mars-15	mars-16	mars-17	mars-18	mars-19
Bouchage		75,4	79,3	93,5	102,3	129,8	137,0	163,1	175,9
Elevage		77,6	55,3	57,6	68,4	81,5	85,2	85,5	92,3
Chiffre d'affaires		153,0	134,7	151,0	170,6	211,3	246,6	248,6	268,2
Autres produits de l'activité		0,8	0,8	1,0	1,1	0,5	1,9	1,0	0,9
Achats consommés et variation de stock		(54,8)	(49,9)	(55,3)	(62,1)	(76,8)	(96,6)	(99,7)	(118,2)
Charges externes		(29,0)	(24,6)	(26,7)	(28,8)	(34,9)	(39,6)	(40,3)	(43,4)
Charges de personnel		(34,3)	(29,2)	(32,1)	(36,8)	(44,9)	(51,6)	(48,4)	(49,1)
Impôts et taxes		(1,7)	(1,6)	(1,6)	(1,8)	(2,0)	(2,2)	(2,5)	(2,3)
Dotation aux amortissements		(7,8)	(6,9)	(6,4)	(7,0)	(10,0)	(12,8)	(10,1)	(11,6)
Dotation aux provisions		(1,7)	(2,5)	(3,0)	(2,8)	(4,5)	(3,3)	(0,9)	(2,2)
Autres produits et charges courants		0,2	(0,2)	(0,1)	(0,3)	(0,7)	(0,3)	(1,1)	(1,8)
Résultat opérationnel courant (EBIT)		24,8	20,5	26,7	32,1	38,0	42,0	46,5	40,5
Autres achats et charges opérationnels non courants		7,4	(1,0)	(0,6)	(2,3)	(3,5)	(3,6)	(2,8)	(1,8)
Résultat opérationnel		32,2	19,5	26,0	29,8	34,4	38,4	43,6	38,7
Résultat financier		(2,6)	(0,8)	(2,3)	0,1	(1,8)	(1,1)	(2,0)	(1,0)
Résultat avant impôt		29,6	18,7	23,7	30,0	32,7	37,3	41,6	37,6
Impôt sur les sociétés		(6,5)	(7,4)	(9,5)	(8,7)	(9,0)	(10,8)	(11,1)	(10,4)
Résultat après impôt		23,2	11,3	14,3	21,2	23,6	26,5	30,6	27,2
Résultat des sociétés mises en équivalence		-	-	-	-	(0,1)	0,0	0,0	0,0
Résultat net des activités poursuivies		23,2	11,3	14,3	21,2	23,5	26,5	30,6	27,3
Intérêts des minoritaires		(0,6)	(0,7)	(0,7)	(0,1)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	0,1
Résultat net des activités abandonnées (part du groupe)		-	-	-	-	-	-	(3,9)	(2,0)
Résultat net (Part du Groupe)		22,6	10,6	13,6	21,1	23,5	26,4	26,6	25,3
DAP		(9,5)	(9,4)	(9,4)	(9,8)	(14,5)	(16,1)	(11,0)	(13,8)
EBITDA		34,3	29,9	36,1	41,9	52,5	58,1	57,5	54,2

Source : Documents de référence de la Société

KPIs

CA (croissance %)	7,4%	(12,0)%	12,1%	13,0%	23,8%	16,7%	0,8%	7,9%
CA Bouchage(croissance %)	n.a.	5,1%	17,8%	9,4%	26,9%	5,5%	19,0%	7,8%
CA Elevage (croissance %)	n.a.	(28,7)%	4,1%	18,8%	19,2%	4,5%	0,4%	7,9%
ROC (% du CA)	16,2%	15,2%	17,7%	18,8%	18,0%	17,0%	18,7%	15,1%
EBITDA (% du CA)	22,4%	22,2%	23,9%	24,5%	24,8%	23,6%	23,1%	20,2%
DAP (% du CA)	(6,2)%	(7,0)%	(6,3)%	(5,7)%	(6,9)%	(6,5)%	(4,4)%	(5,1)%

Source : Analyses Eight Advisory au 13 décembre 2019

La division Bouchage est le métier le plus contributeur du Groupe. Elle représentait 65,6% du chiffre d'affaires du Groupe sur l'exercice 2019.

La croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires de la division Bouchage s'est élevée à 12,9% sur la période 2012 - 2019, avec une accélération sur 2016 grâce à l'ouverture du site Diam 3 et l'acquisition de Piedade. La croissance annuelle organique moyenne s'est élevée à 9,9% sur cette même période. La marge de ROC s'est située dans une fourchette entre 15,8% et 22,5% et a été impactée lors des derniers exercices par la très forte hausse du prix du liège Refugo passé de 0.7€ en 2017 à 1.6€ sur 2019. La conversion de l'EBITDA en FCF a évolué entre 6,8% et 47,5%, indiquant que la génération de cash-flows a été pénalisée sur la période par (i) le CAPEX sur Diam 3, et (ii) l'augmentation du BFR ces deux dernières années. Le ROCE se définit comme le rapport entre l'EBIT après impôt (ou NOPAT : *Net Operating Profit After Tax*) et le montant des capitaux employés (BFR et actif immobilisé hors goodwill). Il a évolué sur la période dans une fourchette entre 10,9% et 17,0%.

KPI Bouchage	mars-12	mars-13	mars-14	mars-15	mars-16	mars-17	mars-18	mars-19
Croissance organique du CA	16,1 %	4,8 %	18,5 %	10,0 %	5,9 %	8,9 %	13,8 %	7,9 %
Marge ROC % CA (*)	19,5%	18,4%	21,7%	22,5%	19,6%	22,5%	20,4%	15,8%
Cash conversion (*)	37,7%	20,2%	19,9%	n.a.	35,8%	47,5%	6,8%	9,4%
ROCE (*)	12,0%	10,9%	14,0%	13,7%	14,2%	17,0%	16,2%	12,2%

Source : Analyses Eight Advisory au 13 décembre 2019

(*) Données fondées sur les données historiques obtenues du Management, après coûts de holding alloués entre les deux divisions au prorata du chiffre d'affaires, et excluant la charge liée aux AGA

La croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires de la division Elevage s'est élevée à 2,5% sur la période, tenant compte de la cession de la tonnellerie Radoux sur l'exercice 2012 et de la consolidation des acquisitions Millet, Galileo et Cenci sur l'exercice 2019. La croissance organique moyenne s'est élevée à 6,4% sur cette période. La marge de ROC s'est située dans une fourchette entre 10,9% et 19,1% et a été impactée par la hausse du prix du chêne. La conversion de l'EBITDA en FCF a évolué entre 5,3% et 71,9%, indiquant que la génération de cash-flows a été pénalisée par le poids de la variation de BFR. Par conséquent, le ROCE a évolué sur la période dans une fourchette entre 6,0% et 12,3%.

KPI Elevage	mars-12	mars-13	mars-14	mars-15	mars-16	mars-17	mars-18	mars-19
Croissance organique du CA	1,2%	5,8%	5,5%	12,1%	14,3%	4,7%	1,8%	1,0%
Marge ROC % CA (*)	13,3%	10,9%	14,9%	16,5%	18,4%	18,2%	19,1%	15,0%
Cash conversion (*)	71,9%	n.a.	13,8%	n.a.	5,3%	6,4%	51,6%	n.a.
ROCE (*)	11,3%	6,0%	8,1%	10,5%	12,3%	11,5%	12,3%	9,3%

Source : Analyses Eight Advisory au 13 décembre 2019

(*) Données fondées sur les données historiques obtenues du Management, après coûts de holding alloués entre les deux divisions au prorata du chiffre d'affaires, et excluant la charge liée aux AGA

1.2.2.8 Présentation du Plan d'affaires

Présentation

Les prévisions ont été préparées par la direction du Groupe (la « Direction ») et validées par le Conseil d'Administration du 22 mars 2019 (le « Plan d'affaires »), préalablement à l'Offre initiée par Caspar.

Le plan est cohérent avec les prévisions retenues pour les besoins des tests de dépréciation (réalisés par le Groupe au niveau des divisions avant management fees).

Pour l'exercice 2020, il a été ajusté pour tenir compte du décalage de la charge au titre des plans d'Attribution Gratuite d'Actions (« AGA ») octroyés en juillet 2019 car une charge sur 12 mois était initialement prévue. Cet impact représente près de 88% du relèvement de l'objectif de ROC sur l'exercice 2020. Le relèvement de la prévision de ROC 2020 étant attribuable à un effet mécanique et non une amélioration de la performance, les prévisions des exercices ultérieurs n'ont pas été revues à la hausse.

Le Plan d'affaires a également été ajusté pour tenir compte de l'impact des plans d'AGA dont les objectifs de performance sont atteints sur l'horizon du Plan et qui font l'objet d'une charge non décaissée au compte de résultat. Cet impact dû à la dilution est capturé via le rachat de ces titres par la Société, ce qui est la pratique du Groupe. L'impact de la dilution sur la valeur est égal à celui du rachat quand le prix d'acquisition des titres est égal à la valeur.

Sur cette base, la Direction nous a confirmé que le Plan d'affaires traduit au moment de l'Offre sa meilleure estimation possible des prévisions et qu'il n'existe pas d'autres plans.

Tendances et hypothèses

Le Plan d'affaires montre une croissance annuelle du chiffre d'affaires entre mars 2019 et mars 2024 de 4,7%. La marge de ROC et la conversion en FCF de l'EBITDA se redressent pour atteindre en fin de plan respectivement 20,6% et 49,4%. Enfin, le ROCE atteint 15,7% sur l'exercice 2024, un niveau proche du plus haut historique sur l'exercice 2017.

KPI Groupe	mars-20	mars-21	mars-22	mars-23	mars-24
Croissance du CA	8,1 %	1,0 %	4,8 %	5,1 %	4,8 %
Marge ROC % CA (*)	16,8%	18,5%	19,4%	20,2%	20,6%
Cash conversion (*)	25,8%	33,8%	52,8%	52,9%	49,4%
ROCE (*)	11,8%	12,5%	13,9%	15,2%	15,7%

Source : Analyses Eight Advisory au 13 décembre 2019

(*) Données fondées sur le Plan, après coûts de holding alloués entre les deux divisions au prorata du chiffre d'affaires, et excluant la charge liée aux AGA

La division Bouchage est le principal contributeur sur la durée du plan. La croissance annuelle moyenne attendue du chiffre d'affaires s'élève à 4,9% entre mars 2019 et mars 2024. Nous notons qu'elle repose (i) sur des volumes Diam annuellement en hausse de 6% en moyenne (pour atteindre 2 Md de bouchons sur l'exercice 2024 vs 1,5 Md à date) et (ii) un effet mix positif du développement sur le haut de gamme, mais également des impacts négatifs liés à (iii) une compétition intense accrue sur les segments bas et milieu de gamme et (iv) l'impact indirect sur le CA d'une baisse du prix du liège.

La marge de ROC de la division progresse de 18,2% à 21,7% sur la période 2020-2024 grâce à la croissance du chiffre d'affaires et la réduction du prix du liège. Une réduction de la variation de BFR est attendue, permettant une meilleure conversion en FCF de l'EBITDA qui passe de 25,2% à 49,6% (et ce malgré les CAPEX du nouveau site Diam 4 de 3,0 m€ et 12,0 m€ sur les exercices 2023 et 2024). Compte tenu de ces éléments, le ROCE se redresse donc significativement sur cette période, passant de 14,0% à 18,4%, soit un niveau nettement supérieur au plus haut observé historiquement (exercice 2017).

KPI Bouchage	mars-20	mars-21	mars-22	mars-23	mars-24
Croissance du CA (*)	9,7 %	0,5 %	4,6 %	5,0 %	5,0 %
Marge ROC % CA (**)	18,2%	20,1%	21,1%	21,5%	21,7%
Cash conversion (**)	25,2%	37,1%	62,8%	59,0%	49,6%
ROCE (**)	14,0%	14,7%	16,7%	18,1%	18,4%

Source : Analyses Eight Advisory au 13 décembre 2019

(*) Croissance du CA 2020 et 2021 après neutralisation de l'effet périmètre lié à l'activité de Sobrinho S.A.

(**) Données fondées sur le Plan, après coûts de holding alloués entre les deux divisions au prorata du chiffre d'affaires, et excluant la charge liée aux AGA

La division Elevage attend une croissance annuelle moyenne de son chiffre d'affaires de 4,3% entre mars 2019 et mars 2024. Le prix du chêne devant croître annuellement de 5%, la croissance du chiffre d'affaires intègre également un effet prix. La marge de ROC de la division progresse de 13,9% à 18,6% sur la période 2020-2024, grâce notamment au redressement de la rentabilité des acquisitions de Cenci, Galileo et Millet. Une réduction de la variation de BFR est attendue également pour cette division, permettant une meilleure conversion de l'EBITDA en FCF, passant de 27,7% à 48,8%. Ces facteurs permettent une croissance importante du ROCE sur cette période, de 8,2% à 11,8%, soit un niveau proche des plus hauts atteints historiquement (exercices 2016 et 2018).

KPI Elevage	mars-20	mars-21	mars-22	mars-23	mars-24
Croissance du CA	2,2 %	4,6 %	5,1 %	5,4 %	4,5 %
Marge ROC % CA (*)	13,9%	15,3%	16,1%	17,6%	18,6%
Cash conversion (*)	27,7%	25,2%	27,2%	38,6%	48,8%
ROCE (*)	8,2%	9,1%	9,7%	11,0%	11,8%

Source : Analyses Eight Advisory au 13 décembre 2019

(*) Données fondées sur le Plan, après coûts de holding alloués entre les deux divisions au prorata du chiffre d'affaires, et excluant la charge liée aux AGA

Eléments de comparaison

En premier lieu, nous observons que la comparaison sur les derniers exercices entre CA et ROC publiés et budgetés montre l'absence d'atteinte systématique (ou à l'inverse de non-réalisation systématique) des prévisions, permettant d'écarter l'hypothèse d'un biais structurel des budgets.

m€	mars-16			mars-17			mars-18			mars-19		
		Réel	Delta		Réel	Delta		Réel	Delta		Réel	Delta
Chiffre d'affaires	188,5	211,3	12,1%	242,8	246,6	1,6%	255,6	248,6	(2,7)%	258,3	268,2	3,8%
ROC	33,9	38,0	12,0%	39,0	42,0	7,7%	45,8	46,5	1,4%	47,1	40,5	(14,1)%

Source : informations Management

Pour la division Bouchage, nous observons que la croissance annuelle moyenne attendue est (i) en ligne avec celle des comparables cotés Amorim Corticeira et Guala Closures sur la période 2020-2022 et (ii) inférieure à la croissance organique historique car le Plan d'affaires intègre partiellement les effets de la perte du brevet Diam et d'une intensité concurrentielle plus forte sur les segments bas et milieu de gamme.

Pour la division Elevage, la croissance dans le Plan d'affaires est proche du niveau relevé historiquement mais inférieure à celle attendue pour le comparable coté TFF.

Croissance : organique historique et sur le Plan	Médiane 2012-2019	Médiane 2020-2024
Bouchage	9,5%	5,0%
Elevage	5,1%	4,6%

Source : Management et analyses Eight Advisory au 13 décembre 2019

Croissance CA (moyenne annuelle)	Société 2020-2022	Comparables 2020-2022
Bouchage	5,0%	5,8%
Elevage	4,0%	7,5%

Source : Management et analyses Eight Advisory au 13 décembre 2019

Les marges attendues des 2 divisions (médianes sur la période du Plan d'affaires) sont proches des niveaux médians historiquement observés. Celles de la division Bouchage sont supérieures à celles des comparables tandis que celles de la division Elevage sont inférieures.

Marge ROC*	Médiane 2012-2019	Médiane 2020-2024
Bouchage (yc holding)	19,2%	19,5%
Elevage (yc holding)	14,9%	14,5%

Source : Management et analyses Eight Advisory au 13 décembre 2019

(*) ROC tel que présenté dans le plan de la Direction, incluant les charges liées aux AGA

Marge ROC*	Société 2020-2021	Comparables 2020-2021
Bouchage (yc holding)	17,7%	12,7%
Elevage (yc holding)	13,2%	18,1%

Source : Management et analyses Eight Advisory au 13 décembre 2019

(*) ROC tel que présenté dans le plan de la Direction, incluant les charges liées aux AGA

Le ratio prévisionnel médian 2020-2024 de conversion de l'EBITDA en FCF est très supérieur à celui observé historiquement et rejoint en fin de plan celui des concurrents cotés.

Cash conversion (%)	Moyenne 2012-2019	Moyenne 2020-2024
Bouchage (yc holding)	25,3%	46,7%
Elevage (yc holding)	29,8%	33,5%

Source : Management et analyses Eight Advisory au 13 décembre 2019

Cash conversion (%)	Société 2020-2021	Comparables 2020-2021
Bouchage (yc holding)	31,1%	56,1%
Elevage (yc holding)	26,5%	n.a.

Source : Management et analyses Eight Advisory au 13 décembre 2019

Le ROCE prévisionnel 2020-2024 est supérieur à celui observé historiquement pour la division Bouchage et est légèrement inférieur pour la division Elevage. Ceci est valable également pour la comparaison avec le ROCE des concurrents cotés.

ROCE (%)	Médiane 2012-2019	Médiane 2020-2024
Bouchage (yc holding)	13,8%	16,7%
Elevage (yc holding)	10,9%	9,7%

Source : Management et analyses Eight Advisory au 13 décembre 2019

ROCE (%)	Société 2020-2021	Comparables 2020-2021
Bouchage (yc holding)	14,4%	12,8%
Elevage (yc holding)	8,6%	12,9%

Source : Management et analyses Eight Advisory au 13 décembre 2019

Conclusion

Le Plan d'affaires semble raisonnablement ambitieux au regard des performances historiques ou des prévisions des concurrents cotés.

Par ailleurs, il semble raisonnablement équilibré au regard (i) des menaces et (ii) opportunités potentielles listés dans les analyses SWOT et qui ne sont pas capturés dans le Plan d'affaires.

Le Plan d'affaires paraît donc pouvoir être utilisable pour les besoins de l'analyse. Nous notons néanmoins les points suivants :

- Le Plan d'affaires prend en compte partiellement les Capex totaux sur Diam 4 (la moitié étant également réalisée sur 2025), et donc ne prend pas en compte sur cet horizon la génération future de flux de trésorerie par ce nouveau site DIAM. Cet élément est l'un des facteurs qui nécessitent la construction de prévisions au-delà de l'exercice 2024 (cf 3.2.2 Prévisions).
- Il ne prend pas en compte non plus d'impacts négatifs liés de facteurs actuels affaiblissant 2 avantages concurrentiels clés de DIAM : (i) la perte de la protection juridique des brevets DIAM et (ii) la réduction substantielle observée ces derniers mois de l'écart de prix favorable entre le liège naturel et le liège Refugo.

Par ailleurs, l'alignement du cours sur le prix de l'Offre depuis son annonce devrait avoir un impact très sensible sur le coût du rachat des AGA (environ +30%). Cet impact n'est pas appréhendé dans le Plan, car le coût de rachat ne repose ni sur le prix de l'Offre, ni sur le cours futur au moment du rachat, mais sur le cours au moment de l'attribution du plan.

2 Diligences effectuées

Nos diligences ont principalement consisté à mettre en œuvre une approche multicritère d'évaluation des actions de la société OENEO S.A et à analyser les éléments d'appréciation du prix de l'Offre mentionnés dans le projet de Note d'information qui nous a été remis.

Dans le cadre de notre mission, nous avons pris connaissance d'un ensemble d'informations comptables et financières (états financiers, document de référence, communiqués, etc.) publiées par la Société au titre du semestre clos au 30 Septembre 2019, de l'exercice clos au 31 mars 2019, et des exercices antérieurs.

Nous avons effectué des diligences sur la documentation juridique mise à notre disposition, dans la stricte limite et à la seule fin de collecter les informations utiles à notre mission.

Nous nous sommes entretenus avec le management de la Société, ses administrateurs indépendants, et leurs conseils respectifs, ainsi qu'avec l'Initiateur et ses conseils, tant pour appréhender le contexte de l'Offre que pour comprendre les perspectives d'activité et les éléments prévisionnels.

Concernant les méthodes d'évaluation analogiques et boursières, nous avons utilisé les informations publiques disponibles sur nos bases de données relatives aux sociétés comparables.

Enfin, nous avons pris connaissance des travaux des Etablissements présentateurs de l'Offre, tels que présentés dans le rapport d'appréciation du prix de l'Offre et résumés dans le projet de Note d'information qui nous a été remis. Dans ce cadre, nous avons discuté à plusieurs reprises avec les représentants des Etablissements présentateurs.

Le détail de nos diligences est présenté en Annexe 5 ci-après.

3 Evaluation des actions de la société OENEO S.A.

Conformément aux dispositions de l'article 262-1 du Règlement Général de l'AMF, nous avons procédé à notre propre évaluation de la Société.

3.1 Méthodes d'évaluation écartées

3.1.1 Actif net comptable (ANC)

L'approche reflète les augmentations de capital et résultats historiques mais ne capture pas les perspectives de la société évaluée.

Cette méthode ne nous paraît pas pertinente dans la mesure où la valeur des actifs incorporels de la Société (notamment ses clients, ses brevets/son savoir-faire, ses marques) n'est reflétée que partiellement à son bilan. Pour mémoire, sur la base des comptes semestriels au 30 septembre 2019, l'actif net comptable s'établit à 271,6 m€, pour 65 052 474 actions (hors prise en compte des instruments dilutifs), soit une valeur par action égale à 4,2 €.

3.1.2 Actif net réévalué (ANR)

La méthode de l'actif net réévalué consiste à valoriser les fonds propres d'une société à partir de la valeur de marché de ses actifs et de ses passifs figurant au bilan. Cette approche est généralement mise en œuvre pour des sociétés avec un portefeuille d'actifs qui peut faire l'objet d'une rotation (foncières et holdings par exemple). Elle est rarement mise en œuvre pour des groupes industriels dont l'intégration des actifs peut permettre de générer une valeur totale supérieure à la somme des valeurs de chaque actif et qui ne supporte pas d'impact fiscal lié à une cession des actifs détenus.

3.1.3 Méthode du rendement

Cette méthode consiste à actualiser les dividendes prévisionnels ou à capitaliser à l'infini le dernier dividende connu.

Au cours du dernier exercice clos au 31 mars 2019, la Société a versé un dividende 9 615 527,85 euros, soit un dividende ordinaire de 0,15 euro par action, en offrant la possibilité aux actionnaires d'opter pour un paiement soit en numéraire, soit en actions. Les actionnaires ayant choisi le paiement du dividende en actions ont représenté 89,39% des actions OENEO. Cette opération s'est traduite par la création de 948 955 actions ordinaires nouvelles, la partie payée en numéraire ressortant à 971 590 euros.

Bien que la Société ait une politique régulière de versement de dividendes, le montant distribué ne correspond pas à la totalité du résultat : le taux de distribution ressort à 37,5% du résultat de mars 2019. La mise en œuvre de cette méthode conduit à sous-valoriser les fonds propres de la Société car la trésorerie non distribuée est capitalisée dès lors à un taux faible, avant d'être distribuée. Or, l'écart entre le rendement de la trésorerie distribuée et son taux d'actualisation est destructeur de valeur. Cette destruction de valeur n'est pas propre à l'actif, elle est fonction uniquement d'une décision actionnariale. La valeur de l'actif ne doit pas subir cette décision (un autre actionnaire pourrait en prendre une autre). Elle n'a donc pas été retenue.

Par ailleurs, cette méthode nécessite de valoriser l'intégralité du capital immatériel de l'entreprise estimé à partir de leurs flux futurs, rendant ainsi l'approche redondante avec les méthodes DCF ou EVA.

3.1.4 Méthode des transactions comparables

Cette approche consiste à déterminer la valeur d'une société en appliquant à ses agrégats financiers des multiples de valorisation observés lors de transactions réalisées sur des sociétés opérant dans le même secteur.

La pertinence de la méthode nécessite de disposer d'informations fiables relatives aux sociétés qui ont fait l'objet des transactions. Dans le cas de sociétés non cotées, le degré d'information divulgué est souvent faible, en particulier sur les prévisions.

Nous avons analysé les transactions réalisées par la Société et les comparables cotés. Nous n'avons pas identifié de transactions dans le secteur de l'Élevage où l'information disponible permette de calculer un multiple d'EBITDA ou d'EBITA. Par ailleurs, les transactions dans le secteur du Bouchage sont peu nombreuses et majoritairement de taille limitée.

Pour ces raisons, l'approche a été écartée. Pour information, les multiples résultants de ces transactions sont inférieurs aux multiples boursiers.

3.2 Méthodes d'évaluation retenues

3.2.1 Éléments communs aux méthodes retenues

Approche par Somme des Parties

La Société étant positionnée sur les deux métiers distincts du Bouchage et de l'Élevage, qui ont des profils différents en termes de risques et de perspectives, nous avons donc privilégié une approche permettant de valoriser de manière adaptée chaque division : la Somme des Parties.

Nombre de titres de référence

Le capital social de la Société est constitué au 13 décembre 2019 de 65 052 474 actions, dont 299 133 autocontrôlées. Nous avons fondé nos travaux sur un nombre d'actions hors actions auto-détenues et des Actions Gratuites en Période de Conservation, soit 64 753 341 actions.

Actionnariat au 13 décembre 2019	Nombre de titres
Caspar S.A.S	41 080 492
Autocontrôle	299 133
AGA en Période de Conservation	79 654
Flottant (yc titres du contrat de liquidité)	23 593 195
Total	65 052 474
Nombre de titres hors autocontrôle	64 753 341

Eléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur des fonds propres

Nos calculs sont effectués en date du 13 décembre 2019 et sont fondés sur le dernier bilan publié par la Société.

La dette financière nette ajustée de 61,1 m€ intègre les principaux éléments suivants :

- la dette financière nette au 30 septembre 2019, hors IFRS 16 soit 76,5 m€ ;
- le cash-flow intercalaire estimé sur la période allant du 30 septembre 2019 au 13 décembre 2019, soit (3,2) m€ ;
- les immobilisations financières pour (1,0) m€ (hors dépôts) réévaluées à partir des multiples sectoriels ;
- les prêts et cautionnements pour (0,1) m€ ;
- les actifs liés aux activités destinées à être cédées, soit (1,6) m€ ;
- la valeur des déficits reportables estimée à (0,6) m€ pour la France et (2,2) m€ pour les autres pays (Portugal notamment) soit un montant total de (2,8) m€ ;
- l'ajustement de la trésorerie au titre de l'impact de la saisonnalité ressortant à (17,6) m€ ;
- les provisions à caractère de dettes, soit 4,9 m€ (dont 3,5 m€ liés aux retraites) ;
- les intérêts minoritaires réévalués pour un montant de 6,2 m€ estimés à partir des multiples sectoriels ; et
- la cession des titres détenus pour les besoins du contrat de liquidité pour (0,3) m€.

Sociétés comparables retenues pour le calcul des paramètres d'évaluation

Une société cotée peut être considérée comme comparable dès lors qu'elle présente de réelles similitudes avec la société analysée en termes de domaine d'activité (produits, services, clientèle, secteur géographique), taille (chiffre d'affaires ou capitalisation boursière, part de marché), niveau et structure des marges, perspectives de croissance de chiffre d'affaires, de marges et de flux de trésorerie.

Nous avons sélectionné des concurrents cotés pour chacune des deux divisions.

Pour la division Bouchage :

- **Corticeira Amorim** (c.29% de flottant sur le titre avec un niveau de rotation de c.25%) : société portugaise spécialisée dans la fabrication des produits en liège et dérivés du liège tels que les bouchons pour le vin et autres spiritueux (bourbons), les granulés de liège, le liège caoutchouté, les revêtements de sol et mur en liège. Corticeira Amorim réalise c.70% de son chiffre d'affaires dans le domaine des vins et spiritueux. La société opère principalement en Europe, aux Etats-Unis et en Asie. Leader mondial des bouchons de liège et principal concurrent de la division Bouchage, la société a été retenue comme comparable pour la division Bouchage.
- **Guala Closures** (c.76% de flottant sur le titre avec un niveau de rotation de c.32%) : issue de la fusion entre les sociétés Guala Closures et Space4, il s'agit d'une société italienne spécialisée dans la fabrication et la distribution de bouchons standards, à vis, de sécurité et des fermetures personnalisable, en aluminium ou en plastique, pour les industries du vin et des spiritueux, pharmaceutique et cosmétique. Avec un rayonnement mondial, elle réalise c.20% de son chiffre d'affaires dans le secteur du vin. Dans une moindre mesure, elle intervient également dans la production d'emballages : bouteilles, pots ou flacons miniatures. La société opérant sur le marché du bouchage pour l'industrie du vin, elle constitue une alternative aux bouchons de liège et a donc été retenue comme comparable pour la division Bouchage.

Pour la division « Elevage » :

- **Tonnellerie François Frères (TFF)** (c.24% de flottant sur le titre avec un niveau de rotation de c.12%) : société française spécialisée dans la conception, la production et la commercialisation de fûts en chêne destinés principalement à la production de vins haut de gamme mais aussi à la production de Bourbon. Le groupe est le principal acteur présent sur l'ensemble de la chaîne de valeur des métiers de l'élevage par le bois : exploitation forestière, merranderie, tonnellerie, grands contenants et produits de boisage pour l'œnologie, mais aussi en cuve inox avec son activité de chaudronnerie. Elle réalise c.60% de son chiffre d'affaires dans l'industrie du vin. Leader mondial de la tonnellerie pour le vin, la société a été retenue comme comparable pour la division Elevage, malgré une liquidité faible du titre, car il s'agit du seul concurrent coté.

Comparabilité

Les profils de croissance du chiffre d'affaires, de taux de marge d'EBITA, de conversion de l'EBITDA en FCF et de ROCE de ces concurrents directs sont présentés dans la section 1.2.2.8 de ce rapport. Sans que ces indicateurs soient strictement alignés sur ceux des deux divisions du Groupe, ils sont suffisamment proches pour que la comparabilité de ces sociétés en termes de profils de croissance, de rentabilité et de risques soit jugée satisfaisante.

Guala Closures ne générant que c.20% de son chiffre d'affaires dans l'industrie du vin, et sur d'autres matières que le liège, nous présentons une analyse incluant et excluant ce concurrent.

3.2.2 Actualisation des flux futurs de trésorerie (à titre principal)

Cette méthode consiste à déterminer la valeur intrinsèque d'un actif par actualisation de ses flux de trésorerie futurs à un taux qui reflète l'exigence de rentabilité compte tenu de son risque. Nous avons mis en œuvre cette approche selon une logique « Somme des Parties » reposant sur l'application de la méthode des flux de trésoreries actualisés pour chacune des deux divisions.

Prévisions retenues

Nos travaux sont fondés sur :

- le Plan d'affaires préparé par la Direction et validé par le Conseil d'Administration (présenté en section 1.2.2.8), ajusté de la mise à jour de l'atterrissage prévu pour l'exercice 2020 et de l'impact des AGA dont les objectifs sont atteints avec le plan ; et
- une période d'extrapolation de 5 ans construite sur la base des hypothèses suivantes :
 - Pour la division Bouchage :
 - Un chiffre d'affaires intégrant l'ouverture de l'usine Diam 4 (générant à terme 50 m€ de chiffres d'affaires) et une croissance de 2,0% par an pour les autres sites arrivés à saturation en 2024 ;
 - un maintien du taux de marge d'EBITDA à 24,3% ;
 - une convergence des ratios des DAP / CA et des CAPEX / CA vers un niveau jugé normatif en 2029 par la Direction à (5,5)% (nous relevons que ce niveau est inférieur au CAPEX de remplacement dérivé des valeurs brutes d'actifs au bilan et de leur durée de vie, et qu'il est en ligne avec le niveau attendu par les analystes chez les sociétés comparables de la division Bouchage : en moyenne (5,5)% sur la période 2020 – 2021) ;
 - un taux d'impôt maintenu stable à 25,8% ; et
 - un BFR maintenu stable et représentant 38,3% du chiffre d'affaires de l'année.
 - Pour la division Elevage :
 - Une convergence de la croissance du chiffre d'affaires attendue en 2024 (4,5%) vers un niveau jugé normatif à long terme de 2,0% en 2029 ;
 - un maintien du taux de marge d'EBITDA à 20,4% ;
 - une convergence des ratios des DAP / CA et des CAPEX / CA vers un niveau jugé normatif en 2029 par la Direction à (4,0)% (nous relevons que ce niveau est inférieur au CAPEX de remplacement dérivé des valeurs brutes d'actifs au bilan et de leur durée de vie, ainsi qu'au niveau attendu par les analystes pour le comparable de la division Elevage : en moyenne (9,6)% sur la période 2020 – 2021) ;
 - un taux d'impôt maintenu stable à 25,8% ; et
 - un BFR maintenu stable et représentant 81,8% du chiffre d'affaires N+2 (les barriques étant portées en stock près de 2 ans avant d'être vendues).

Avec ces hypothèses, nous notons que le ROCE de la division Bouchage atteint en valeur terminale 20.3%, un niveau très supérieur aux pics historiques. Celui de la division Elevage atteint 12.0%, un niveau quasi-aligné sur les pics observés lors des exercices 2016 et 2018.

Paramètres d'évaluation

Détermination du taux d'actualisation

Le coût moyen pondéré du capital (« CMPC ») a été calculé selon l'approche du MEDAF (« Modèle d'Evaluation Des Actifs Financiers »).

Un taux d'actualisation a été déterminé pour chaque division. La construction du taux d'actualisation par division repose sur des paramètres de marché sectoriels calculés au 13 décembre 2019.

Paramètres de marché

Nous avons mis en œuvre la méthode du MEDAF sur la base des paramètres du marché français soit :

- un taux sans risque de 0,6% correspondant au rendement moyen sur 5 ans d'emprunts d'Etat français de maturité 10 ans ; et
- une prime de risque du marché français de 6,6% dérivée du rendement de marché issu de l'étude de Pablo Fernandez à 6,0%¹.

Paramètres sectoriels

Bouchage

Beta : le beta retenu s'élève à 0,71 et correspond à celui d'Amorim calculé sur une base mensuelle sur 5 ans. Guala Closures n'étant cotée que depuis 2017, le coefficient beta de la société n'est pas disponible sur 5 ans et n'est pas statistiquement significatif sur une période plus courte.

Elevage

Beta : le beta sectoriel retenu s'élève à 0,83 et correspond à celui de TFF calculé sur une base mensuelle sur 5 ans.

Prime de taille & liquidité

Nous avons retenu une prime de taille et liquidité de 1,6% (source : Ibbotson, Duff & Phelps 2019 Cost of Capital Navigator), reflétant le risque associé à la taille du Groupe qui n'est pas capturé dans les autres composantes du MEDAF.

Coût de la dette

Nous retenons un coût de la dette de 1,3% avant impôt fondé sur la charge d'intérêt et la dette brute.

Structure financière

Nous retenons la structure financière de la Société, fondée sur sa capitalisation boursière (cours 1 mois) et sa dette financière nette ajustée. Elle ressort à 8,3%.

Conclusion

Le CMPC ressort ainsi à 6,70% pour la division Bouchage et 7,50% pour la division Elevage.

Croissance à long terme

Nous avons retenu un taux de croissance à long terme de 2,0% pour les deux divisions.

Ce taux de croissance à long terme est en ligne avec la moyenne des taux appliqués par les analystes pour le Groupe et ses concurrents cotés (2,0% avec, pour le Groupe, deux références de taux à 2,0% et 2,5%). A titre d'information, ce taux est légèrement supérieur en moyenne à celui retenu par le Groupe et ses concurrents cotés dans leurs tests de dépréciation (1,9%, avec 1,5% pour le Groupe pour les deux divisions).

¹ Dans son étude « Market Risk Premium and Risk-Free Rate used for 69 countries in 2019: a survey », datée du 23 mars 2019, la prime de risque du marché français s'établit à 6,0% et le taux sans risque retenu à 1,2%, faisant ainsi ressortir un couple Taux sans risque / Prime de marché de 7,2%.

Comparaisons sur le taux d'actualisation et le taux de croissance à l'infini

Pour pouvoir comparer les taux d'actualisation retenus avec les benchmarks disponibles, nous présentons ci-dessous le CMPC du Groupe calculé à partir des taux des divisions pondérés par les ROC de fin de période, qui ressort à 6,9%. Sur la base de ce CMPC pondéré et du taux de croissance à l'infini de 2,0%, le taux de capitalisation appliqué au Groupe ressort à 4,9%.

Nous observons que ce niveau est inférieur à l'ensemble des benchmarks disponibles (taux appliqués (i) par les analystes sur OENEO, (ii) sur ses concurrents cotés, ou à titre d'information (iii) par le Groupe pour ses tests de dépréciation et (iv) par les concurrents cotés d'OENEO pour leurs tests) :

Synthèse taux de capitalisation (*)	Analystes OENEO	Analystes Concurrents	Tests IAS 36 OENEO	Tests IAS 36 Concurrents
Bouchage	5.1%		6.3%	5.9%
Elevage	n.a.		6.0%	6.5%
Total (**)	5.1%	5.7%	6.2%	6.0%

Source : Analyses Eight Advisory au 13 décembre 2019

(*) taux de capitalisation: CMPC - taux de croissance à long terme

(**) Moyenne pondérée par les ROC de fin de période

Les paramètres retenus apparaissent donc favorables, alors même que le niveau de création de valeur projeté à l'infini semble particulièrement élevé (cf. niveaux de ROCE par division en valeur terminale mentionnés au paragraphe 3.2.2 Prévisions retenues, à comparer aux taux d'actualisation retenus).

Actualisation des flux de trésorerie

Les flux de trésorerie ont été actualisés à mi-année à compter du 13 décembre 2019, date de référence pour la valorisation.

Résultats

Sur ces bases, la méthode des flux de trésorerie actualisés conduit à une valeur centrale de 12,0 € par action.

	Juste valeur de marché		
	Min	Central	Max
OENEO - Valeur d'entreprise ajustée	801,1	838,0	875,0
(-) Dette financière nette ajustée	(61,1)	(61,1)	(61,1)
OENEO - Valeur des capitaux propres	740,0	777,0	814,0
Nombre de titres (en millions)	64,8	64,8	64,8
OENEO - Valeur par action (€)	11,4	12,0	12,6

Source : Analyses Eight Advisory au 13 décembre 2019

Le prix proposé, soit 13,50 € par action, fait ainsi ressortir une prime offerte de 12,5% par rapport à la valeur obtenue par cette méthode dans l'OPAS.

Analyses de sensibilité

Nous avons mené des travaux d'analyse de sensibilité sur les principaux paramètres en faisant varier :

de +/- 1,0% le taux de marge d'EBITDA normatif ;

de +/- 1,0% le niveau des CAPEX normatifs ;

de +/- 0,25% le taux d'actualisation et de +/- 0,25% le taux de croissance à long terme.

OENEO – Valeur par action (€)

Marge d'EBITDA normative				
(2,0)%	(1,0)%	-	1,0%	2,0%
10,9	11,4	12,0	12,6	13,1

Capex normatifs (% du CA)				
(2,0)%	(1,0)%	-	1,0%	2,0%
10,5	11,2	12,0	12,8	13,5

Taux d'actualisation				
Taux de croissance à l'infini	(0,25)%	(0,25)%	-	0,25%
	-	12,3	11,6	11,0
	0,25%	12,7	12,0	11,3
	0,25%	13,2	12,4	11,7

OENEO – Prime sur prix de l'Offre vs. valeur par action

Marge d'EBITDA normative				
(2,0)%	(1,0)%	-	1,0%	2,0%
24,3%	18,1%	12,5%	7,4%	2,7%

Capex normatifs (% du CA)				
(2,0)%	(1,0)%	-	1,0%	2,0%
29,0%	20,2%	12,5%	5,7%	(0,3)%

Taux d'actualisation				
Taux de croissance à l'infini	(0,25)%	(0,25)%	-	0,25%
	-	9,5%	16,0%	22,6%
	0,25%	5,9%	12,5%	19,2%
	0,25%	2,1%	8,8%	15,6%

L'analyse de sensibilité fait ainsi ressortir des valeurs comprises entre 11,4 € et 12,6 € par action, soit une prime offerte comprise entre 7,4% et 18,1%. La sensibilité à la variation du taux d'actualisation ou du taux de croissance à l'infini est présentée mais nous relevons que les taux retenus sont plus favorables que tous les benchmarks disponibles (cf 3.2.2 § Paramètres d'évaluation - Comparaisons).

3.2.3 Méthode EVA (Economic Value Added) (à titre principal)

La méthode de l'EVA consiste à déterminer la valeur d'une société sur la base de la création de valeur qu'elle génère.

La création de valeur se mesure comme la différence entre (i) le résultat d'exploitation après impôt et (ii) la rémunération des capitaux employés (hors goodwill). Ce différentiel est ensuite actualisé au coût moyen pondéré du capital. La Valeur d'Entreprise correspond alors à la somme (i) de la valeur des capitaux employés à date et (ii) de la création de valeur future.

En nous fondant sur les mêmes prévisions (Plan d'affaires et extrapolation) et les mêmes paramètres financiers (soit un taux d'actualisation de 6,7% pour la division Bouchage et de 7,5% pour la division Elevage, ainsi qu'un taux de croissance à long terme de 2,0%), nous constatons que le prix offert de 13,50 € fait ressortir une prime de 15,7% sur la valeur centrale.

	Juste valeur de marché		
	Min	Central	Max
OENEO - Valeur d'entreprise ajustée	779,7	816,6	853,6
(-) Dette financière nette ajustée	(61,1)	(61,1)	(61,1)
OENEO - Valeur des capitaux propres	718,6	755,6	792,5
Nombre de titres (en millions)	64,8	64,8	64,8
OENEO - Valeur par action (€)	11,1	11,7	12,2

Source : Analyses Eight Advisory au 13 décembre 2019

Analyses de sensibilité

Nous avons mené des travaux d'analyse de sensibilité sur les principaux paramètres en faisant varier :

de +/- 1,0% le taux de marge d'EBITDA normatif ;

de +/- 1,0% le niveau des CAPEX normatifs ;

de +/- 0,25% le taux d'actualisation et de +/- 0,25% le taux de croissance à long terme.

OENEO – Valeur par action (€)

Marge d'EBITDA normative				
(2,0)%	(1,0)%	-	1,0%	2,0%
10,5	11,1	11,7	12,2	12,8

Capex normatifs (% du CA)				
(2,0)%	(1,0)%	-	1,0%	2,0%
10,8	11,2	11,7	12,1	12,5

Taux d'actualisation				
Taux de croissance à l'infini	(0,25)%	(0,25)%	-	0,25%
	12,1	11,4	10,8	
	-	12,4	11,7	11,0
	0,25%	12,8	12,0	11,3

OENEO – Prime sur prix de l'Offre vs. valeur par action

Marge d'EBITDA normative				
(2,0)%	(1,0)%	-	1,0%	2,0%
28,2%	21,6%	15,7%	10,3%	5,4%

Capex normatifs (% du CA)				
(2,0)%	(1,0)%	-	1,0%	2,0%
24,7%	20,0%	15,7%	11,7%	7,9%

Taux d'actualisation				
Taux de croissance à l'infini	(0,25)%	(0,25)%	-	0,25%
	12,0%	18,5%	25,2%	
	-	9,0%	15,7%	22,5%
	0,25%	5,9%	12,7%	19,6%

L'analyse de sensibilité fait ressortir des valeurs comprises entre 11,1 € et 12,2 € par action, soit une prime offerte comprise entre 10,3% et 21,6%. La sensibilité à la variation du taux d'actualisation ou du taux de croissance à l'infini est présentée mais nous relevons que les taux retenus sont plus favorables que tous les benchmarks disponibles (cf 3.2.2 § Paramètres d'évaluation - Comparaisons).

3.2.4 Multiples boursiers des sociétés comparables (à titre secondaire)

La comparabilité des sociétés retenues a été jugée suffisante mais la profondeur de l'échantillon (Corticeira Amorim et Guala Closures pour la division Bouchage et TFF pour la division Elevage) nous conduit à présenter cette méthode à titre secondaire.

Nous avons déterminé séparément la valeur des deux divisions en appliquant aux agrégats de chaque division les multiples observés sur leurs concurrents cotés.

La Valeur d'Entreprise (VE) des sociétés composant nos échantillons est fondée sur :

- le dernier endettement net disponible hors dette IFRS 16 (diminué de la valeur comptable des impôts différés actifs relatifs aux déficits reportables, des actifs financiers, des actifs disponibles à la vente et des participations consolidées par mise en équivalence, et augmenté des provisions et de la valeur des intérêts minoritaires). Par cohérence, les prévisions n'intègrent pas les effets d'IFRS 16 ; et
- les capitalisations boursières déterminées sur la base des cours moyens 1 mois au 13 décembre 2019. La détermination des capitalisations boursières sur la base du cours spot au 13 décembre 2019 induisant des multiples inférieurs.

Multiples boursiers retenus dans l'analyse

Pour les deux divisions, nous avons retenu les multiples de Valeur d'Entreprise rapportée à l'EBITDA, et l'EBITA, ainsi que le multiple de Capitalisation Boursière / Résultat Net (PER). Les multiples 2020 et 2021 (calendarisés au 31 mars) ont été appliqué aux prévisions par division de l'année correspondante.

Nous avons ensuite ajouté la valeur actuelle nette additionnelle générée par le développement futur de Diam 4 (au-delà de l'exercice 2024).

Bouchage

Société	Pays	Valeur d'Entreprise (en m€)	VE / EBITDA		VE / EBITA		PER	
			mars-20	mars-21	mars-20	mars-21	mars-20	mars-21
Guala Closures	Italie	938	8,4x	7,9x	12,7x	11,6x	14,0x	12,3x
Corticeira Amorim	Portugal	1 651	12,3x	10,9x	16,5x	14,1x	19,8x	17,7x
Moyenne			10,4x	9,4x	14,6x	12,9x	16,9x	15,0x

Source : Analyses Eight Advisory fondées sur données Bloomberg au 13 décembre 2019

Elevage

Société	Pays	Valeur d'Entreprise (en m€)	VE / EBITDA		VE / EBITA		PER	
			mars-20	mars-21	mars-20	mars-21	mars-20	mars-21
TFF Group	France	896	14,7x	13,1x	17,0x	15,1x	21,2x	19,0x

Source : Analyses Eight Advisory fondées sur données Bloomberg au 13 décembre 2019

Résultats (multiples incluant Guala Closures)

	VE / EBITA			VE / EBITDA			PER		
	Min	Central	Max	Min	Central	Max	Min	Central	Max
OENEO - Valeur d'entreprise ajustée	679,6	697,4	714,7	643,7	658,6	673,1	n.a.	n.a.	n.a.
(-) Dette financière nette ajustée	(61,1)	(61,1)	(61,1)	(61,1)	(61,1)	(61,1)	n.a.	n.a.	n.a.
OENEO - Valeur des capitaux propres	618,5	636,3	653,7	582,7	597,6	612,0	546,1	558,9	571,3
Nombre de titres (en millions)	64,8	64,8	64,8	64,8	64,8	64,8	64,8	64,8	64,8
OENEO - Valeur par action (€)	9,6	9,8	10,1	9,0	9,2	9,5	8,4	8,6	8,8

Source : Analyses Eight Advisory au 13 décembre 2019

Sur ces bases, la méthode des multiples d'EBITA conduit à une fourchette de Valeurs des fonds propres d'OENEO comprise entre 9,6 € et 10,1 € par action. Le prix proposé, soit 13,50 € par action, fait ainsi ressortir une prime offerte comprise entre 33,7% et 41,3%.

La méthode des multiples d'EBITDA conduit à une fourchette de Valeurs des fonds propres d'OENEO comprise entre 9,0 € et 9,5 € par action. Le prix proposé, soit 13,50 € par action, fait ainsi ressortir une prime offerte comprise entre 42,8% et 50,0%.

La méthode des multiples de PER conduit à une fourchette de Valeurs des fonds propres d'OENEO comprise entre 8,4 € et 8,8 € par action. Le prix proposé, soit 13,50 € par action, fait ainsi ressortir une prime offerte comprise entre 53,0% et 60,1%.

Conclusion – Multiples incluant Guala Closures

La valeur centrale moyenne issue de l'application de ces trois multiples (incluant Guala Closures) s'élève à 9,2 €, faisant ainsi ressortir une prime de 46,3%.

	Juste valeur de marché		
	Min	Central	Max
OENEO - Valeur par action (€)	8,4	9,2	10,1
Prime	60,1%	46,3%	33,7%

Source : Analyses Eight Advisory au 13 décembre 2019

Résultats (multiples excluant Guala Closures)

	VE / EBITA			VE / EBITDA			PER		
	Min	Central	Max	Min	Central	Max	Min	Central	Max
OENEO - Valeur d'entreprise ajustée	728,2	755,8	782,9	717,1	738,6	759,7	n.a.	n.a.	n.a.
(-) Dette financière nette ajustée	(61,1)	(61,1)	(61,1)	(61,1)	(61,1)	(61,1)	n.a.	n.a.	n.a.
OENEO - Valeur des capitaux propres	667,2	694,7	721,8	656,0	677,5	698,6	618,4	630,9	642,9
Nombre de titres (en millions)	64,8	64,8	64,8	64,8	64,8	64,8	64,8	64,8	64,8
OENEO - Valeur par action (€)	10,3	10,7	11,1	10,1	10,5	10,8	9,6	9,7	9,9

Source : Analyses Eight Advisory au 13 décembre 2019

Sur ces bases, la méthode des multiples d'EBITA conduit à une fourchette de Valeurs des fonds propres d'OENEO comprise entre 10,3 € et 11,1 € par action. Le prix proposé, soit 13,50 € par action, fait ainsi ressortir une prime offerte comprise entre 21,1% et 31,0%.

La méthode des multiples d'EBITDA conduit à une fourchette de Valeurs des fonds propres d'OENEO comprise entre 10,1 € et 10,8 € par action. Le prix proposé, soit 13,50 € par action, fait ainsi ressortir une prime offerte comprise entre 25,1% et 33,3%.

La méthode des multiples de PER conduit à une fourchette de Valeurs des fonds propres d'OENEO comprise entre 9,6 € et 9,9 € par action. Le prix proposé, soit 13,50 € par action, fait ainsi ressortir une prime offerte comprise entre 36,0% et 41,4%.

Conclusion – Multiples excluant Guala Closures

La valeur centrale moyenne issue de l'application de ces trois multiples s'élève à 10,3 €, faisant ainsi ressortir une prime de 30,9%.

	Juste valeur de marché		
	Min	Central	Max
OENEO - Valeur par action (€)	9,6	10,3	11,1
Prime	41,4%	30,9%	21,1%

Source : Analyses Eight Advisory au 13 décembre 2019

3.2.5 Références au cours de bourse et aux objectifs de cours

Référence au cours de bourse (à titre principal)

La société OENEO est cotée sur le compartiment B d'Euronext Paris depuis 1995. La date de référence retenue pour nos analyses est le 6 décembre 2019, soit la dernière journée de cotation non affectée par l'annonce de l'Offre du 10 décembre 2019 (le cours a été suspendu les 9 et 10 décembre).

Au 6 décembre 2019, le cours de bourse de la Société peut être considéré comme liquide puisque la rotation du flottant sur 12 mois est supérieure à 20% (21,2%).

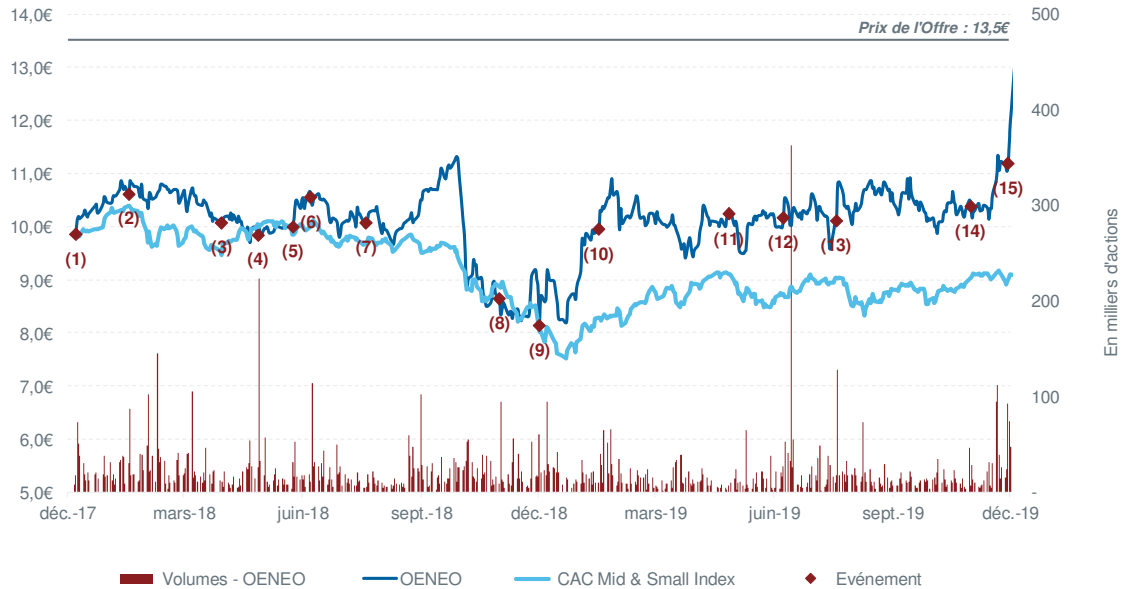
Données boursières à la clôture de la séance du 6 décembre 2019

Capitalisation et nombre de titres	Rotation du flottant	
Capitalisation boursière (m€)	783,5	Somme des volumes échangés sur un an (en m)
Prix de l'action à la clôture (€)	12,10	% du flottant
Nombre de titres (en m)	65	Rotation du flottant sur 12 mois
Nombre de titres composant le flottant (en m)	24	

Source : Bloomberg au 6 décembre 2019

Au 6 décembre 2019, la capitalisation boursière d'OENEO s'établit à 783,5 m€ sur la base d'un cours de bourse de clôture de 12,10 €.

L'évolution du cours de bourse sur les deux années précédant l'annonce de l'Offre est présentée ci-dessous :



Date	Objet du communiqué
(15) 4-déc.-19	Résultats semestriels 2019-2020 : CA en croissance de +9,5%, ROC en hausse de c. 26,0%
(14) 5-nov.-19	Chiffre d'affaires S1 2019-2020 : CA en croissance de +9,5%
(13) 24-juil.-19	Chiffre d'affaires T1 2019-2020 : croissance de +13,3%
(12) 13-juin-19	Résultats annuels FY 2018-2019 : croissance de c. 8% du CA et ROC en recul
(11) 2-mai-19	Chiffre d'affaires FY 2018-2019 : croissance de +7,9%
(10) 21-janv.-19	Chiffre d'affaires T3 2018-19 : croissance de +15,6%
(9) 6-déc.-18	Résultats semestriels 2018-2019 : CA en croissance de +3,6%, ROC en recul de c. 29,3%
(8) 5-nov.-18	Chiffre d'affaires T2 2018-2019 : croissance de +5,6% du CA
(7) 25-juil.-18	Chiffre d'affaires T1 2018-2019 : fort recul du CA élevage, croissance du CA global de 1,4%
(6) 12-juin-18	Résultats annuels FY2017-2018 : croissance de +11,9% du CA et hausse de +7,3% du ROC
(5) 29-mai-18	Acquisition des établissements Cenci (exploitation forestière / transformation de bois)
(4) 2-mai-18	Chiffre d'affaires T4 2017-2018 : croissance de +13,3% / annonce de la cession en cours d'activités Bouchage non stratégiques
(3) 4-avr.-18	Acquisition de 51% du capital de la tonnellerie Millet
(2) 22-janv.-18	Chiffre d'affaires T3 2017-2018 : croissance de +12,7%
(1) 12-déc.-17	Résultats semestriels 2017-2018 : CA en croissance de +6,2% et ROC de +10%

Source : Communiqués de presse d'OENEO

Sur la période allant du 6 décembre 2017 au 6 décembre 2019, l'action OENEO a surperformé l'Indice CAC Mid & Small et son cours a augmenté de 23,7% dans un marché difficile pour les petites valeurs, notamment après la correction de marché d'octobre 2018.

Le cours de la Société s'est apprécié de 9,5% entre décembre 2017 et octobre 2018, soutenu par des résultats globalement en ligne avec les attentes du marché, notamment dans un contexte de prix du liège défavorable.

Le cours de bourse a ensuite subi la correction de marché d'octobre 2018 (-22,3%) en ligne avec l'indice CAC Mid & Small (-18,9%), pour atteindre 8,7 € au 31 décembre 2018.

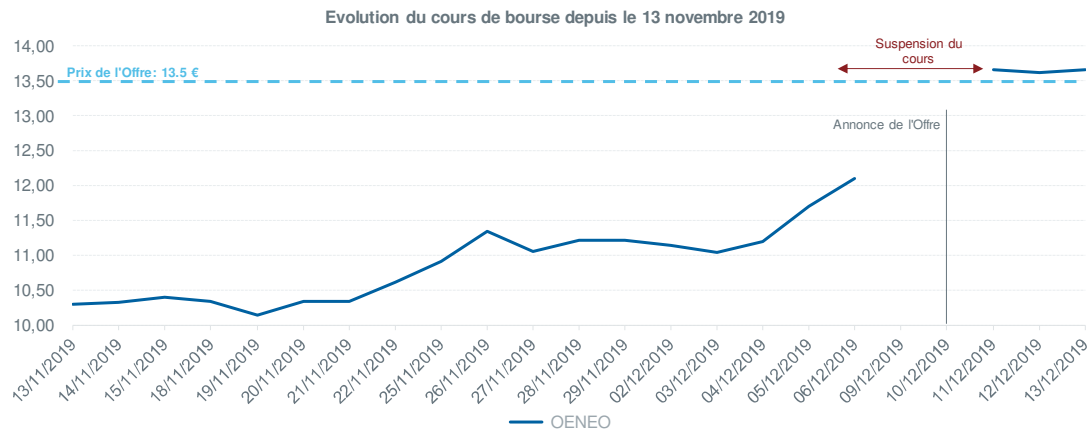
Le cours de bourse a fortement rebondi en 2019 (+38,8%) :

- en janvier 2019, la Société a publié des résultats semestriels supérieurs aux attentes du marché pour les deux divisions ;

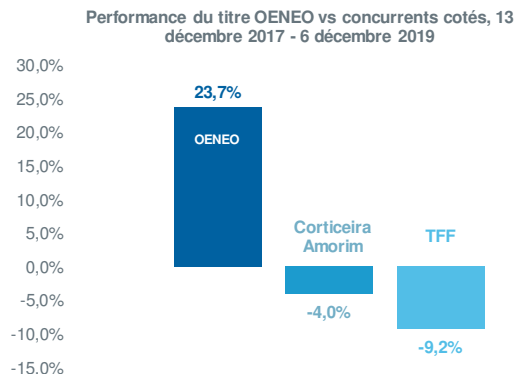
- en juin 2019, OENEO a publié des résultats annuels en ligne avec les attentes du marché, avec un recul du ROC de (12,9)% lié à des éléments identifiés et ayant fait l'objet d'une communication préalable : hausse du prix des matières premières, décalages de certaines commandes du S1 et intégration d'acquisitions ;
- en juillet 2019, OENEO a publié un chiffre d'affaires au-dessus des attentes du marché sur les deux segments du groupe ; et
- enfin, le 4 décembre 2019, la Société a publié des résultats semestriels, au-dessus des attentes des analystes, avec une croissance du chiffre d'affaires de +9,5% et du ROC de +26% par rapport au S1 2018.

Il convient de noter que la hausse du cours à la suite de la publication semestrielle peut s'expliquer en partie par le relèvement de l'objectif de ROC attendu sur l'exercice 2020. Cependant, comme nous l'avons rappelé précédemment, l'objectif de ROC a mécaniquement été relevé pour tenir compte du décalage de la charge au titre des plans d'AGA attribués en juillet 2019 (une charge sur 12 mois était initialement prévue). Cet impact représente près de 88% du relèvement de l'objectif de ROC sur l'exercice 2020. Le relèvement de la prévision de ROC 2020 est donc attribuable à un effet mécanique et non une amélioration de la performance.

Le cours a été suspendu le 9 décembre, et la cotation a repris le 11 décembre. Le cours a alors atteint 13,62€ le 12 décembre puis 13,66€ le 13 décembre, soit un niveau légèrement supérieur au prix de l'Offre :



Notons enfin qu'entre le 13 décembre 2017 et le 6 décembre 2019 (dernier jour de cotation avant l'annonce de l'Offre), le titre a globalement surperformé par rapport aux concurrents cotés (nous avons exclu Guala Closures qui n'était pas coté le 13 décembre 2017).



Le prix proposé, soit 13,50 € par action, fait ressortir les niveaux de primes suivants :

En €	VWAP ⁽¹⁾	Primes
Spot	12,1	11,6%
Moyenne 1 mois	11,1	21,7%
Moyenne 3 mois	10,8	25,5%
Moyenne 6 mois	10,5	28,4%
Moyenne 9 mois	10,4	29,9%
Moyenne 12 mois	10,2	31,9%
+ Haut 12 mois	12,1	11,6%
+ Bas 12 mois	8,2	64,6%

Source: Bloomberg au 13 décembre 2019

(1) Cours de clôture pondéré par les volumes

Référence aux objectifs de cours des analystes (référence à titre d'information)

Nous avons étudié les notes d'analystes récentes publiées avant le 10 décembre 2019 (date de l'annonce de l'Offre) et après le 10 décembre 2019. La Société est suivie par 3 bureaux de recherche : Kepler Cheuvreux, Gilbert Dupont, et Midcap Partners. L'objectif de cours moyen ressortait à 12,9 € par action avant l'annonce de l'Offre :

Analyste	Date	Objectif de cours	Prime
Kepler Cheuvreux	05/12/2019	13,0	3,8%
Gilbert Dupont	05/12/2019	13,2	2,3%
Midcap Partners	05/12/2019	12,5	8,0%
Consensus - Avant annonce		12,9	4,7%

Source: notes de brokers

Le prix de l'Offre extériorise donc une prime de 4,7% par rapport à la moyenne des derniers objectifs de cours des analystes avant la date de l'annonce.

A la suite de l'annonce de l'Offre, Kepler Cheuvreux et Gilbert Dupont se sont alignés sur le prix de l'Offre. Midcap Partners a relevé son objectif à 14,5 € par action.

Il est à noter que la Société a signé avec Kepler Cheuvreux un contrat de recherche et avec Gilbert Dupont un contrat de liquidité.

Nous comprenons à la lecture des notes de Midcap Partners du 5 décembre 2019 et du 11 décembre 2019 que le nouvel objectif de cours post-annonce de l'Offre (+2 €/action) repose sur les hypothèses suivantes :

- l'application de la méthode DCF seule ;
- la réduction du taux sans risque utilisé pour déterminer le taux d'actualisation (passé d'un niveau normatif de 2% à 0,8%) ;
- le décalage du CAPEX de Diam 4 à 2023-2024 ; et
- une remontée de la marge de la division Bouchage et un objectif de marge d'EBITDA à long terme du groupe à 25%. Nous observons néanmoins qu'à horizon 2022, les prévisions de CA, de ROC, et de RN n'ont pas été modifiées entre le 5 et le 11 décembre. Le relèvement de l'objectif de marge en valeur terminale ne repose donc pas sur une meilleure performance à 3 ans, mais au-delà, sur un horizon où la visibilité sur les prévisions est nettement plus faible.

Enfin, nous notons que le Plan d'affaires a été ajusté pour tenir compte du décalage de la charge au titre des plans d'AGA (une charge sur 12 mois était initialement prévue), qui représente près de 88% du relèvement de l'objectif de ROC sur l'exercice 2020. Ce relèvement étant attribuable à un effet mécanique et non une amélioration de la performance, les prévisions ultérieures n'ont pas été revues.

Pour ces différentes raisons relatives aux caractéristiques des analyses de Kepler Cheuvreux, Gilbert Dupont, et Midcap Partners, cette référence d'évaluation n'est présentée qu'à titre d'information.

3.2.6 Références aux dernières transactions sur le capital (à titre secondaire)

L'Apport des titres OENEO à Caspar par Cassiopée a été réalisé à la valeur nette comptable des actions telle que figurant dans les comptes de Cassiopée. Conformément au règlement ANC 2017-01 du 5 mai 2017. Cette transaction sur le capital n'a pas été retenue.

À noter qu'Andromède a acquis 350 000 actions le 19 juin 2019 au prix unitaire de 10,04€ par action. La transaction portant sur un nombre de titres limité, cette référence est présentée à titre secondaire.

4 Valorisation des synergies potentielles liées à l'Opération

4.1 Présentation des synergies potentielles

Comme indiqué dans le projet de Note d'Information de l'Initiateur (§ 1.1.4.3), l'Initiateur n'a pas procédé à ce stade à un travail spécifique d'estimation d'éventuelles synergies.

Nous comprenons du Groupe que les synergies directes envisageables sont essentiellement des économies de coûts liées à la fin de la cotation suite à l'éventuel retrait de cote.

4.2 Valorisation des synergies potentielles

A notre connaissance, il n'existe pas d'information de l'Initiateur ou du Groupe quantifiant le niveau éventuel des synergies et leur impact sur la valeur du point de vue financier.

Le motif invoqué de l'Offre souligne toutefois que la Société pourrait faire l'économie des frais et coûts afférents à sa cotation. Celles-ci s'élèvent à 5 centimes par action et sont donc non significatives.

5 Analyse des accords connexes

Dans le cadre de la présente Offre, l'Initiateur a reçu les titres OENEO par apport de la société Cassiopée, reçus eux-mêmes par apport de la Société Andromède. Il n'existe pas à notre connaissance d'accord particulier entre ces sociétés dans le cadre de l'Opération.

L'Initiateur a toutefois prévu des accords connexes à l'Offre pour les Actions Gratuites dont la liquidité n'est pas possible soit (i) en raison d'une Période de Conservation obligatoire, soit (ii) parce que leur attribution est en cours (Plan n°15 et Plans n°17 à 19).

Enfin, au titre des conventions réglementées, le Groupe envisage de maintenir celle existant avec Andromède relative au contrat d'abonnement de prestations de services.

Contrats de liquidité des Actions Gratuites en Période de Conservation

Comme indiqué dans la Note d'information, OENEO a mis en place une politique d'intéressement prévoyant une acquisition progressive d'actions gratuites dans le temps, conditionnée à la présence continue des bénéficiaires. Plusieurs plans d'attribution d'actions gratuites ont été accordés.

En date de la présente Opération, nous notons que 79 654 Actions Gratuites acquises sont en période de conservation jusqu'au 27 juillet 2020. Ces Actions Gratuites en Période de Conservation sont issues des plans n°15 (74 370 actions) et du plan n°16 émis le 26 juillet 2018 (5 284 actions).

Ces titres ne pouvant être apportés à l'Offre, ils ont fait l'objet d'un Contrat de Liquidité. Au titre de ce contrat, l'Initiateur s'est engagé à proposer aux bénéficiaires des Actions Gratuites en Période de Conservation de conclure des promesses d'achat et de vente de ces dites actions, afin de permettre aux porteurs de bénéficier d'une liquidité en numéraire.

En vertu de ce contrat, l'Initiateur s'est engagé à acquérir ces actions après l'expiration de la période de conservation sur demande de chaque bénéficiaire. Corrélativement, chaque bénéficiaire s'est engagé à céder ses actions à défaut d'exercice de la promesse d'achat.

Le prix d'exercice des promesses d'achat et de vente sera égal au prix de l'Offre.

Sur la base de ces informations nous pouvons conclure que ces éléments ne sont pas de nature à remettre en cause l'égalité entre actionnaires.

Contrats de liquidité des Actions Gratuites en cours d'acquisition

Les caractéristiques principales des plans d'actions gratuites en cours d'acquisition sont les suivantes :

Actions gratuites en période d'acquisition	Nombre de titres	Ouvrant droit à nombre de titres	Période d'acquisition	Date d'expiration de la période d'acquisition
Plan 15 (résidents étrangers)	4,588	4,588	2 ans	26 juillet 2020
Plan 17	66,450	66,450	1 an	12 juin 2020
Plan 18	650,000	650,000	3 ans	25 juillet 2022
Plan 19	960,000	960,000	3 ans	25 juillet 2022
Total	1,681,038	1,681,038		

Comme indiqué dans la Note d'information, l'Initiateur s'engagera à permettre aux bénéficiaires des Actions Gratuites en Période d'Acquisition de céder à l'Initiateur lesdites actions à la date à laquelle elles seront définitivement acquises et cessibles.

Sur la base du projet des Termes et conditions de ce contrat communiqué par Caspar, nous comprenons que la cession de ces actions est structurée afin de s'assurer que les bénéficiaires ne bénéficient pas d'un complément de prix par rapport au Prix de l'Offre. La formule envisagée est ainsi la suivante :

$$\begin{aligned} & \text{EBITDA consolidé de l'exercice de référence (1)} \\ & \times \text{Multiple de Valeur d'Entreprise / EBITDA extériorisé par le Prix de l'Offre (2)} \\ & - \text{Dette financière nette ajustée consolidée de l'exercice de référence (3)} \end{aligned}$$

(1) Déterminé sur la base des comptes au 31 mars 2020 pour le Plan n°17 et au 31 mars 2022 pour les Plan n°18 et 19

(2) Rapporté à l'EBITDA consolidé sur 12 mois au 30 septembre 2019

(3) Calculée de manière cohérente avec les éléments d'ajustement de la Valeur d'Entreprise présentés en section 3.2 de la Note d'information de l'Initiateur relative aux travaux de valorisation des Etablissements présentateurs

Selon le projet des Termes et conditions de ces contrats, la cession ne bénéficiera d'aucune valeur plancher.

Sur la base de ces informations, nous pouvons conclure que ces éléments ne sont pas de nature à remettre en cause l'égalité entre actionnaires.

Convention réglementée existante avec Andromède

Le 30 mars 2007, Andromède et la Société ont signé un contrat d'abonnement de prestations de services par lequel Andromède s'engage à fournir à OENEO son assistance et ses conseils dans les opérations suivantes : contrôle financier, gestion, comptabilité et audit, études des frais généraux et vie administrative, commercial, clientèle et marketing, recherche et développement CEnologie, ressources humaines et assistance juridique et comptable.

Le contrat a fait l'objet de sept avenants, dont le dernier en date a été signé le 4 juillet 2013.

La rémunération de ce contrat est fondée sur le principe d'une redevance globale, pour chaque exercice, égale à un montant correspondant aux coûts directs et indirects supportés par Andromède au titre des prestations de services réalisées, majoré d'un taux de marge de 5% hors taxes.

Les parties envisagent de poursuivre sur ces mêmes bases leur collaboration. Nous concluons que ces éléments ne sont pas de nature à remettre en cause l'égalité entre actionnaires.

6 Analyse des éléments d'appréciation du prix mentionnés dans le projet de Note d'information

6.1 Sur les méthodes écartées

Les Etablissements présentateurs ont écarté les méthodes suivantes :

- la méthode de l'Actif Net Comptable ;
- la méthode de l'Actif Net Réévalué ;
- la méthode du rendement ; et
- la méthode des multiples de transactions comparables.

6.2 Sur les méthodes retenues

Les Etablissements présentateurs ont retenu :

- la méthode des flux futurs de trésorerie actualisés (DCF) ;
- la méthode des multiples boursiers ;
- l'analyse du cours de bourse ;
- l'analyse des objectifs de cours des analystes ; et
- la référence au bloc de 350 000 titres acquis en juin 2019.

Les méthodes retenues n'appellent pas de commentaire particulier de notre part.

Nous avons mis en œuvre une méthode fondée sur l'EVA qui vise à compléter notre approche DCF. Les Etablissements présentateurs n'ont pas mis en œuvre ce type d'approche.

6.3 Sur les données financières

6.3.1 Nombre de titres retenus

Le nombre de titres OENEO retenu par les Etablissements présentateurs s'élève à 64 753 341, soit le nombre d'actions en circulation au 13 décembre 2019, après exclusion des 299 133 de titres auto-détenus par la Société.

Nous n'avons pas d'écart avec les Etablissements présentateurs et retenons le même nombre de titres.

6.3.2 Eléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur de fonds propres

Les Etablissements présentateurs retiennent une situation de dette nette ajustée pour un montant de 60,7 m€ intégrant notamment :

- la dette financière brute au 30 septembre 2019, soit 102,2 m€, comprenant les dettes financières à long terme pour 33,7 m€, les dettes financières court terme pour 68,5 m€, retraitées de l'impact de l'application de la norme IFRS 16 ;
- la trésorerie et les équivalents de trésorerie pour (25,6) m€ ;
- les prêts et garanties pour (0,1) m€ ;
- l'ajustement de la trésorerie au titre de la saisonnalité du besoin en fonds de roulement pour (12,5) m€ ;
- les actifs financiers (incluant les entreprises associées) pour (0,9) m€ ;
- l'actif d'impôt différé pour (2,9) m€ ;
- les actifs destinés à la vente pour (1,6) m€ ;
- les provisions pour indemnités de fin de carrière pour 2,5 m€ après impôt ;
- les intérêts minoritaires pour 0,0 m€ ;
- la liquidation du contrat de liquidité pour (0,3) m€.

Nous retenons pour notre part une position de dette nette ajustée de 61.1 m€. L'écart de 0,3 m€ observé correspond à hauteur de :

- 5.1 m€ de l'ajustement de la trésorerie à la date d'évaluation au titre de la saisonnalité du besoin en fonds de roulement (calculé en appliquant au chiffre d'affaires des 12 derniers mois l'écart observé sur les 2 derniers exercices entre (i) le ratio BFR/CA au 30 septembre et (ii) le ratio moyen observé sur fin mars et fin septembre, quand les Etablissements présentateurs ont calculé l'écart entre le BFR au 30 septembre 2019 et un BFR normatif fondé sur la moyenne des ratios BFR/CA de fin mars et fin septembre de l'exercice) ;
- (0.1) m€ de la valorisation des pertes reportables, où nous avons mené une analyse distincte pour les économies d'impôt en France et au Portugal quand les Etablissements présentateurs ont réalisé une analyse globale ;
- (2.4) m€ au titre des provisions (nous avons pris en compte les provisions quand les Etablissements présentateurs ont retenu la provision au titre des engagements pour retraites, après impôt) ;
- (6.2) m€ au titre de la valorisation des intérêt minoritaires (sur la base de leur quote-part de résultat net à laquelle est appliquée le multiple sectoriel de PER quand les Etablissements présentateurs ont retenu leur valeur nette comptable) ;
- 3.2 m€ au titre du cash-flow intercalaire pris en compte entre le 30 septembre 2019 et la date d'évaluation retenue dans nos travaux (13 décembre 2019 quand les Etablissements présentateurs ont retenu le 30 septembre 2019 comme date d'évaluation).

6.4 Méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie (DCF)

6.4.1 Prévisions retenues

Période 2020 -2024

Les Etablissements présentateurs ont retenu le Plan d'affaires établi par la Société et présenté en Conseil d'Administration le 22 mars 2019 sur la période allant de mars 2019 à mars 2024, ajusté de l'atterrissage estimé pour l'exercice 2020, essentiellement lié au décalage de la charge future liée au rachat des AGA.

Nous avons travaillé sur la même base. Nous considérons l'impact sur les flux de trésorerie futurs lié au coût du rachat des AGA sur la base de la moyenne 1 mois du cours de bourse de la Société au 13 décembre 2019.

Période d'extrapolation

Les Etablissements présentateurs retiennent une période d'extrapolation de 5 ans pour faire converger les agrégats de la Société vers des niveaux normatifs.

Nous avons également tenu compte d'une période d'extrapolation de 5 ans.

Les principales hypothèses sont les suivantes :

- une réduction linéaire de la croissance du chiffre d'affaires pour atteindre un taux de croissance perpétuelle de 2% après 2029 ;
- un maintien de la marge d'EBITDA à environ 23% du chiffre d'affaires ;
- une stabilisation du niveau d'investissement, égal à la moyenne en pourcentage du chiffre d'affaires sur la période 2020 –2024, soit près de 5% du chiffre d'affaires ;
- un niveau d'amortissements qui converge progressivement vers le niveau d'investissements pour être équivalent en année normative ;
- un ratio de variation du besoin en fonds de roulement rapporté à la variation du chiffre d'affaires égal à la moyenne sur la période 2022 – 2024 ;
- un taux d'imposition normatif de 25,8% (incluant les contributions sociales), en ligne avec le Projet de Loi de Finances 2020.

Nos principales hypothèses sont les suivantes :

- un chiffre d'affaires intégrant l'ouverture de l'usine Diam 4 sur la division Bouchage et une croissance convergeant vers 2,0% pour les autres sites, ainsi que pour la division Elevage ;
- un maintien des marges d'EBITDA par division au niveau de celui de l'exercice 2024 ;
- une stabilisation du niveau d'investissement à (5,5)% du chiffre d'affaires pour la division Bouchage et (4,0)% pour la division Elevage ;
- un niveau d'amortissements qui converge progressivement vers le niveau d'investissements pour être équivalent en année normative ;
- un ratio de BFR/CA maintenu stable au niveau de celui de l'exercice 2024 (pour la division Bouchage, celui-ci est maintenu stable en pourcentage du chiffre d'affaires N+2, les barriques étant portées en stock près de 2 ans avant d'être vendues) ;
- un taux d'imposition normatif de 25,8%, en ligne avec le Projet de Loi de Finances 2020, et incluant la contribution sociale.

6.4.2 Valeur terminale

Les Etablissements présentateurs ont appliqué la formule de Gordon-Shapiro pour calculer la valeur terminale. Nous avons appliqué la même formule.

6.4.3 Taux d'actualisation et taux de croissance à l'infini

Les Etablissements présentateurs retiennent dans le cadre de l'application de la méthode DCF (i) un taux de croissance à l'infini de 2,0% et (ii) un taux d'actualisation de 7,06%, dont les principales hypothèses sont :

- un taux sans risque de (0,45%), correspondant à la moyenne 3 mois au 6 décembre 2019 du Bund 10 ans (source : Exane BNP Paribas) ;
- une prime de risque du marché actions de 8,41% (source : Exane BNP Paribas) ;
- un beta sectoriel de 0,76 correspondant à la médiane des betas désendettés prospectifs des sociétés retenues au titre de l'échantillon des sociétés comparables (Corticeira Amorim et Tonnellerie François Frères, Guala Closures étant exclue) ;
- une prime de risque pays de 0,88% reflétant l'exposition de la Société aux risques des pays dans lesquels elle enregistre un chiffre d'affaires ;
- une prime de taille de 0,89% (source Associés en Finance) ;
- un coût de la dette avant impôt de 1,30% fondé sur la charge d'intérêt et la dette brute ;
- un taux d'impôt de 25,8% correspondant au taux d'impôt normatif tel qu'appliqué dans le Plan d'affaires ;
- un ratio dette nette / valeur de marché des capitaux propres calculé à partir de la dette nette au 30 septembre 2019 et de la capitalisation boursière (cours moyen pondéré par les volumes sur les trois derniers mois).

Nous retenons pour notre part (i) un taux de croissance à l'infini de 2,0% et (ii) un taux d'actualisation de 6,70% pour la division Bouchage et 7,50% pour la division Elevage, se fondant sur :

- un taux sans risque de 0,6% correspondant à la moyenne 5 ans des OAT 10 ans (source : Bloomberg) ;
- une prime de risque du marché actions de 6,6% (source : Pablo Fernandez) ;
- un beta sectoriel observé historiquement :
 - o 0,71 pour la division Bouchage ; et
 - o 0,83 pour la division Elevage.
- une prime de taille de 1,6% (source : Ibbotson, Duff & Phelps 2019 Cost of Capital Navigator), reflétant la part de risque associé à la taille non prise en compte dans les autres composantes du MEDAF ;
- un coût de la dette avant impôt de 1,9%, calculé à partir de la charge d'intérêt ainsi que de la dette brute ; et
- une structure financière endettée à 8,3%, dérivée du gearing de la Société.

Nous avons utilisé les données de marché disponibles au 13 décembre 2019.

Les couples taux d'actualisation / croissance à long terme que nous retenons induisent ainsi des taux de capitalisation implicites de 4,7% et 5,5% respectivement pour les divisions Bouchage et Elevage, ce

qui est relativement proche du taux de capitalisation implicite retenu par les Etablissements présentateurs (5,06%).

Les Etablissements présentateurs actualisent les flux à mi-période, en date du 30 septembre 2019. Nous actualisons également nos flux à mi-année, en date du 13 décembre 2019.

6.4.4 Résultats

Sur la base des éléments présentés ci-avant, les Etablissements présentateurs concluent à une fourchette de valeur par action comprise entre 9,81 € et 13,15 €, soit une valeur centrale de 11,24 €.

Nos travaux conduisent à une fourchette de valeurs par action comprises entre 11,4 € et 12,6 €, soit une valeur centrale de 12,0 €.

6.5 Méthode des comparables boursiers

Les Etablissements présentateurs retiennent la méthode des multiples de comparables boursiers à titre secondaire pour apprécier le Prix de l'Offre.

Compte tenu de la profondeur de notre échantillon, nous présentons également cette méthode à titre secondaire.

6.5.1 Méthodologie retenue

L'échantillon retenu par les Etablissements présentateurs est composé de trois sociétés : Corticeira Amorim et Guala Closures qui sont des concurrents directs de la division Bouchage et TFF Group qui fabrique des fûts et tonneaux pour le vin et les spiritueux.

Les multiples de Valeur d'Entreprise rapportée à l'EBITDA et à l'EBIT, pour les années 2020 et 2021, ont été retenus par les Etablissements présentateurs.

Les multiples d'EBITDA retenus par les Etablissements présentateurs ressortent respectivement à 12,1x pour l'année 2020 et 11,0x pour l'année 2021, tandis que les multiples d'EBIT s'élèvent à 16,7x pour l'année 2020 et 14,6x pour l'année 2021.

Les valeurs minimale et maximale résultent de l'application des multiples minimum et maximum pour chaque année.

Nous avons pour notre part retenu, pour la division Bouchage, les concurrents cotés Corticeira Amorim et Guala Closures, et TFF Group pour la division Elevage. Nous présentons également les résultats de l'application des multiples en excluant Guala Closures.

Nous avons retenu le multiple de Valeur d'Entreprise rapportée à l'EBITDA et à l'EBITA, ainsi que les multiples de Capitalisation boursière / Résultat Net, pour les exercices 2020 et 2021. Nous avons tenu compte de la valeur induite par la construction de l'usine Diam 4.

Multiples de VE / EBITDA

Société	Pays	Etablissements présentateurs		Eight Advisory (incluant Guala Closures)	
		2020	2021	2020	2021
Corticeira Amorim	Portugal	11,8x	10,4x	12,3x	10,9x
Guala Closures	Italie	8,9x	8,3x	8,4x	7,9x
Multiples moyens Bouchage		10,4x	9,4x	10,4x	9,4x
TFF Group	France	15,5x	14,3x	14,7x	13,1x
Multiples Elevage		15,5x	14,3x	14,7x	13,1x
Moyenne Groupe		12,1x	11,0x	11,8x	10,6x

Source : Analyses Eight Advisory fondées sur données Bloomberg au 13 décembre 2019

Multiples retenus

Multiples de VE / EBITA

Société	Pays	Etablissements présentateurs - multiple d'EBIT		Eight Advisory (incluant Guala Closures) - multiple d'EBITA	
		2020	2021	2020	2021
Corticeira Amorim	Portugal	16,0x	13,6x	16,5x	14,1x
Guala Closures	Italie	16,0x	13,8x	12,7x	11,6x
Multiples moyens Bouchage		16,0x	13,7x	14,6x	12,9x
TFF Group	France	18,0x	16,4x	17,0x	15,1x
Multiples Elevage		18,0x	16,4x	17,0x	15,1x
Moyenne Groupe		16,7x	14,6x	15,4x	13,6x

Source : Analyses Eight Advisory fondées sur données Bloomberg au 13 décembre 2019

Multiples retenus

6.5.2 Résultats

Sur la base de ces éléments, les Etablissements présentateurs font ressortir un prix par action OENEO compris entre 6,99 € et 12,86 €.

Nos travaux conduisent à une fourchette de valeurs par action comprises entre

- 8,4 € et 10,1 € par action pour la méthode des multiples incluant Guala Closures ; et
- 9,6 € et 11,1 € par action pour les multiples excluant Guala Closures.

6.6 Analyse du cours de bourse

Les Etablissements présentateurs ont procédé à l'analyse du cours de bourse de la Société en date du 6 décembre 2019 et présentent une moyenne pondérée par les volumes sur l'ensemble des échanges. Nous avons adopté la même méthodologie sur les cours de clôture et les écarts présentés ci-dessous ne sont pas significatifs.

Le tableau ci-dessous présente les écarts entre nos travaux et ceux des Etablissements présentateurs :

Cours de bourse (en €)	Eight Advisory	Etablissements présentateurs	Ecart
Spot	12,10	12,10	0,0%
1 mois	11,09	10,97	1,1%
3 mois	10,76	10,70	0,5%
6 mois	10,51	10,48	0,3%
9 mois	10,39	n.a.	n.a.
12 mois	10,23	10,20	0,3%
+ Haut 12 mois	12,10	12,10	0,0%
+ Bas 12 mois	8,20	8,15	0,6%

Source: Bloomberg et travaux des Etablissements présentateurs en date du 6 décembre 2019

Note: l'écart sur le + bas 12 mois est due à la prise en compte du 6 décembre 2018 par les Etablissements présentateurs (non pris en compte dans notre moyenne 1 an)

6.7 Analyse des objectifs de cours des analystes

Les Etablissements présentateurs ont procédé à l'analyse des objectifs de cours des analystes sur la base de notes publiées au 5 décembre 2019 (à la suite de la publication des résultats semestriels 2019-20 du 4 décembre 2019). Les bureaux d'analyses retenues sont : Gilbert Dupont, Kepler Cheuvreux et Midcap Partners. L'objectif moyen ressort à 12,9 € par action.

En date du 10 décembre 2019, nous avons retenu le même échantillon de bureaux d'analyse et arrivons aux mêmes conclusions.

6.8 Référence aux transactions sur le capital

Les Etablissements présentateurs retiennent l'acquisition de 350 000 titres, conclue par Andromède le 19 juin 2019, au prix unitaire de 10,04 euros par action.

Cette transaction portant sur un nombre de titres limité, nous présentons cette référence à titre secondaire.

6.9 Analyse complémentaire sur les synergies liées à l'Opération

Les Etablissements présentateurs ne présentent pas de travaux spécifiques relatifs à l'estimation des synergies.

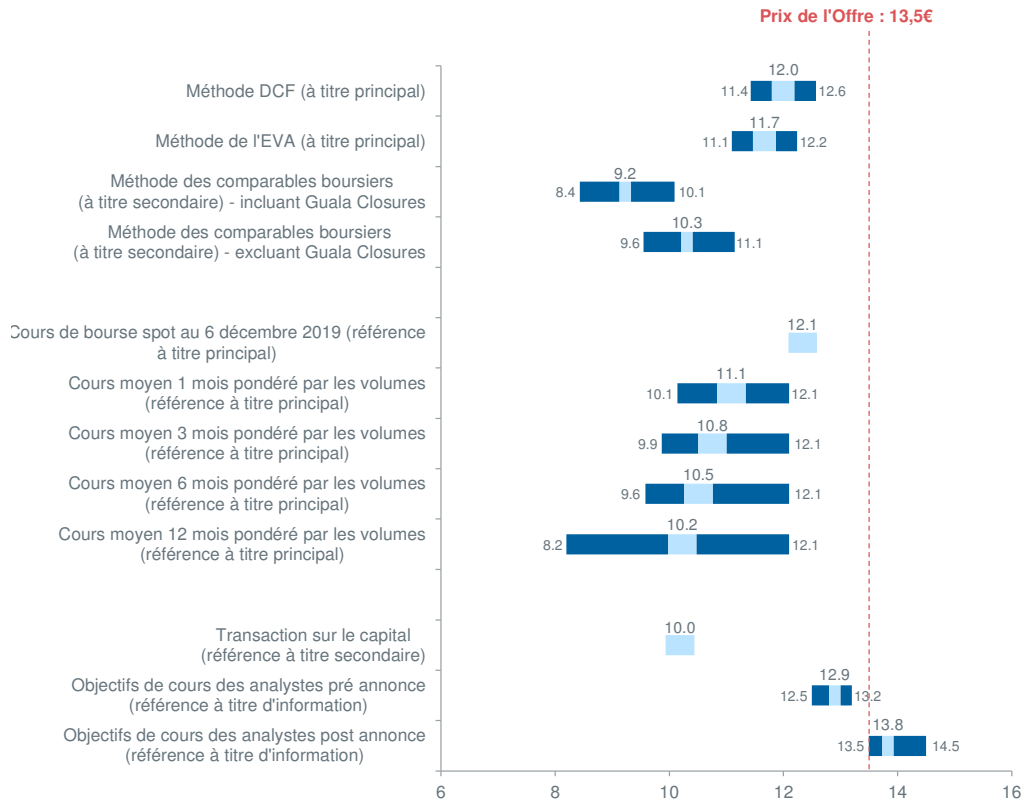
Nous avons considéré les synergies liées à l'Opération comme non significatives (5 centimes d'euro par action).

7 Synthèse de nos travaux et attestation sur le caractère équitable du prix offert

7.1 Synthèse de nos travaux

Les valeurs des titres OENEO résultant des méthodes appliquées sont présentées ci-dessous :

OENEO - Valeur par action au 13 décembre 2019 - en € / action



Source : Analyses Eight Advisory au 13 décembre 2019

Nous observons que les résultats des méthodes retenues à titre principal (DCF et EVA) reposent sur :

- (i) des prévisions extrapolées qui intègrent la croissance additionnelle liée à l'ouverture de Diam 4, tandis que le risque de réduction des marges lié à l'affaiblissement actuel d'avantages concurrentiels clés (cf. paragraphe 1.2.2.6) n'est pas pris en compte, ni celui relatif à l'alourdissement du coût des AGA ;
- (ii) un niveau de création de valeur très favorable : le ROCE de la division Bouchage, principal métier du Groupe, est projeté à l'infini sur un niveau plus de 3x supérieur au CMPC de la division (cf. paragraphes 1.2.2.8 et 3.2.1 Paramètres d'évaluation). Nous observons que ce niveau de création de valeur est très supérieur aux benchmarks disponibles (ROCE et CMPC : cf § 1.2.2.8, § 3.2.2 Prévisions, ainsi que § 3.2.2 Paramètres d'évaluation - Comparaisons).

Nous notons que les multiples des concurrents cotés induisent une valeur inférieure à ces approches, en raison de ces hypothèses futures favorables spécifiques au Groupe (cf benchmarks mentionnés).

Enfin, nous notons qu'après l'annonce de l'Offre, un analyste suivant OENEO a relevé son objectif de cours au-delà du prix de l'Offre, et deux autres l'ont aligné sur le prix. Mais les caractéristiques de ces analyses ne permettent pas de retenir cette référence autrement qu'à titre d'information (cf § 3.2.5).

7.2 Attestation sur le caractère équitable

Nous avons été désignés en qualité d'Expert Indépendant par le Conseil d'Administration de la société OENEO S.A. sur le fondement de l'article 261-1 I 1° et 2° et II du Règlement Général de l'AMF.

Notre mission consistait à nous prononcer sur le caractère équitable du prix offert par Caspar S.A.S aux actionnaires d'OENEO dans le cadre de la procédure d'Offre Publique d'Achat Simplifiée, et en vue d'un Retrait Obligatoire.

La présente Offre fait suite à l'apport d'Andromède, via Cassiopée, à Caspar des titres OENEO détenus, soit un bloc de 63,1 % du capital de la Société.

Le prix proposé aux actionnaires d'OENEO s'établit à 13,50 € par action.

A l'issue de nos travaux, nous observons que ce prix de 13,50 € fait ressortir une prime de :

- 12,5% sur la valeur centrale issue de la méthode DCF (méthode d'évaluation retenue à titre principal) ;
- 15,7% sur la valeur centrale issue de la méthode EVA (méthode d'évaluation retenue à titre principal) ;
- 46,3% sur la valeur centrale issue de la méthode des multiples boursiers incluant les multiples de Guala Closures (méthode d'évaluation retenue à titre secondaire) ;
- 30,9% sur la valeur centrale issue de la méthode des multiples boursiers excluant les multiples de Guala Closures (méthode d'évaluation retenue à titre secondaire) ;
- 11,6% par rapport au dernier cours de bourse avant l'annonce, 21,7% par rapport au cours de bourse moyen 1 mois pondéré par les volumes, et 25,5% par rapport au cours moyen pondéré trois mois (référence à titre principal) ;
- 34,5% par rapport aux dernières transactions sur le capital (référence à titre secondaire).

Dans ce contexte, au regard des éléments ci-dessus, nous sommes d'avis que le prix de 13,50 € par action que l'Initiateur propose dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de la société OENEO S.A., y compris dans le cas de la mise en œuvre d'un Retrait Obligatoire.

Paris, le 6 janvier 2020



Geoffroy Bizard

Associé

Eight Advisory S.A.S.

Annexe 1 : Présentation de la société Eight Advisory France S.A.S.

Fondé en novembre 2009 par plusieurs associés et dirigeants issus de cabinets d'audit internationaux, de cabinets de conseil mais aussi du monde de l'entreprise, Eight Advisory est un cabinet indépendant spécialisé en conseil financier et opérationnel, regroupant des professionnels reconnus et experts dans leurs domaines.

Composé de 52 associés et de près de 450 collaborateurs, Eight Advisory accompagne les grands groupes, les fonds d'investissement, les établissements bancaires et les sociétés familiales dans leurs décisions en matière de transactions, de contentieux, d'évaluation financière, de restructuration et de transformation opérationnelle. Avec ses implantations à Paris, Lyon, Nantes, au Royaume-Uni, en Belgique, en Allemagne et en Inde ainsi que sa vingtaine de partenaires étrangers, Eight Advisory est aujourd'hui reconnu, entre autres, pour la qualité de sa signature sur des dossiers nationaux comme internationaux.

Annexe 2 : Déclaration d'indépendance

Eight Advisory France S.A.S. (« Eight Advisory ») n'entretient aucun lien juridique ou en capital avec les sociétés concernées par l'Offre ou leurs conseils et ne détient aucun intérêt financier dans la réussite de l'Offre, ni aucune créance ou dette sur l'une des sociétés concernées par l'Offre ou toute personne contrôlée par ces sociétés au sens de l'article L.233-3 du code de commerce.

Eight Advisory ne se trouve pas en situation de conflit d'intérêts avec les sociétés concernées par l'Offre et leurs conseils, notamment au sens des articles 1.1 à 1.4 de l'Instruction de l'AMF n°2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante.

Conformément à notre lettre de mission, Eight Advisory a été nommé en qualité d'Expert Indépendant pour apprécier le caractère équitable du prix proposé dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée pouvant être suivie d'un Retrait Obligatoire initiée par la société Caspar.

Eight Advisory est intervenue une fois sur les 18 derniers mois en qualité d'expert indépendant dans le cadre d'une offre publique portant sur une société dont les actions sont admises sur un marché réglementé (Naturex/Givaudan).

Eight Advisory atteste de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui, avec les personnes concernées par l'Offre et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement dans le cadre de la présente mission.

Annexe 3 : Adhésion à une association professionnelle

Eight Advisory n'adhère pas, à ce jour, à une association professionnelle reconnue par l'AMF mais a mis en place des procédures internes qui garantissent un haut niveau d'intégrité, d'indépendance et de compétence. A ce titre, il s'est doté d'un code de déontologie prévoyant notamment des procédures destinées à protéger l'indépendance du cabinet et éviter les situations de conflits d'intérêts ainsi qu'à contrôler, sur chaque mission, la qualité des travaux réalisés et des rapports avant leur émission.

Annexe 4 : Rémunération

Le montant de la rémunération perçue par Eight Advisory s'élève à 105 000 euros H.T.

Annexe 5 : Diligences et étapes de la mission

Nos diligences ont principalement consisté à :

- Appliquer une approche multicritère d'évaluation à partir des méthodes usuellement mises en œuvre pour évaluer les titres d'OENEO S.A.
- Analyser les conditions du prix de l'Offre mentionnées dans le projet de Note d'information.

Les travaux réalisés ont inclus les étapes suivantes :

Analyse du Groupe

- Prise de connaissance des produits et services du Groupe, et de son business model ;
- Analyse du marché et de ses tendances ;
- Compréhension du positionnement concurrentiel du Groupe, de ses avantages concurrentiels et de ses différences par rapport à la concurrence ;
- Analyse de l'information financière publique disponible sur la Société ;
- Entretien(s) avec le Management afin d'approfondir notre compréhension de l'activité et de ses perspectives.

Analyse financière

- Analyse des comptes consolidés de la Société sur les derniers exercices.
- Analyse approfondie du plan d'affaires de la Société sur la base des informations suivantes :
 - o Analyse détaillée des prévisions (dont KPI's opérationnels), identification des principales hypothèses et appréciation du risque associé ;
 - o Analyse du Budget 2020 et des écarts historiquement observés entre le budget et le réalisé ;
 - o Analyse du plan d'affaires ;
 - o Analyse du niveau des prévisions du consensus ;
 - o Analyse du profil des prévisions des sociétés comparables cotées.

Analyse de la transaction

- Entretien avec l'Initiateur et ses conseils sur les caractéristiques de la transaction, le process et son déroulement, ainsi qu'une présentation des éléments pris en compte dans la décision sur cette transaction et le prix offert.

Analyse de la gouvernance

- Entretien avec les membres du Comité Ad Hoc.
- Prise de connaissance de l'actionnariat de la Société.

- Collecte des procès-verbaux des assemblées générales et réunions des organes de gouvernance de la Société.
- Analyse des conflits d'intérêts liés à l'Offre.
- Analyse des accords entre parties liées et d'éventuels accords connexes à analyser au regard du principe d'égalité de traitement des actionnaires de la Société.

Evaluation de la Société

- Analyse de l'évolution historique du cours boursier, de la liquidité du titre, des interventions significatives sur le marché du titre et du suivi de la Société par les analystes financiers.
- Analyse des caractéristiques de l'Offre et de la prime offerte sur le cours.
- Analyse des précédentes transactions significatives sur le capital.
- Analyse de valeur :
 - o Sélection des méthodes d'évaluation appropriées.
 - o Analyse des niveaux stabilisés à long terme des agrégats du Groupe.
 - o Collecte des données financières concernant des entreprises cotées ou ayant fait l'objet récemment d'une transaction qui ont une activité similaire.
 - o Analyse de comparabilité par rapport à ces groupes.
 - o Estimation des paramètres d'évaluation (taux d'actualisation, taux de croissance à long terme, multiples boursiers et multiples de transactions comparables...).
 - o Mise en œuvre des approches d'évaluation sélectionnées.
 - o Analyses de sensibilité aux principales hypothèses.
 - o Revue qualité indépendante des travaux d'évaluation réalisée par un Directeur de la ligne de services Evaluation n'ayant pas pris part à la mission.
- Revue approfondie et indépendante des travaux d'évaluation réalisés par les Banques présentatrices de l'Offre, et identification et rationalisation des écarts.
- Le cas échéant, prise de connaissance et analyse des observations d'actionnaires sur l'Offre par rapport aux travaux réalisés et appréciation de leur prise en compte dans les travaux.

Analyse des accords au regard de l'équité de l'Offre

- Analyse des accords connexes éventuels susceptibles de remettre en cause le principe d'égalité de traitement des actionnaires de la Société :
 - o Convention réglementée de service liant la Société à Andromède ;
 - o Contrats de liquidité signés entre Caspar et les titulaires d'Actions Gratuites en Période de Conservation ;
 - o Projet de Termes et conditions pour les futurs contrats de liquidité des AGA en cours d'acquisition et non définitivement attribuées.

Rédaction et présentation du rapport

- Rédaction d'un projet de rapport présentant nos travaux et notre conclusion sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre.
- Prise de connaissance des Note d'information de l'Initiateur et Note en réponse, et revue de cohérence.
- Revue qualité indépendante du rapport réalisée par un Associé de la ligne de services Evaluation n'ayant pas pris part à la mission.
- Présentation du rapport aux membres du Comité Ad Hoc puis au Conseil d'Administration de la Société.
- Communication du rapport définitif dans la Note en réponse préparée par la Société.

Annexe 6 : Calendrier de la mission, réception des principales informations nécessaires et entretiens réalisés

Désignation d'Eight Advisory France S.A.S. en qualité d'expert indépendant par les membres indépendants du Conseil d'Administration de la Société : 14 novembre 2019

Réception des principaux documents nécessaires pour les travaux (présentation de l'Offre à l'AMF, Plan d'affaires et présentations associées, projet de Note de l'Initiateur, procès-verbaux de Conseils d'Administration et Règlements de plans d'AGA sur les 2 dernières années) : avant le 5 décembre 2019

OENEO S.A. : 2, 9 et 13 décembre 2019 (analyse financière du Groupe)

- Nicolas Heriard Dubreuil Directeur Général, Philippe Doray Directeur Administratif et Financier, Flavie Richardson Responsable Juridique et Secrétaire du Conseil d'Administration

Initiateur : 13 décembre 2019 (Offre)

- Caroline Bois Directeur Général Délégué, Marie-Amélie Jacquet Directeur Général Délégué, Franck Moissoner, Directeur Juridique

Etablissements présentateurs : 25 novembre, 3, 5 et 6 décembre 2019 (présentation de l'Offre, méthodologie)

- BNP Paribas : Olivier Rinaudo Director, Maher Chaoui Analyst, Pierre de Marisy Analyst
- Hottinguer : Bernard Le Gendre Associé, Xavier Maitre Directeur, Adrien Masson Fondateur de pouvoir
- CACIB : Edoardo Dell'Orco Associate, Tom Lombard Analyst

Comité Ad Hoc : 23 novembre, 2, 9, 13 et 23 décembre 2019, et 3 janvier 2020 (avancement des travaux)

- Membres du Comité Ad Hoc (administrateurs indépendants de la Société)
- Orrick, conseil du Comité Ad Hoc : Alexis Marraud des Grottes Associé, Julien Beloeil Associate, Lionel Simonet Associate

Conseil d'Administration de la Société : 6 janvier 2020 (présentation des travaux)

Nous n'avons pas reçu au cours de la mission d'observation de la part d'actionnaires minoritaires.

Annexe 7 : Conflits d'intérêts nécessitant la nomination d'un expert indépendant

Nous avons été désignés en qualité d'Expert Indépendant par le Conseil d'Administration de la société OENEO S.A. sur le fondement de l'article 261-1 I 1° et 2° et II du Règlement Général de l'AMF relatifs applicables compte tenu des situations de conflits d'intérêts suivantes :

- Sur le fondement de l'article 261-1 I 1° : la Société visée est déjà contrôlée par l'Initiateur avant le lancement de l'Offre du fait de l'Apport.
- Sur le fondement de l'article 261-1 I 2° du Règlement Général : les dirigeants de la Société ou les personnes qui la contrôlent ont conclu un accord avec l'Initiateur de l'Offre susceptible d'affecter leur indépendance (contrats de liquidité signés entre Caspar et (i) les titulaires d'Actions Gratuites en Période de Conservation, ainsi que (ii) les bénéficiaires des AGA émises en juillet 2019 et non définitivement attribuées).
- Sur le fondement de l'article 261-1 I II du Règlement Général : la mise en oeuvre d'un retrait obligatoire est envisagée à l'issue de l'Offre.

Annexe 8 : Informations utilisées

Nos travaux sont fondés sur les informations suivantes :

- Informations communiquées par OENEO S.A., les Etablissements présentateurs et l'Initiateur
 - o Présentation à l'AMF de l'Offre
 - o Plan d'affaires mars 2020- mars 2024 et présentations associées
 - o Projet de Note d'information de l'Initiateur
 - o Rapport de valorisation préparé par les Etablissements présentateurs
 - o Notes d'analystes suivant le Groupe sur les 2 dernières années
 - o Comptes annuels 2010 à 2018 et tests de dépréciation pour l'exercice 2019
 - o Procès-verbaux du Conseil d'Administration 2018 et 2019
 - o Règlements des plans d'AGA 2018 et 2019
 - o Contrats de liquidité signés pour les AGA en période de conservation et projet de Termes et conditions pour les AGA en période d'acquisition
 - o Lettres d'affirmation de la Société et de l'Initiateur
- Autres informations
 - o Projet de Note en réponse
 - o Données de marché issues de la base de données Bloomberg
 - o Notes d'analystes financiers issues de la base de données Eikon
 - o Comptes et informations publiques disponibles sur les sociétés comparables cotées

Nous avons reçu en temps utile toutes les informations nécessaires à la réalisation de nos travaux.

Annexe 9 : Equipe

Les personnes ayant travaillé sur la mission sont :

- Geoffroy Bizard, Associé, diplômé de l'ESSCA, de l'EM Lyon (Mastère d'Ingénierie Financière) et de la SFAF. 19 ans d'expérience en Evaluation financière, dont 5 ans comme analyste financier Actions puis 14 ans au sein des cabinets Deloitte et Eight Advisory.
- Romain Le Théo, Directeur, diplômé de Paris Dauphine (MSG Finance, Master spécialisé en management international), Sciences Po Paris (DEA Finance et Economie Internationale), membre de la SFEV (Société Française des Evaluateurs) et de la SFAF (Société Française des Analystes Financiers). 17 ans d'expérience en Evaluation financière, notamment au sein des cabinets Ricol Lasteyrie et Eight Advisory, avec une vingtaine d'attestations d'équité réalisées dans le cadre d'offres publiques.
- Aline Poncelet, Manager, diplômée de l'EM Lyon (Programme Grande Ecole, Finance), justifiant de 7 années d'expérience au sein des cabinets PwC puis Eight Advisory, dont 2 en Evaluation financière.
- Fiona Riahi, Analyste, diplômée de Paris Dauphine (Master 225 Corporate Finance and Financial Engineering). 2 années d'expérience dont 1 chez Eight Advisory en Evaluation financière.

Les travaux de revue qualité ont consisté en une revue à double niveau :

- Le contrôle qualité du modèle de valorisation a été réalisé par David Benabou, Directeur au sein du département Evaluation financière d'Eight Advisory.
- La revue indépendante du rapport a été effectuée par Alexis Karklins-Marchay, Directeur Général Adjoint du cabinet et Associé responsable du département Evaluation financière d'Eight Advisory.

Les personnes en charge des travaux de revue qualité ont respectivement 25 et 10 ans d'expérience en Evaluation financière. Elles n'ont pas contribué aux travaux de la mission d'une autre manière et n'ont participé à aucune réunion.

Le nombre total d'heures consacrées aux travaux de la mission a atteint 578 heures.

Annexe 10 : Lettre de mission



8. INFORMATIONS COMPLEMENTAIRES CONCERNANT LA SOCIETE

Le document « Autres Informations » relatif aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société, lequel est requis au titre de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, sera déposé auprès de l'AMF et mis à la disposition du public, sans frais, au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. Ce document sera disponible sur le site internet de la Société (<http://www.oeneo.com>) ainsi que sur le site internet de l'AMF (www.amf-france.org) et mis à la disposition du public sans frais au siège social de la Société, 16 Quai Louis XVIII – 33000 Bordeaux.

9. PERSONNE ASSUMANT LA RESPONSABILITE DU PROJET DE NOTE EN REPONSE

« À ma connaissance, les données du Projet de Note en Réponse sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

Nicolas Hériard Dubreuil, directeur général