PROJET DE NOTE D'INFORMATION ETABLI PAR LA SOCIETE
SOCIETE ANONYME D'EXPLOSIF ET DE PRODUITS CHIMIQUES (EPC S.A.)

EN REPONSE

AU PROJET D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE

VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE

INITIEE PAR

E.J. BARBIER SA

AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS

Le présent projet de note en réponse a été établi et déposé auprès de l'Autorité des Marchés Financiers (l' « **AMF** ») le 18 décembre 2020 conformément aux dispositions des articles 231-19 et 231-26 de son règlement général.

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

Avis important

En application des dispositions des articles 231-19 et 261-1 I, 1°, 2° et 4° du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet Ledouble, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans le présent projet de note en réponse (le « **Projet de Note en Réponse** »).

Le présent Projet de Note en Réponse est disponible sur les sites Internet d'EPC S.A. (www.epc-groupe.com) et de l'AMF (www.amf-france.org), et est mis gratuitement à disposition du public et peut être obtenu sans frais au siège social de :

EPC S.A.
Tour Initiale, 1 Terrasse Bellini
92935 Paris La Défense Cedex

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment, juridiques, financières et comptables de EPC SA seront déposées auprès de l'AMF et mises à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique d'achat simplifiée. Un communiqué sera publié pour informer le public des modalités de mise à disposition de ces informations.

SOMMAIRE

Page

1. RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES ET CONDITIONS DE L'OFFRE 3

2. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION 13

3. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION 24

4. INTENTION DE LA SOCIETE CONCERNANT LES ACTIONS AUTO-DETENUES 25

5. AVIS DU COMITE SOCIAL ET ECONOMIQUE 25

6. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT 25

7. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE 27

8. ÉLÉMENTS CONCERNANT LA SOCIETE SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE 32

9. MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE 36

10. PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE 36

ANNEXE 1 : RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

ANNEXE 2 : RAPPORT DU COLLEGE D'EXPERTS SUR LE TAUX DE CONVERSION DES PARTS DE FONDATEUR EN ACTION

1. RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES ET CONDITIONS DE L'OFFRE

1.1 Description de l'Offre

En application du Titre III du Livre II, et plus particulièrement des articles 233-1, 2° et 234-2 et suivants du règlement général de l'AMF (le « **Règlement Général de l'AMF** »), la société E.J. Barbier SA, une société anonyme de droit français au capital social de 108.510,36 euros, dont le siège social est situé au 121, avenue des Champs-Elysées, 75008 Paris, enregistrée au Registre du commerce et des sociétés sous le numéro 572 040 186 RCS Paris (« **E.J. Barbier** » ou l'« **Initiateur** »), s'est engagée irrévocablement auprès de l'AMF à offrir aux actionnaires de Société Anonyme d'Explosifs et de Produits Chimiques, société anonyme de droit français au capital social de 5.220.400,00 euros, dont le siège social est situé à la Tour Initiale 1 Terrasse Bellini 92935 Paris La Défense Cedex, enregistrée au registre du commerce et des sociétés sous le numéro 542 037 361 RCS Paris (« **EPC »** ou la « **Société** »), et dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment B du marché réglementé d'Euronext à Paris (« **Euronext Paris** ») sous le code FR0000039026 (mnémonique : EXPL) (les « **Actions** ») d'acquérir la totalité de leurs Actions en contrepartie d'une somme en numéraire de 400 euros par Action (le « **Prix d'Offre** ») dans le cadre de l'offre publique d'achat simplifiée dont les conditions sont décrites ci-après (l'« **Offre** »).

L'Initiateur est une filiale de 4 Décembre SAS, société par actions simplifiée au capital de 5.000 euros, dont le siège social est situé au 112, Avenue de Wagram, 75017 Paris, enregistrée au Registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 878 313 253 RCS Paris (« **4 Décembre** »), contrôlée par quatre fonds (les « **Fonds Argos** ») gérés par la société de gestion Argos Wityu SAS (« **Argos** »). Certains actionnaires historiques d'E.J. Barbier, ainsi que le Président-directeur général de la Société et certains membres du groupe de direction, détiennent une participation minoritaire dans 4 Décembre.

L'Offre fait suite à l'acquisition indirecte par 4 Décembre, le 17 décembre 2020, d'un nombre total de 117.180 Actions de la Société par voie d'acquisition de la totalité du capital et des droits de vote de la société E.J. Barbier, holding de contrôle détenant 69,58% du capital et 81,34% des droits de vote de la Société (le « **Bloc de Contrôle** »), étant précisé que l'Initiateur ne détenant directement ou indirectement aucune action de la Société avant l'acquisition du Bloc de Contrôle.

Dans ce contexte, l'Initiateur a déposé le 18 décembre 2020 auprès de l'AMF un projet d'Offre et un projet de note d'information (le « **Projet de Note d'Information** »).

A la date du présent Projet de Note en Réponse, l'Initiateur détient, à la connaissance de la Société, 117.180 Actions de la Société représentant 69,58% du capital et 81,34% des droits de vote[1].

L'Initiateur a indiqué ne pas agir de concert avec un tiers ou un actionnaire de la Société.

Dans la mesure où, suite à l'acquisition du Bloc de Contrôle, l'Initiateur détient une fraction du capital et des droits de vote de la Société supérieure à 30%, l'Offre revêt un caractère obligatoire en application de l'article L. 433-3 I du Code monétaire et financier et des articles 234-2 et suivants du Règlement Général de l'AMF.

[1] Sur la base d'un capital composé de 168.400 actions représentant 282.320 droits de vote théoriques postérieurement au transfert du Bloc de Contrôle sur la base de 285.657 droits de vote théoriques au 25 novembre 2020 (voir communiqué de la Société du 16 décembre 2020).

L'Offre porte sur la totalité des Actions en circulation et non encore détenues directement ou indirectement par l'Initiateur, à l'exclusion des 16.102 Actions auto-détenues[2] par la Société, soit à la connaissance de la Société 35.118 Actions à la date du Projet de Note en Réponse représentant 20,85% du capital et 12,44% des droits de vote de la Société.

Il n'existe aucun droit, titre de capital ou instrument financier donnant accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société à la date du présent Projet de Note en Réponse.

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée, conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du Règlement Général de l'AMF, et sera ouverte pour une durée de dix (10) jours de négociation.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du Règlement Général de l'AMF, l'Offre est présentée par Natixis, qui garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre (l'« **Etablissement Présentateur** »).

1.2 Contexte de l'Offre

Dans le cadre de leur analyse stratégique des options possibles d'évolution de la participation de la société E.J. Barbier au capital de la Société, les actionnaires de la société E.J. Barbier ont mis en place un processus de vente organisé par Rothschild & Cie portant sur la cession directe ou indirecte de la participation d'E.J. Barbier dans la Société.

Le 14 novembre 2019, les actionnaires de la société E.J. Barbier, holding de contrôle détenant 113.590 Actions représentant à cette date approximativement 67,45% du capital et 78,02% des droits de vote[3] de la Société et 3.777 Parts de Fondateur (tel que ce terme est défini au paragraphe 1.2(c) du Projet de Note en Réponse) à cette date, sont entrés en négociations exclusives avec Argos relativement à l'acquisition, directement, de la totalité du capital et des droits de vote d'E.J. Barbier et indirectement de 67,45% du capital et 78,02[4]% des droits de vote de la Société par 4 Décembre.

Le Conseil d'administration d'EPC, réuni le 14 novembre 2019, a accueilli favorablement le principe du transfert du Bloc de Contrôle et de l'Offre subséquente et a désigné en son sein un comité ad hoc constitué d'administrateurs indépendants aux fins, d'une part, de proposer l'expert indépendant qui sera ensuite désigné par le Conseil d'administration de la Société pour établir un rapport sur le caractère équitable des conditions financières de l'offre publique d'achat simplifiée, et d'autre part d'assurer la supervision de la mission de l'expert indépendant.

Le 13 janvier 2020, à l'issue de la procédure d'information/consultation requise des institutions représentatives du personnel du groupe EPC relative au transfert à Argos du Bloc de Contrôle, un contrat d'acquisition a été conclu entre 4 Décembre et les actionnaires d'E.J. Barbier aux fins de l'acquisition du Bloc de Contrôle par 4 Décembre et modifié par avenants en date du 29 mai 2020, 25 septembre 2020, 12 novembre 2020 et 17 décembre 2020 (le « **Contrat d'Acquisition** »). La réalisation de l'opération était sujette à un certain nombre de conditions suspensives (voir Section 7.11.1.1(b)(b)).

---

[2] Ces Actions sont en effet assimilées aux Actions détenues par l'Initiateur en application de l'article L.233-9, I 2° du Code de commerce. A titre surabondant, le Conseil d'administration de la Société a décidé de ne pas apporter ces Actions à l'Offre.

[3] Sur la base d'un total de 168.400 actions représentant à cette date 270.786 droits de vote théoriques au sens de l'article 223-11 du Règlement Général de l'AMF.

[4] Sur la base d'un total de 168.400 actions représentant à cette date 270.786 droits de vote théoriques au sens de l'article 223-11 du Règlement Général de l'AMF.

L'offre publique subséquente devait intervenir à un prix par Action de 429 €, en phase avec le prix des actions E.J. Barbier[5]

Face à la situation sans précédent liée à la crise du Covid 19, 4 Décembre a requis auprès des actionnaires d'E.J. Barbier qu'une étude de l'impact de la crise sanitaire sur l'activité, les actifs, les passifs, la situation financière, les résultats, la performance et les perspectives du groupe EPC lui soit remise sur la base des informations disponibles à mi année 2020, afin de s'assurer que le transfert du Bloc de Contrôle pourrait être réalisé selon les termes initialement envisagés, notamment s'agissant du prix de l'Offre visant les Actions de la Société.

Dans ce contexte, le 29 mai 2020, 4 Décembre et les actionnaires d'E.J. Barbier ont signé un avenant au Contrat d'Acquisition prévoyant principalement (i) le report au dernier trimestre 2020 de la date butoir pour satisfaire l'ensemble des conditions suspensives à la réalisation du transfert du Bloc de Contrôle, et afin de permettre la finalisation, dans les meilleures conditions, par la Société, de l'étude de l'impact de la crise sanitaire sur le groupe EPC et (ii) la fixation au 29 septembre 2020 de la date ultime à laquelle 4 Décembre pourrait renoncer à la réalisation du transfert du Bloc de Contrôle du fait de la survenance d'un événement ayant un effet significativement défavorable sur l'activité, les actifs, les passifs, la situation financière ou les résultats du groupe EPC et notamment du fait du Covid-19. Par décision en date du 3 juin 2020, le Conseil d'administration de la Société a pris acte du nouveau calendrier de l'opération.

Constatant l'impact de la crise sanitaire sur les comptes semestriels d'EPC au 30 juin 2020 et le plan d'affaires révisé intégrant les conséquences prévisibles de la crise du Covid 19, tel qu'approuvé par le Conseil d'administration, lequel caractérise un événement ayant un effet significativement défavorable sur l'activité, les actifs, les passifs, la situation financière et les résultats du groupe EPC, les parties ont conclu le 25 septembre 2020 un deuxième avenant au Contrat d'Acquisition pour convenir des conditions dans lesquelles le transfert du Bloc de Contrôle pourrait tout de même être réalisé.

Ce deuxième avenant prévoyait principalement (i) la réduction du prix d'acquisition d'E.J. Barbier sur la base d'une valeur de l'Action de la Société réévaluée à 363 euros, (ii) l'abandon du projet de rachat des Parts de Fondateur qui avait été envisagé dans le cadre du Contrat d'Acquisition, seule leur conversion étant désormais envisagée[6], (iii) le renforcement de la structure de bilan et de trésorerie de la Société par l'Initiateur, à hauteur de 5 millions d'euros, et (iv) la renonciation par l'Initiateur à se prévaloir de la survenance d'un événement significativement défavorable du fait du Covid-19.

Compte tenu de l'accord intervenu entre les actionnaires de 4 Décembre et d'E.J. Barbier pour renoncer au rachat des Parts de Fondateur, et considérant que l'hypothèse d'une conversion est conforme à l'intérêt de la Société et permet d'éviter l'augmentation de l'endettement qu'aurait nécessité le rachat des Parts de Fondateur et répond à la demande des principaux porteurs de Parts de Fondateur relayée par les représentants de la masse, le Conseil d'administration a décidé, le 29 septembre 2020, qu'il ne soumettrait pas à l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires de proposition tendant au rachat des Parts de Fondateur.

Conformément aux dispositions de l'article 8ter de la loi de 1929 sur les parts de fondateur et aux dispositions du Décret n°67-452 du 6 juin 1967 pris pour son application, Monsieur Gilles Chodron de Courcel, du cabinet Ricol Lasteyrie, et le cabinet Ledouble, représenté notamment

[5] Voir communiqué de presse de la Société du 13 janvier 2020.

[6] 4 Décembre se réservant la faculté d'y renoncer si le taux de conversion des Parts de Fondateur tel qu'évalué à dire d'experts était supérieur à 1,30 Action par Part de Fondateur. Voir communiqué de presse de la Société du 30 septembre 2020.

par Madame Agnès Piniot, agissant en tant qu'experts désignés respectivement par les porteurs de Parts de Fondateur et le Conseil d'administration de la Société, ont compte tenu de cette décision du Conseil d'administration du 29 septembre 2020 présenté au Conseil d'administration de la Société, le 30 septembre 2020, un rapport commun portant uniquement sur le taux de conversion des Parts de fondateur. Les experts ont évalué ce taux de conversion des Parts de Fondateur à 1,33 action par Part de Fondateur. Les conclusions du rapport sur les Parts de Fondateur sont les suivantes : « *Sur la base de nos travaux, conformément aux dispositions de la loi du 23 janvier 1929 et du décret du 6 juin 1967, nous avons déterminé un taux de conversion des Parts de fondateur en actions EPC de 1,33. Ce taux nous paraît équitable, tant pour les porteurs de Parts de fondateur que pour les actionnaires d'EPC Groupe* »[7].

Après discussion avec les différentes parties prenantes, 4 Décembre a accepté, par un troisième avenant en date du 12 novembre 2020[8], de réaliser l'OPAS au prix maximum de 400 euros par Action étant précisé que le prix d'acquisition des actions d'E.J. Barbier dans le cadre du transfert du Bloc de Contrôle resterait établi par référence à un prix par Action EPC de 363 euros (avant réfaction pour garanties). Le surcoût résultant de la différence entre le Prix d'Offre qui sera retenu et le prix initialement prévu de 363 euros par action EPC viendra diminuer à due concurrence la somme de 5 millions d'euros que 4 Décembre avait prévu d'investir dans la Société.

Au titre de ce troisième avenant, considérant le contexte d'incertitude liée à la crise du Covid-19, 4 Décembre a indiqué souhaiter réserver sa décision concernant la conversion éventuelle des Parts de Fondateur de la Société à une date ultérieure à la clôture de l'Offre étant observé qu'en toute hypothèse, la décision de conversion appartient à l'assemblée générale des actionnaires statuant à la majorité extraordinaire. Dans l'hypothèse où les Parts de Fondateur seraient converties dans les trois mois suivant la clôture de l'Offre, l'Initiateur offrira aux porteurs un mécanisme de liquidité portant sur les Actions nouvelles issues de la conversion, au Prix d'Offre par Action.

Un dernier avenant en date du 16 décembre a par ailleurs été conclu prenant acte des démembrements intervenus récemment sur certaines actions E.J.Barbier et adaptant la documentation contractuelle en conséquence afin de préserver les droits de 4 Décembre tels qu'initialement envisagés.

A la suite de la réalisation de l'ensemble des conditions suspensives, l'opération a été définitivement réalisée le 17 décembre 2020. A cette date, 4 Décembre détient directement et indirectement 117.180 Actions[9] auxquelles sont attachés 229.653 droits de vote représentant 69,58% du capital et 81,34% des droits de vote de la Société[10].

Le Prix d'Offre fixé à 400 euros fait ressortir une prime de 10,19% par rapport au prix de 363 euros (avant réfaction pour garanties) retenu pour la valorisation de l'action EPC dans le cadre de la cession du Bloc de Contrôle, permettant ainsi aux actionnaires d'EPC de céder leurs Actions à des conditions financières plus favorables que celles des actionnaires d'E.J. Barbier.

---

7 Une copie de ce rapport est annexée au Projet de Note en Réponse en Annexe 2

8 Voir communiqué de presse de la Société du 20 novembre 2020.

9 En ce compris 3.360 Actions EPC cédées par les actionnaires d'E. J. Barbier en application du Contrat d'Acquisition (auxquelles étaient attachés préalablement à la cession 6.597 droits de vote) et 230 Actions EPC cédées par Monsieur Olivier Obst (auxquelles étaient attachés préalablement à la cession 350 droits de vote) dans le cadre de son investissement dans 4 Décembre (voir paragraphe 1.3.3 du projet de note d'information).

10 Sur la base d'un total de 282.320 droits de vote théoriques calculés conformément à l'article 223-11 du RGAMF suite au transfert du Bloc de Contrôle calculé sur la base de 285.657 droits de vote théorique au 25 novembre 2020 (voir communiqué de la Société du 16 décembre 2020).

Il est précisé que, dans le cadre de la cession du Bloc de Contrôle, certains actionnaires d'E.J. Barbier (les « **Vendeurs Réinvestisseurs** ») ainsi que Monsieur Olivier Obst, Président-Directeur général de la Société, Monsieur Charles-Ernest Armand, Monsieur Bertrand Pougny et certains membres de l'équipe de direction d'EPC (ensemble les « **Managers** ») ont pris par la voie d'augmentation de capital en numéraire ou d'apport d'Actions, une participation au capital de 4 Décembre dans les conditions décrites aux paragraphes 1.3.2 et 1.3.3 du Projet de Note d'Information. Les conditions détaillées de ces prises de participation ont été communiquées au cabinet Ledouble en sa qualité d'Expert Indépendant.

(a) Déclarations de franchissements de seuils et d'intention

A la suite de l'acquisition du Bloc de Contrôle, 4 Décembre a déclaré à l'AMF et à la Société avoir franchi indirectement (via la société E.J. Barbier), les seuils de 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 1/3, 50% et des deux tiers du capital et des droits de vote.

Aux termes des mêmes courriers, 4 Décembre a déclaré ses intentions pour les six prochains mois conformément aux dispositions de l'article L.233-7 VII du code de commerce.

(b) Répartition du capital et des droits de vote de la Société

A la connaissance de la Société, le capital social de la Société s'élève, à la date du Projet de Note en Réponse, à 5.220.400 euros, divisé en 168.400 Actions ordinaires.

Le tableau ci-après présente la répartition du capital et des droits de vote de la Société.

Actionnaires	**Nombre d'Actions**	**% du Capital**	**Nombre de droits de vote**	**% des droits de votes[11]**
E.J. Barbier[12]	117.180	69,58%	229.653	81,34%
M. Allan Green et affiliés[13]	19.098	11,34%	19.098	6,76%
EPC (auto-détention)	16.102	9,56%	N/A	N/A
Flottant	16.020	9,51%	17.467	6,19%
Total	**168.400**	**100%**	**282.320**	**100%**

(c) Parts de Fondateurs.

Il existe également 29.473 parts de fondateur (les « **Parts de Fondateur** »). Les Parts de Fondateur ne sont ni des titres de capital ni des titres donnant accès au capital ou aux droits de vote de la Société[14], et en conséquence, en application de l'article 234-2 du Règlement Général de l'AMF, elles ne sont pas visées par l'Offre.

[11] Sur la base de 282.320 droits de vote théoriques postérieurement au transfert du Bloc de Contrôle calculé sur la base de 285.657 droits de vote théoriques au 25 novembre 2020 (voir communiqué de la Société du 16 décembre 2020).

[12] Suite au transfert du Bloc de Contrôle, 4 Décembre détient 100% du capital et des droits de vote d'E.J. Barbier. La répartition du capital et des droits de vote de 4 Décembre est présentée au 1.3.4 du Projet de Note d'Information.

[13] Concerne M. Allan Green et les sociétés Candel & Partner et Consellior qu'il contrôle. Sur la base de la déclaration AMF n°220C5133 du 25 novembre 2020.

[14] En application de l'article 1, alinéa 2, de la loi du 23 janvier 1929 sur les parts de fondateurs émises par les sociétés.

En revanche il est ici précisé en tant que de besoin que si l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires de la Société, convoquée spécialement à cet effet, le décidait conformément à l'article 8ter de la loi du 23 janvier 1929 sur les parts de fondateur émises par les sociétés, les Parts de Fondateur seraient susceptibles d'être converties en Actions EPC selon un taux de conversion de 1,33 Action par Part de Fondateur. En toute hypothèse, 4 Décembre souhaitant réserver sa décision concernant la conversion éventuelle des Parts de Fondateur de la Société à une date ultérieure à la clôture de l'Offre, aucune assemblée générale extraordinaire de la Société devant statuer sur la conversion des Parts de Fondateur n'interviendra avant la clôture de l'Offre[15].

A la connaissance de la Société, les principaux porteurs de Parts de Fondateurs (détenant plus de 5% des parts) sont les suivants :

Détenteurs connus	Nombre de Parts de Fondateur	%
HMG	6.125	20,8%
Hubert Jeannin-Naltet	5.005	17%
E.J. Barbier	3.777	12,8%
SSE – Sté des explosifs	2.868	9,7%
Denis Hanotin	2.037	6,9 %
Jean-Pierre Berthier (Indivision)	1.925	6,6%
Flottant	7.736	26,2%
Total	**29.473**	**100 %**

1.3 Motifs de l'Offre

Dans la mesure où, à la suite de l'Acquisition du Bloc de Contrôle, 4 Décembre détient de manière indirecte une fraction du capital ou des droits de vote de la Société supérieure à 30%, l'Offre revêt un caractère obligatoire en application des dispositions de l'article L. 433- 3, I du Code monétaire et financier et des articles 234-2 et suivants du Règlement Général de l'AMF. En conséquence, l'Initiateur dépose la présente Offre portant sur le solde du capital d'EPC au Prix d'Offre.

1.4 Principales caractéristiques de l'Offre

1.4.1 Termes de l'Offre

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du Règlement Général de l'AMF, Natixis, Etablissement Présentateur de l'Offre, garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre. En cette qualité, Natixis a déposé le projet d'Offre auprès de l'AMF pour le compte de l'Initiateur le 18 décembre 2020.

Dans le cadre de cette Offre, qui sera réalisée selon la procédure simplifiée régie par les articles 233-1 2° et suivants du Règlement Général de l'AMF, l'Initiateur s'engage irrévocablement, pendant une période de dix (10) jours de négociation, à acquérir auprès des actionnaires d'EPC la totalité des Actions qui seront apportées à l'Offre, au Prix d'Offre par Action.

15 Voir communiqué de presse de la Société du 20 novembre 2020

Le Prix d'Offre sera de 400 euros par Action apportée à l'Offre. Le Prix d'Offre a été fixé coupon attaché. Par conséquent, le Prix d'Offre par Action sera diminué du montant de tout dividende ou de toute distribution dont le détachement ou le paiement interviendrait préalablement à la date de règlement-livraison pour chaque achat dans le cadre de l'Offre.

Le Prix d'Offre par Action extériorise une prime de plus de 10% par rapport au prix par Action EPC de 363 euros (avant réfaction pour garantie) retenu dans le cadre de la valorisation du Bloc de Contrôle, de telle sorte que le prix proposé dans l'Offre aux actionnaires minoritaires est significativement supérieur au prix payé aux actionnaires majoritaires, sans compter que ces derniers ont consenti une garantie d'indemnisation de certains passifs identifiés d'une montant maximum de 5 millions d'euros.

1.4.2 Nombre et nature des titres visés par l'Offre

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 à cette date par l'Initiateur.

Soit, à la connaissance de la Société et à la date du Projet de Note en Réponse, un nombre maximal de 35.118 Actions déterminé comme suit :

Actions existantes	168.400
Moins les Actions détenues par l'Initiateur	117.180
Moins les Actions auto-détenues par la Société	16.102
Soit un maximum de :	35.118

Il n'existe aucun autre titre de capital, ni aucun autre instrument financier ou droit émis par la Société pouvant être susceptibles de donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de celle-ci.

1.4.3 Modalités de l'Offre

Le Projet de Note d'Information a été déposé auprès de l'AMF le 18 décembre 2020. Concomitamment, EPC a déposé le présent Projet de Note en Réponse à l'Offre, incluant notamment le rapport de l'Expert Indépendant en application de l'article 261-1 I et II du Règlement Général de l'AMF. Un avis de dépôt relatif à l'Offre sera publié par l'AMF sur son site internet (www.amf-france.org).

Le présent Projet de Note en Réponse est disponible sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org) de EPC (www.epc-groupe.com) et peut être obtenu sans frais au siège social de la Société.

Conformément aux dispositions de l'article 231-16 du Règlement Général de l'AMF, un communiqué de presse comportant les principaux éléments du Projet de Note en Réponse sera diffusé par la Société.

Le projet d'Offre, le Projet de Note d'Information et le présent 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 déclaration de conformité motivée relative à l'Offre après s'être assurée de la conformité de l'Offre aux dispositions légales et règlementaires qui lui sont applicables. Cette déclaration de conformité emportera visa de la note d'information de l'Initiateur et de la note en réponse.

La note en réponse ayant ainsi reçu le visa de l'AMF ainsi que le document contenant les autres informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront disponibles sur le site internet de l'AMF (www.amf-france.org), sur le site de EPC (www.epc-groupe.com) et seront mis à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre. Des exemplaires de ces documents pourront également être obtenus sans frais au siège social de EPC.

Conformément aux dispositions des articles 231-27 et 231-28 du Règlement Général de l'AMF, un communiqué de presse précisant les modalités de mise à disposition de ces documents sera diffusé par la Société.

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF publiera un avis d'ouverture et de calendrier de l'Offre et Euronext Paris publiera un avis rappelant la teneur de l'Offre et précisant le calendrier et les modalités de sa réalisation.

1.4.4 Absence de retrait obligatoire

L'Initiateur souhaite maintenir l'admission des Actions de la Société aux négociations sur le marché réglementé Euronext Paris (compartiment B) à l'issue de l'Offre.

Il ne compte donc pas utiliser la faculté, offerte par l'article 237-1 du Règlement Général de l'AMF, 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 de la Société 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.

1.5 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 s'effectuera par achats sur le marché, le règlement livraison étant effectué au fur et à mesure de l'exécution des ordres, deux (2) jours de négociation après chaque exécution. Les frais de négociation (à savoir les frais de courtage et la TVA afférente) resteront en totalité à la charge des actionnaires vendeurs.

Natixis, prestataire de services d'investissement habilité en tant que membre du marché, se portera, par l'intermédiaire de son partenaire Oddo-BHF (adhérent Euroclear n°585), acquéreur, pour le compte de l'Initiateur, des Actions qui seront apportées à l'Offre sur le marché, conformément à la réglementation applicable.

Les actionnaires de la Société souhaitant apporter leurs Actions à l'Offre devront passer un ordre de vente irrévocable au Prix d'Offre par Action, au plus tard le dernier jour de l'Offre (soit le 20 janvier 2020) :

- auprès de leur intermédiaire financier – teneur de compte (établissement de crédit, entreprise d'investissement etc.) pour les actionnaires détenant leurs Actions sous la forme au porteur ou administrée en utilisant le modèle mis à leur disposition par cet intermédiaire ;

- auprès de la banque Société Générale Securities Services, Département Titres et Bourse, SGSS/SBO/CSS/COR/ORD, 32 rue du Champ de tir, CS 30812 – 44308 Nantes Cedex 3, pour les actionnaires détenant leurs Actions sous la forme nominative pure en utilisant le modèle mis à leur disposition par cet intermédiaire.

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 Société Générale Securities Services si leurs Actions sont détenues au nominatif pur.

Il reviendra aux actionnaires de la Société souhaitant apporter leurs Actions à l'Offre de 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 délais impartis.

Les ordres de présentation des Actions à l'Offre seront irrévocables.

1.6 Calendrier indicatif de l'Offre

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

Le calendrier ci-dessous est présenté à titre indicatif :

Date	Principales étapes de l'Offre
18 décembre 2020	**Pour l'initiateur**
	Dépôt du projet d'Offre et du Projet de Note d'Information de l'Initiateur auprès de l'AMF
	Mise en ligne du Projet de Note d'Information de l'Initiateur sur les sites Internet de l'AMF et de la Société
	Mise à disposition du public du Projet de Note d'Information de l'Initiateur au siège de l'Initiateur et dans les locaux de l'Établissement Présentateur
	Diffusion d'un communiqué de dépôt et de mise à disposition du projet de Note d'Information de l'Initiateur

	Pour la Société
	Dépôt du Projet de Note en Réponse de la Société
	Mise en ligne du Projet de Note en Réponse de la Société sur les sites Internet de la Société et de l'AMF
	Mise à disposition du public du Projet de Note en Réponse de la Société au siège de la Société
	Diffusion d'un communiqué de dépôt et de mise à disposition du Projet de Note en Réponse de la Société
19 janvier 2021	Décision de conformité de l'Offre par l'AMF emportant visa de la Note d'Information de l'Initiateur et de la note en réponse de la Société
	Mise à disposition du public au siège de l'Initiateur et dans les locaux de l'Établissement Présentateur, de la Note d'Information visée et mise en ligne sur les sites Internet de la Société et de l'AMF
	Mise à disposition du public au siège d'EPC et mise en ligne sur les sites Internet de la Société et de l'AMF de la note en réponse visée
	Dépôt auprès de l'AMF du document « Autres Informations » relatif aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur
	Dépôt auprès de l'AMF du document « Autres Informations » relatif aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société
20 janvier 2021	**Pour l'initiateur**
	Mise à disposition du public aux sièges de l'Initiateur et de l'Etablissement Présentateur et mise en ligne sur les sites Internet de la Société et de l'AMF du document « Autres Informations » relatifs aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur
	Diffusion d'un communiqué relatif à la mise à disposition de la Note d'Information visée et du document « Autres Informations » relatif aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur
	Pour la Société
	Mise à disposition du public au siège de la Société et mise en ligne sur les sites Internet de la Société et de l'AMF de la note en réponse visée et du document « Autres Informations » relatif aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société
	Diffusion d'un communiqué relatif à la mise à disposition de la note en réponse visée et du document « Autres Informations » relatif aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société
21 janvier 2021	Ouverture de l'Offre
3 février 2021	Clôture de l'Offre (dernier jour de passage des ordres de vente sur le marché)
4 février 2021	Publication de l'avis de résultat de l'Offre par l'AMF

1.7 Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

Les restrictions concernant l'Offre à l'étranger sont décrites à la section 2.9 (*Restrictions concernant l'Offre à l'étranger*) du Projet de Note d'Information.

2. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

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 17 décembre 2020 à 8 heures, sur convocation de son Président, Monsieur Olivier Obst, à l'effet d'examiner le projet d'Offre et de rendre un avis motivé sur l'intérêt que présente l'Offre pour la Société, ses salariés et ses actionnaires.

Etaient présents par des moyens de télécommunication Monsieur Obst, Monsieur de Brancion, Madame Dutheil de la Rochère, Monsieur Jarrier, Monsieur Krejbich, Madame Labroille, Monsieur Leriche, Madame Chatel de Brancion, Madame Brunelle Soulas.

Mesdames Labroille, Dutheil de la Rochère et Chatel de Brancion ainsi que Messieurs de Brancion, Krejbich (étant intéressés à l'Offre en ce qui concerne la cession de leurs Actions) et Obst (ce dernier étant intéressé à l'Offre compte tenu de l'opération d'apport de ses Actions à 4 Décembre, à l'exception de 20 Actions qu'il a l'obligation de conserver conformément aux stipulations du Règlement Intérieur du Conseil d'administration), sont en situation de conflit d'intérêt. Ces derniers se sont abstenus de participer aux délibérations relatives à l'avis motivé et n'ont participé au vote que dans la mesure nécessaire pour assurer sa régularité, eu égard aux conditions de quorum, en votant unanimement dans le sens des recommandations formulées par le comité ad hoc.

Compte tenu de cette situation, Monsieur Olivier Obst a proposé de céder la présidence de la séance à Monsieur Patrick Jarrier, ce que le Conseil a approuvé à l'unanimité.

Ainsi, le Conseil d'administration, constitué pour les besoins de l'adoption de l'avis motivé uniquement de Messieurs Patrick Jarrier, Laurent Leriche et Madame Nathalie Brunelle Soulas, administrateurs indépendants, a rendu l'avis motivé suivant sur l'Offre :

« *Avant de délibérer sur l'Offre, M. Jarrier rappelle le contexte et les travaux du comité ad hoc.*

*Il rappelle que conformément à l'article 261-1 III du Règlement général de l'AMF (le « **RGAMF** »), le Conseil a constitué en son sein, par une délibération du 14 novembre 2019, un comité ad-hoc constitué d'administrateurs indépendants aux fins de proposer l'expert indépendant appelé à rendre une attestation d'équité sur l'Offre visant les titres d'EPC. Ce comité ad hoc a assuré le suivi des travaux de l'expert indépendant et a préparé un projet d'avis motivé.*

Initialement composé de Madame Nathalie Brunelle et Monsieur Laurent Leriche, ce comité a été rejoint par Monsieur Patrick Jarrier, ce que le Conseil a constaté par une délibération du conseil d'administration du 30 mars 2020. Tous trois sont des administrateurs indépendants des parties impliquées dans l'Offre sur EPC.

Le comité ad-hoc s'est adjoint les conseils de Maître Olivier Diaz (cabinet Gide Loyrette Nouel) pour assurer de manière indépendante de la Société et de ses conseils le suivi des aspects juridiques de l'Offre et plus généralement assister le comité ad-hoc dans l'exercice de sa mission.

Le comité ad-hoc a recommandé la désignation du cabinet Ledouble comme expert indépendant, sur la base de son expérience des opérations d'expertise dans les offres publiques d'acquisition, de la qualité et de la disponibilité de ses équipes, de leur réputation de sérieux et de rigueur, et de son expérience concernant des sociétés ayant émis des titres de nature différente.

Sur cette base, le conseil d'administration a, en application des dispositions de l'article 261-1 I. 1°, 2° et 4° du RGAMF, désigné le cabinet Ledouble, représenté par Madame Agnès Piniot, comme expert indépendant, le 13 janvier 2020.

Le comité ad-hoc s'est réuni ou a échangé par conférence téléphonique à 14 reprises pour revoir l'état d'avancement de l'Offre et les travaux de l'Expert Indépendant. Après avoir rencontré Mme Piniot avant de proposer sa désignation en qualité d'expert indépendant, le comité ad hoc a rencontré ou a échangé avec l'Expert Indépendant à 10 reprises, en dernier lieu le 16 décembre 2020 pour une présentation de son rapport définitif et de ses conclusions.

Afin de permettre aux membres du Conseil d'administration de détenir toutes les informations leur permettant d'émettre un avis motivé, les documents essentiels relatifs à l'Offre et listés ci-dessous ont été communiqués aux membres du Conseil d'administration préalablement à la réunion :

- *le projet de note d'information établi par l'Initiateur, qui contient notamment les motifs et les caractéristiques de l'Offre, les intentions de l'Initiateur au cours des douze prochains mois et les éléments d'appréciation du prix de l'Offre préparés par Natixis en qualité de banque présentatrice de l'Offre ainsi que le résumé des principaux accords en relation avec l'Offre (le « **Projet de Note d'Information** ») ;*

- *le projet de note en réponse établi par la Société (le « **Projet de Note en Réponse** ») qui contiendra en annexe le rapport de l'Expert Indépendant et le rapport commun du cabinet Ledouble et de M. Gilles Chodron de Courcel sur le taux de conversion des parts de fondateur en date du 30 septembre 2020;*

- *l'avis rendu par les instances représentatives du personnel ;*

- *le rapport de l'Expert Indépendant en date du 17 décembre 2020 sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre;*

- *la recommandation formulée par le comité ad hoc en date du 17 décembre 2020.*

Principales diligences accomplies par le conseil d'administration aux fins de la préparation de cet avis motivé

Le 14 novembre 2019, le conseil d'administration de la Société a pris acte du projet d'acquisition de la totalité du capital d'EJ Barbier par 4 Décembre SAS (la cession du « Bloc de Contrôle » et de l'Offre qui s'en suivrait et de l'exclusivité de négocation accordée à cette fin par les actionnaires d'EJ Barbier à 4 Décembre SAS.

*Le 13 janvier 2020, le Conseil a pris acte que les procédures applicables en matière sociale ayant été achevées, les actionnaires de la société E.J. Barbier avaient signé le jour même un contrat prévoyant l'acquisition de la totalité du capital et des droits de vote d'E.J. Barbier par 4 Décembre SAS, une société de reprise contrôlée par quatre fonds gérés par la société de gestion Argos Wityu SAS (« **Argos** ») et dans laquelle certains actionnaires actuels d'E.J. Barbier et certains dirigeants du groupe EPC détiendront une participation minoritaire (la « **Transaction** »).*

Depuis le Conseil a évoqué les avancées relatives à la cession du Bloc de Contrôle et à l'Offre lors de ses réunions des 22 avril, 25 mai, 2 juin, 30 juin, 31 juillet, 25 août, 22 septembre et 29 septembre 2020.

Déroulement des réunions du conseil d'administration ayant évoqué la cession du Bloc de Contrôle et l'Offre

Réunion du 14 novembre 2019 :

- *Accueil favorable par les administrateurs du principe de la cession du Bloc de Contrôle et de l'Offre subséquente ;*

- *Création d'un comité ad hoc composé de 2 administrateurs indépendants avec pour mission de faire des propositions quant à la désignation d'un expert indépendant chargé d'évaluer les parts de fondateurs et de se prononcer sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre, de superviser les travaux et de préparer les termes de l'avis motivé.*

Réunion du 13 janvier 2020 :

- *Informations relatives à la signature du contrat de cession relatif au transfert du Bloc de Contrôle ;*

- *Décision d'initier la procédure de rachat ou de conversion des parts de fondateur, selon la procédure prévue par l'article 8ter de la loi du 23 janvier 1929 et son décret d'application n°67-452 du 6 juin 1967 ;*

- *sur recommandation du comité ad hoc, désignation du cabinet Ledouble, représenté par Mme Agnès Piniot, en qualité d'expert chargé d'évaluer le prix de rachat et le taux de conversion des parts de fondateur, conformément à l'article 2 du décret n°67-452 du 6 juin 1967 ;*

- *Convocation de l'assemblée générale des porteurs de parts de fondateur, le 31 janvier 2020, à l'effet de désigner, d'une part, un expert chargé d'évaluer le prix de rachat et le taux de conversion des parts de fondateur et d'autre part, un représentant de la masse des porteurs de parts de fondateur pour les besoins de l'expertise ;*

- *sur recommandation du comité ad hoc, désignation du cabinet Ledouble en qualité d'expert indépendant chargé de se prononcer sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre.*

Réunion du 22 avril 2020 :

- *Discussions sur le calendrier du projet de cession du Bloc de Contrôle et d'Offre ;*

- *Discussions relatives aux travaux des experts chargés d'évaluer les parts de fondateurs.*

Réunion du 25 mai 2020 :

- *Discussions sur les modifications de calendrier de l'opération de cession du Bloc de Contrôle et d'Offre dabs le contexte du Covid-19*

<u>Réunion du 2 juin 2020 :</u>

- *Discussions et prise d'acte :*

  - *de la conclusion d'un avenant entre les parties au contrat de cession relatif au transfert du Bloc de Contrôle demandant à la Société la préparation d'une étude de l'impact de la crise sanitaire sur le Groupe EPC ;*

  - *de l'impossibilité de maintien du calendrier initial de l'opération de cession du Bloc de Contrôle et d'Offre et de l'établissement d'un nouveau calendrier d'opération :*

- *Décision, en conséquence, de convoquer une nouvelle assemblée générale des porteurs de parts de fondateur afin de soumettre à leur suffrage la prorogation de la durée de la mission d'expertise de M. Gilles Chodron de Courcel ;*

- *Décision, sous réserve de l'approbation par l'assemblée générale des porteurs de la prorogation de la mission de M. Gilles Chodron de Courcel, de proroger également la mission du cabinet Ledouble en qualité d'expert évaluant les parts de fondateur.*

<u>Réunion du 31 juillet 2020 :</u>

- *Désignation, à nouveau, en tant que de besoin du cabinet Ledouble, représenté notamment par Mme Agnès Piniot, en qualité d'expert chargé d'évaluer le prix de rachat et le prix de conversion des parts de fondateur, conjointement avec M. Gilles Chodron de Courcel.*

<u>Réunion du 25 août 2020 :</u>

- *Présentation du plan d'affaires révisé qui comprenait trois scénarii (Reprise rapide, Scenario intermédiaire, Reprise lente) par l'équipe de direction de la Société ;*

- *Discussion et approbation de ce plan d'affaires par le Conseil d'Administration.*

<u>Réunion du 22 septembre 2020 :</u>

- *Arrêté des comptes semestriels au 30 juin 2020*

- *Point sur l'opération de cession du Bloc de Contrôle et l'Offre ;*

<u>Réunion du 29 septembre 2020 :</u>

- *Point sur l'opération de cession du Bloc de Contrôle et l'Offre ;*

- *Prise d'acte des modifications des termes de la cession de Bloc de Contrôle et de l'Offre.*

Contexte de l'offre sur EPC

M. Jarrier rappelle qu'E.J. Barbier est le holding de contrôle de la Société, regroupant les intérêts de la famille fondatrice, et détenant 113.603 actions représentant approximativement 67,46% du capital et 82,98% des droits de vote de la Société et 3.777 parts de fondateur.

Il indique que dans le cadre de leur analyse stratégique des options possibles d'évolution de la participation de la société E.J. Barbier au capital de la Société, les actionnaires de la société E.J. Barbier ont mis en place un processus de vente organisé par une banque d'affaires

portant sur la cession directe ou indirecte de la participation d'E.J. Barbier dans la Société. Dans le cadre de ce processus de vente, la banque d'affaires a sollicité de nombreuses parties afin de rechercher la meilleure proposition, notamment en matière financière, pour l'acquisition d'E.J. Barbier et l'offre obligatoire sur la Société qui en résulterait.

*Le 14 novembre 2019, les actionnaires d'E.J. Barbier sont entrés en négociations exclusives avec le fonds Argos Wityu ("Argos") pour l'acquisition, directement, de la totalité du capital et des droits de vote d'E.J. Barbier (le « **Bloc de Contrôle** ») par 4 Décembre, une société contrôlée Argos. Argos est la société de gestion de fonds, avec environ un milliard d'euros d'actifs sous gestion levés auprès d'investisseurs institutionnels de premier plan. Les fonds Argos ont pour objet de prendre des participations majoritaires de 10 à 100 M€ dans le capital de sociétés dont le chiffre d'affaires est compris entre 20 et 600 M€. Les fonds Argos ont une approche multisectorielle et transnationale.*

Le Conseil d'administration d'EPC, réuni le 14 novembre 2019, a accueilli favorablement le principe du transfert du Bloc de Contrôle et de l'Offre subséquente. Ce qui a été annoncé au marché le 15 novembre 2020 au matin après suspension de la cotation des actions et des parts de fondateur.

*Le 13 janvier 2020, à l'issue de la procédure d'information/consultation requise des institutions représentatives du personnel du groupe EPC relative au transfert à Argos du Bloc de Contrôle, un contrat d'acquisition a été conclu entre 4 Décembre et les actionnaires d'E.J. Barbier aux fins de l'acquisition du Bloc de Contrôle par 4 Décembre (le « **Contrat d'Acquisition** »). La réalisation de l'opération était sujette à un certain nombre de conditions suspensives, au nombre desquelles l'obtention d'autorisations réglementaires en France et à l'étranger, l'obtention d'autorisations au titre du contrôle des concentrations en France et au Maroc, ainsi que la convocation d'une assemblée générale extraordinaire des actionnaires d'EPC aux fins de se prononcer sur le rachat et/ou la conversion des parts de fondateur.*

Face à la situation sans précédent liée à la crise de la Covid 19, 4 Décembre a requis auprès des actionnaires d'E.J. Barbier qu'une étude de l'impact de la crise sanitaire sur l'activité, les actifs, les passifs, la situation financière, les résultats, la performance et les perspectives du groupe EPC lui soit remise sur la base des informations disponibles à une date proche de la réalisation du transfert du Bloc de Contrôle, afin de s'assurer que le transfert du Bloc de Contrôle pourrait être réalisé selon les termes initialement envisagés, notamment s'agissant du prix de l'Offre visant les actions de la société EPC et du prix de rachat (ou du taux de conversion) des parts de fondateur.

Dans ce contexte, le 29 mai 2020, 4 Décembre et les actionnaires d'E.J. Barbier ont signé un avenant au Contrat d'Acquisition prévoyant principalement (i) le report au dernier trimestre 2020 de la date butoir pour satisfaire l'ensemble des conditions suspensives à la réalisation du transfert du Bloc de Contrôle, et afin de permettre la finalisation, dans les meilleures conditions, par la Société, de l'étude de l'impact de la crise sanitaire sur le groupe EPC et (ii) la fixation au 29 septembre 2020 de la date ultime à laquelle 4 Décembre pourrait renoncer à la réalisation du transfert du Bloc de Contrôle du fait de la survenance d'un événement ayant un effet significativement défavorable sur l'activité, les actifs, les passifs, la situation financière ou les résultats du groupe EPC et notamment du fait du Covid-19. Par décision en date du 3 juin 2020, le Conseil d'administration de la Société a pris acte du nouveau calendrier de l'opération.

Au cours du troisième trimestre, la direction a mis à jour ses révisions afin de tenir compte de l'incidence de la crise sanitaire. Le plan d'affaires révisé a été approuvé par le Conseil d'administration le 25 août 2020 et a été transmis à l'expert indépendant. Le plan d'affaires

de l'initiateur a également été transmis à l'expert. Il présente un scenario dégradé par rapport au plan d'affaires de la Société.

Constatant l'impact de la crise sanitaire sur les comptes semestriels d'EPC au 30 juin 2020 et le plan d'affaires révisé de la Société intégrant les conséquences prévisibles de la crise de la Covid 19, tel qu'approuvé par le Conseil d'administration le 25 août 2020, les parties ont conclu le 25 septembre 2020 un deuxième avenant au Contrat d'Acquisition pour convenir des conditions dans lesquelles le transfert du Bloc de Contrôle pourrait tout de même être réalisé.

Ce deuxième avenant prévoit principalement (i) la réduction du prix d'acquisition d'E.J. Barbier sur la base d'une valeur de l'Action de la Société réévaluée à 363 euros (l'OPA en résultant devant être déposée au même prix de 363 euros par action), (ii) l'abandon du projet de rachat des Parts de Fondateur, seule leur conversion étant envisagée (4 Décembre se réservant la faculté d'y renoncer si le taux de conversion des Parts de Fondateur tel qu'évalué à dire d'experts était supérieur à 1,30 Action par Part de Fondateur). Les experts ont depuis rendu un rapport fixant ce taux de conversion à 1,33, (iii) le renforcement de la structure de bilan et de trésorerie de la Société par l'Initiateur, à hauteur de 5 millions d'euros (initialement destinés à financer le rachat des Parts de Fondateur), (iv) la renonciation par l'Initiateur à se prévaloir de la survenance d'un événement significativement défavorable du fait du Covid-19.

Compte tenu des échanges qu'Argos et les actionnaires d'E.J. Barbier ont eu avec les différentes parties prenantes, dont le comité ad-hoc et l'expert indépendant, un 3ème avenant a été signé le 12 novembre 2020 portant le prix d'Offre à 400 euros par action (le "Prix d'Offre Retenu"), le prix de cession d'E.J. Barbier restant établi par référence à un prix par action EPC de 363 euros par action. La différence entre 400 euros et 363 euros multiplié par le nombre d'actions apportées à l'Offre viendra diminuer à due concurrence le montant de 5 millions d'euros que 4 Décembre avait prévu d'investir dans la Société.

Les actionnaires d'E.J. Barbier détenant des actions EPC en direct étant obligés de les céder à 4 Décembre au prix de 363 euros par action. Et Monsieur Olivier Obst s'est engagé à apporter à 4 Décembre la totalité de ses actions EPC (250), sauf 20 qu'il conserve conformément aux stipulations du Règlement Intérieur du Conseil, sur la base d'un prix par action EPC de 363 euros, égal au prix de cession consenti par les actionnaires d'EJ Barbier.

Le rapport de l'expert indépendant et le présent avis ont été établis sur la base du Prix d'Offre Retenu, soit 400 euros par action EPC.

Rapport de l'expert indépendant

L'expert indépendant a rendu un rapport sur les conditions financières de l'Offre (à savoir sur le Prix d'Offre Retenu). Comme prévu par l'article 262-1 du RGAMF le rapport contient notamment la déclaration d'indépendance de l'expert, une description des diligences effectuées et une évaluation d'EPC. La conclusion du rapport est présentée sous la forme d'une attestation d'équité. Le rapport a également examiné les accords susceptibles d'être qualifiés d'accords connexes.

Certains actionnaires minoritaires ont fait valoir des observations à l'expert. Ces observations et celles en réponse de l'Expert Indépendant sont résumées en page 63 et suivantes du rapport de l'Expert Indépendant, qui y répond. Le comité ad-hoc et le Conseil en ont pris connaissance.

A la demande de M. Jarrier, l'Expert Indépendant donne lecture des conclusions de son rapport :

"À l'issue de notre mission, nous constatons que :

le Prix d'Offre se positionne en-deçà de la fourchette des valeurs obtenues en modélisant le scénario « intermédiaire » du Plan d'Affaires Management, ainsi que de l'actif net comptable exprimé en valeur par Action ;

l'endettement du Groupe pèse actuellement sur la valeur de l'Action ; en supposant que le Groupe parvienne à atteindre les objectifs fixés par sa Direction, l'éventuel désendettement pourrait constituer un effet de levier susceptible d'accroître la création de valeur pour les actionnaires ne souhaitant pas apporter leurs titres à l'Offre ;

le Prix d'Offre est inférieur au cours de bourse observé au cours des cinq dernières années.

Nous notons toutefois que :

- *au cours des derniers exercices, les réalisations du Groupe ont été en retrait par rapport aux prévisions antérieures ;*

- *le contexte économique dans lequel intervient l'Offre renforce le risque d'aléas, justifiant la pluralité des scénarios préparés par la Direction et approuvés par le Conseil d'Administration du 25 août 2020 ;*

- *le cours de bourse ne constitue pas une référence pertinente pour apprécier la valeur de l'Action, compte tenu de la très faible liquidité sur le marché et du poids significatif des transactions réalisées par le principal actionnaire minoritaire.*

- *Nous relevons par ailleurs que :*

- *le Prix des actions E.J. Barbier accepté par les Cédants pour la cession du Bloc de Contrôle résulte d'un processus compétitif de cession et constitue une valeur de référence ;*

- *l'ensemble des scénarios qui sous-tendent l'Evaluation Multicritère traduisent des objectifs de développement volontaristes ;*

- *le Prix d'Offre se positionne au centre de la fourchette des valeurs obtenues en DCF à partir du scénario de « reprise lente » du Plan d'Affaires Management, et dans la fourchette des valeurs obtenues dans le Scénario alternatif Ledouble ;*

- *les actionnaires peuvent choisir d'apporter leurs titres à l'Offre ou de se maintenir au capital de la Société ;*

- *la mise en œuvre de l'Offre présente l'intérêt, pour les actionnaires minoritaires, d'obtenir à court terme et dans un contexte de marché perturbé, une fenêtre de liquidité avec une prime minimum de 10% par rapport à la valeur implicite par Action acceptée par les Cédants pour la cession du Bloc de Contrôle.*

Au vue de l'ensemble de ces éléments d'appréciation, et à l'issue de nos travaux d'évaluation :

- *nous sommes d'avis que le Prix d'Offre de 400 € coupon attaché est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires d'EPC souhaitant apporter leurs titres à l'Offre ;*

- *nous n'avons pas identifié dans les Accords Connexes de dispositions susceptibles de préjudicier aux intérêts des actionnaires d'EPC dont les Actions sont visées par l'Offre".*

L'Expert Indépendant précise qu'il n'a pas identifié dans les accords connexes de dispositions susceptibles de préjudicier aux intérêts des actionnaires dont les titres sont visés par l'Offre.

Personne n'ayant de question à poser à l'Expert Indépendant, M. Jarrier donne lecture de l'avis du comité ad hoc.

Avis du comité ad-hoc

Le comité ad-hoc a noté notamment :

- *que l'initiateur a déclaré s'inscrire dans une logique de prolongement de la stratégie de la Société qui bénéficiera du support et de l'expertise d'Argos ;*

- *que l'Offre ne devrait pas avoir d'impact significatif sur la politique poursuivie par EPC en matière d'emploi et que les cinq instances représentatives du personnel du groupe EPC, consultées à l'occasion de la signature du contrat d'acquisition de la société E.J. Barbier, ont rendu quatre avis favorables (EPC-France, Prodemo, Occamiante, Occamat) et un avis neutre (ATD) ;*

- *que l'initiateur a indiqué que la politique de dividendes serait déterminée en fonction des opportunités et des capacités financières de la Société, mais que, compte tenu des pertes résultant de la crise sanitaire liée à la Covid-19, telles que matérialisées dans les comptes au 30 juin 2020, l'initiateur n'envisage pas la reprise de la distribution de dividende à court terme ;*

- *que l'accord des actionnaires d'E.J. Barbier pour céder leur participation à l'initiateur résulte d'un processus organisé et compétitif mené par une banque d'affaires au terme duquel la proposition de 4 Décembre a été retenue ;*

- *que si l'accord prévoit le réinvestissement de certains cédants et l'entrée au capital de managers au niveau de 4 Décembre, le réinvestissement concernant environ un quart des actions actuellement détenues par les cédants au capital d'E.J. Barbier, l'expert n'a pas identifié dans les accords liés au réinvestissement et à l'entrée au capital de managers, de clauses inhabituelles ni de dispositions susceptibles de préjudicier aux intérêts des actionnaires dont les titres sont visés par l'Offre ;*

- *que le prix pour l'acquisition d'E.J. Barbier représente donc le prix convenu entre des parties indépendantes, au terme d'un processus organisé, pour une transaction de prise de contrôle, et constitue donc, en l'absence d'éléments connexes susceptibles d'induire une inégalité de traitement avec les actionnaires minoritaires, une transaction de référence ;*

- *que ce prix de référence constitue le prix le plus élevé payé par l'initiateur sur les 12 derniers mois précédant le fait générateur de l'offre publique obligatoire ;*

- *que le Prix d'Offre Retenu représente une prime de plus de 10% par rapport à la transaction de référence, de telle sorte que le prix proposé dans l'Offre aux actionnaires minoritaires est significativement supérieur au prix payé aux actionnaires majoritaires, sans compter que ces derniers ont consenti une garantie d'indemnisation de certains passifs identifiés d'un montant maximum de 5 millions d'euros ;*

- *que le cours de bourse ne constitue pas une référence pertinente pour apprécier la valeur de l'Action, l'expert ayant relevé la très faible liquidité du titre et qu'une part importante des transactions ont été réalisées par un seul actionnaire minoritaire ;*

- *que si le Prix d'Offre Retenu est en décote par rapport à l'actif net comptable et plusieurs scenarios de business plan, il est au centre des valeurs obtenues en DCF à partir du scenario de "reprise lente" et dans la fourchette des valeurs obtenues dans le scénario alternatif développé par l'expert ;*

- *que la valorisation est sensible aux hypothèses de développement du groupe, et que tous les scenarios reposent sur une reprise plus ou moins rapide, qui reflète les ambitions de la direction mais sont affectés d'un niveau d'incertitude ;*

- *que la décision de l'Initiateur de reporter la question de la conversion des parts de fondateur n'a pas d'impact sur l'Offre ni sur le Prix d'Offre Retenu ;*

- *que l'initiateur n'a pas l'intention de demander à l'AMF dans le cadre de l'Offre la mise en œuvre d'un retrait obligatoire visant les actions de la Société ni de demander à Euronext Paris la radiation des actions de la Société du marché réglementé Euronext Paris, ni de proposer la fusion entre l'initiateur et la Société, de telle sorte que les actionnaires minoritaires de la Société sont libres d'apporter leurs titres à l'Offre ou de les conserver ;*

- *que l'Offre donne donc de la liquidité à des conditions équitables, plus favorables que celles négociées par les actionnaires majoritaires, pour les actionnaires minoritaires qui voudraient sortir compte tenu du profil de risque de la Société et de la volatilité de la période marquée par une crise sanitaire inédite, dont les conséquences structurelles sont encore difficiles à apprécier ;*

- *qu'au contraire ceux des actionnaires minoritaires qui souhaitent accompagner la stratégie de la Société sont en mesure de rester investis dans un contexte capitalistique stabilisé en bénéficiant du support et de l'expertise d'un investisseur financier reconnu.*

Sur la base de ses travaux, et du rapport de l'Expert Indépendant, le comité ad-hoc a considéré que l'Offre était conforme aux intérêts de la Société et de ses salariés. Il considère également que l'Offre est conforme à l'intérêt des actionnaires, en ce que l'Offre permet à ceux qui souhaitent la liquidité de l'obtenir de manière organisée et dans des conditions plus favorables que celles obtenues par les actionnaires de contrôle, et à ceux qui souhaitent rester exposés aux perspectives de développement, mais aussi aux risques, de la Société de rester investis dans un contexte capitalistique stabilisé en bénéficiant du support et de l'expertise d'un investisseur financier reconnu.

Avis motivé du conseil d'administration

Le Conseil d'administration prend acte des intentions de l'Initiateur figurant dans le Projet de Note d'Information et examine les conséquences de l'Offre pour la Société et ses salariés.

Il examine ensuite les conséquences de l'Offre pour les actionnaires de la Société.

M. Jarrier, en sa qualité de membre du comité ad hoc et de président de séance, rappelle que la mission de l'Expert Indépendant a consisté à établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre en application des dispositions des articles 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF et conformément à l'Instruction AMF DOC-2006-08 telle que modifiée le 10 février 2020.

Il rappelle que l'Expert Indépendant a remis son rapport aux membres du Conseil d'administration et lui a présenté les conclusions de son rapport sur le caractère équitable du prix de l'Offre.

Le Conseil d'administration prend acte des observations sur l'Offre d'actionnaires de la Société et des commentaires de l'Expert Indépendant sur ces observations qui sont indiquées dans son rapport.

Il prend acte de la lettre d'affirmation signée par le Président Directeur Général et M. Charles-Ernest Armand, directeur financier, communiquée à l'Expert Indépendant à sa demande, et rappelle que le plan d'affaires, qui a été approuvé par le Conseil le 25 août 2020 et communiqué à l'Expert Indépendant, traduit la meilleure estimation possible des prévisions de la société et qu'il n'existe pas d'autres données prévisionnelles pertinentes.

Le Président rappelle que le comité ad hoc a présenté les travaux du comité et ses recommandations au Conseil.

Le Conseil d'administration prend acte des observations du comité ad hoc et de l'avis favorable de ce dernier sur l'Offre ainsi que des conclusions de l'Expert Indépendant.

Le Conseil d'administration note en particulier :

- *que l'initiateur a déclaré s'inscrire dans une logique de prolongement de la stratégie de la Société qui bénéficiera du support et de l'expertise d'Argos ;*

- *que l'Offre ne devrait pas avoir d'impact significatif sur la politique poursuivie par EPC en matière d'emploi et que les cinq instances représentatives du personnel du groupe EPC, consultées à l'occasion de la signature du contrat d'acquisition de la société E.J. Barbier, ont rendu quatre avis favorables (EPC-France, Prodemo, Occamiante, Occamat) et un avis neutre (ATD) ;*

- *que l'initiateur a indiqué que la politique de dividendes serait déterminée en fonction des opportunités et des capacités financières de la Société, mais que, compte tenu des pertes résultant de la crise sanitaire liée à la Covid-19, telles que matérialisées dans les comptes au 30 juin 2020, l'initiateur n'envisage pas la reprise de la distribution de dividende à court terme ;*

- *que l'accord des actionnaires d'E.J. Barbier pour céder leur participation à l'initiateur résulte d'un processus organisé et compétitif mené par une banque d'affaires au terme duquel la proposition de 4 Décembre a été retenue ;*

- *que si l'accord prévoit le réinvestissement de certains cédants et l'entrée au capital de managers au niveau de 4 Décembre, le réinvestissement concernant environ un quart des actions actuellement détenues par les cédants au capital d'E.J. Barbier, l'expert n'a pas identifié dans les accords liés au réinvestissement et à l'entrée au capital de managers, de clauses inhabituelles ni de dispositions susceptibles de préjudicier aux intérêts des actionnaires dont les titres sont visés par l'Offre ;*

– *prend acte de la recommandation du Comité ad hoc qui a unanimement considéré que l'Offre était conforme aux intérêts de la Société ainsi qu'à ceux des actionnaires et des salariés et a recommandé, en conséquence, au Conseil d'administration de rendre un avis favorable sur l'Offre ; et*

– *estime que l'Offre permet à ceux qui souhaitent la liquidité de l'obtenir de manière organisée et dans des conditions plus favorables que celles obtenues par les actionnaires de contrôle, et à ceux qui souhaitent rester exposés aux perspectives de développement, mais aussi aux risques, de la Société de rester investis dans un contexte capitalistique stabilisé en bénéficiant du support et de l'expertise d'un investisseur financier reconnu.*

***

A l'issue de cet exposé, les débats sont ouverts.

Au vu des éléments qui précèdent, le Conseil d'administration, à l'unanimité de ses membres présents ou représentés :

– *considère que l'Offre est conforme aux intérêts de la Société et de ses salariés ;*

– *considère que l'Offre est conforme à l'intérêt des actionnaires, en ce que l'Offre permet à ceux qui souhaitent la liquidité de l'obtenir de manière organisée et dans des conditions plus favorables que celles obtenues par les actionnaires de contrôle, et à ceux qui souhaitent rester exposés aux perspectives de développement, mais aussi aux risques, de la Société de rester investis dans un contexte capitalistique stabilisé en bénéficiant du support et de l'expertise d'un investisseur financier reconnu ;*

– *décide à l'unanimité d'émettre un avis favorable sur l'Offre et recommande aux actionnaires de la Société qui souhaitent la liquidité d'apporter leurs actions à l'Offre ;*

– *prend acte que l'Offre ne vise pas les 16.102 actions auto-détenues, représentant 9,56 % du capital et des droits de vote théoriques de la Société, et décide en tant que de besoin qu'elles ne seront pas apportées à l'Offre ;*

– *approuve à l'unanimité le Projet de Note en Réponse qui lui a été présenté et donne tous pouvoirs au Président Directeur Général, avec faculté de délégation, pour le finaliser et le déposer auprès de l'AMF ;*

– *donne tous pouvoirs au Président 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 » relatif 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 ou utile pour la bonne réalisation de l'Offre (en ce compris la publication de tout communiqué de presse requis par la réglementation).*

Il est rappelé qu'étant parties prenantes à la Transaction, les administrateurs liés à EJ Barbier (Mesdames Jacqueline Dutheil de la Rochère, Isabelle de Brancion, Elisabeth Labroille et Messieurs Paul de Brancion et Aurélien Krejbich) et Monsieur Olivier Obst se sont abstenus de participer aux délibérations relatives à l'avis motivé et qu'ils n'ont participé au vote que dans la mesure nécessaire pour assurer sa régularité, eu égard aux conditions de quorum, en votant unanimement dans le sens des recommandations formulées par le comité ad hoc. »

3. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

A la date de l'adoption de l'avis motivé, le 17 décembre, et jusqu'à la date de réalisation de cession du Bloc de Contrôle le 17 décembre, le Conseil d'administration était constitué de la manière suivante :

- Monsieur Olivier Obst, Président-directeur général (250 actions) ;
- Monsieur Paul de Brancion, administrateur (20 actions) ;
- Madame Jacqueline Dutheil de la Rochère, administrateur (20 actions) ;
- Monsieur Patrick Jarrier, administrateur indépendant (20 actions) ;
- Monsieur Laurent Leriche, administrateur indépendant (20 actions) ;
- Madame Nathalie Brunelle Soulas, administrateur indépendant (20 actions) ;
- Monsieur Aurélien Krejbich, administrateur (67 actions) ;
- Madame Isabelle Chatel de Brancion, administrateur (20 actions) ;
- Madame Elisabeth Labroille, administrateur (20 actions) ;

Monsieur Obst a apporté à 4 Décembre la totalité de ses actions EPC, à l'exception de 20 actions qu'il a conservées conformément aux stipulations du Règlement Intérieur du Conseil d'administration, sur la base d'un prix par action EPC de 363 euros, égal au prix de cession consenti par les actionnaires d'EJ Barbier.

Il est également précisé que les Actions détenues par Paul de Brancion, Jacqueline Dutheil de la Rochère, Aurélien Krejbich, Isabelle Chatel de Brancion et Elisabeth Labroille ont été transférées concomitamment dans le cadre du transfert du Bloc de Contrôle.

Madame Nathalie Soulas-Brunelle et Monsieur Patrick Jarrier indiquent leur intention de conserver leurs actions conformément aux stipulations du règlement intérieur du Conseil d'administration de la Société aux termes duquel les administrateurs de la Société doivent détenir au moins 20 actions de la Société.

Monsieur Laurent Leriche indique quant à lui son intention de ne pas apporter ses 20 actions à l'Offre.

Conformément aux termes du Contrat d'Acquisition, le conseil d'administration de la Société lors de sa réunion du 17 décembre 2020, a décidé de modifier sa composition comme suit :

- Monsieur Paul de Brancion, Madame Jacqueline Dutheil de la Rochère, Madame Isabelle Chatel de Brancion, Madame Elisabeth Labroille et Monsieur Aurélien Krejbich ont démissionné de leurs mandats d'administrateurs ;
- Madame Anna-Krain Portunato, Argos Wityu SAS avec Madame Yasmine Karger pour représentante permanente, Monsieur Louis Godron et Monsieur Thomas Ribéreau ont été cooptés par le Conseil d'administration de la Société.

Monsieur Laurent Leriche a également démissionné de son mandat d'administrateur de la Société pour motifs personnels.

A la date du dépôt du Projet de Note en Réponse, le Conseil d'administration est composé comme suit :

- Monsieur Olivier Obst détient 20 Actions de la Société ;
- Monsieur Patrick Jarrier détient 20 Actions de la Société ;
- Madame Nathalie Brunelle Soulas détient 20 Actions de la Société.
- Madame Anna-Karin Portunato détient 20 Actions de la Société.
- Argos Wityu SAS, avec Madame Yasmine Karger pour représentante permanente, détient 20 Actions de la Société.
- Monsieur Louis Godron détient 20 Actions de la Société.
- Monsieur Thomas Ribéreau détient 20 Actions de la Société.

Compte tenu des stipulations du Règlement Intérieur du Conseil d'administration imposant aux administrateurs de détenir 20 actions de la Société, aucun des membres du Conseil d'administration nouvellement composé n'apportera ses Actions à l'Offre.

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

A la date du présent projet de note en réponse, la Société détient 16.102 Actions, qui ne sont pas visées par l'Offre. Ces Actions sont en effet assimilées aux Actions détenues par l'Initiateur en application de l'article L.233-9, I 2° du Code de commerce. Le Conseil d'administration de la Société a pris acte de cette situation et en conséquence a décidé de ne pas apporter ces Actions à l'Offre.

5. AVIS DU COMITE SOCIAL ET ECONOMIQUE

L'opération a donné lieu à la consultation des cinq instances représentatives du personnel du groupe EPC. Ils ont rendu quatre avis favorables (EPC-France, Prodemo, Occamiante, Occamat) au principe de transfert du Bloc de Contrôle et de l'Offre et un avis neutre (ATD).

Il n'y avait pas lieu de réunir le Comité Social et Economique conformément à l'article L.2323-35 et suivants du Code du Travail dès lors qu'il n'existe pas de Comité Social et Economique au sein de la Société.

6. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

Sur recommandation de son comité ad hoc d'administrateurs indépendants, constitué aux fins, d'une part, de proposer l'expert indépendant qui sera ensuite désigné par le Conseil d'administration de la Société pour établir un rapport sur le caractère équitable des conditions financières de l'offre publique d'achat simplifiée, et d'autre part d'assurer la supervision de la mission de l'expert indépendant, le Conseil d'administration de la Société réuni le 13 janvier 2020 a, en application des dispositions de l'article 261-1 I. 1°, 2° et 4° du Règlement Général de l'AMF, désigné le cabinet Ledouble, représenté par Madame Agnès Piniot, en qualité d'expert indépendant afin d'établir un rapport sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre (l' « **Expert Indépendant** »).

Les conclusions de ce rapport, qui est intégralement reproduit en Annexe 1 du présent projet de note en réponse sont les suivantes :

« *À l'issue de notre mission, nous constatons que :*

- *le Prix d'Offre se positionne en-deçà de la fourchette des valeurs obtenues en modélisant le scénario « intermédiaire » du Plan d'Affaires Management, ainsi que de l'actif net comptable exprimé en valeur par Action ;*
- *l'endettement du Groupe pèse actuellement sur la valeur de l'Action ; en supposant que le Groupe parvienne à atteindre les objectifs fixés par sa Direction, l'éventuel désendettement pourrait constituer un effet de levier susceptible d'accroître la création de valeur pour les actionnaires ne souhaitant pas apporter leurs titres à l'Offre ;*
- *le Prix d'Offre est inférieur au cours de bourse observé au cours des cinq dernières années.*

Nous notons toutefois que :

- *au cours des derniers exercices, les réalisations du Groupe ont été en retrait par rapport aux prévisions antérieures ;*
- *le contexte économique dans lequel intervient l'Offre renforce le risque d'aléas, justifiant la pluralité des scénarios préparés par la Direction et approuvés par le Conseil d'Administration du 25 août 2020 ;*
- *le cours de bourse ne constitue pas une référence pertinente pour apprécier la valeur de l'Action, compte tenu de la très faible liquidité sur le marché et du poids significatif des transactions réalisées par le principal actionnaire minoritaire.*

Nous relevons par ailleurs que :

- *le Prix des actions E.J. Barbier accepté par les Cédants pour la cession du Bloc de Contrôle résulte d'un processus compétitif de cession et constitue une valeur de référence ;*
- *l'ensemble des scénarios qui sous-tendent l'Evaluation Multicritère traduisent des objectifs de développement volontaristes ;*
- *le Prix d'Offre se positionne au centre de la fourchette des valeurs obtenues en DCF à partir du scénario de « reprise lente » du Plan d'Affaires Management, et dans la fourchette des valeurs obtenues dans le Scénario alternatif Ledouble ;*
- *les actionnaires peuvent choisir d'apporter leurs titres à l'Offre ou de se maintenir au capital de la Société ;*
- *la mise en œuvre de l'Offre présente l'intérêt, pour les actionnaires minoritaires, d'obtenir à court terme et dans un contexte de marché perturbé, une fenêtre de liquidité avec une prime minimum de 10% par rapport à la valeur implicite par Action acceptée par les Cédants pour la cession du Bloc de Contrôle.*

Au vue de l'ensemble de ces éléments d'appréciation, et à l'issue de nos travaux d'évaluation :

- *nous sommes d'avis que le Prix d'Offre de 400 € coupon attaché est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires d'EPC souhaitant apporter leurs titres à l'Offre ;*
- *nous n'avons pas identifié dans les Accords Connexes de dispositions susceptibles de préjudicier aux intérêts des actionnaires d'EPC dont les Actions sont visées par l'Offre.* »

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

Les développements ci-dessous ont été notamment établi sur la base des éléments contenus dans le Projet de Note d'Information.

7.1 Contrat d'acquisition

(a) Actions transférées au titre du Contrat d'Acquisition

Le contrat d'acquisition signé le 13 janvier 2020, tel que modifié par avenants en date du 29 mai 2020, 25 septembre 2020, 12 novembre 2020 et 17 décembre 2020 (le « **Contrat d'Acquisition** ») prévoyait l'acquisition par 4 Décembre de 100% du capital d'E.J. Barbier, à travers (i) la cession par les actionnaires d'E.J. Barbier à 4 Décembre de 11.863 actions en pleine propriété, 1.449 actions en nue-propriété et 1.449 droits d'usufruit représentant ensemble un total de 13.312 actions E.J. Barbier (les « **Actions Cédées** »), et (ii) l'apport par certains actionnaires d'E.J. Barbier à 4 Décembre de 2.146 actions en pleine propriété, 2.168 actions en nue-propriété et 2.168 droits d'usufruit représentant ensemble un total de 4.314 actions E.J. Barbier (les « **Actions Apportées** »).

Par ailleurs, les actionnaires d'E.J. Barbier détenant des Actions d'EPC ou de filiales d'EPC en direct se sont engagés irrévocablement à les céder en totalité[16] à l'acquéreur dans le cadre du Bloc de Contrôle, au prix de 363 euros par Action.

Dans le cadre du Contrat d'Acquisition, les actionnaires d'E.J. Barbier ont consenti à 4 Décembre un certain nombre de garanties portant sur l'actif et le passif d'E.J. Barbier et d'EPC. En garantie de ces engagements, les actionnaires d'E.J. Barbier ont consenti à 4 Décembre :

(i) qu'une somme de 3.776.239,65 euros soit retenue sur le prix des Actions Cédées, sur lequel 4 Décembre pourra imputer par compensation toutes sommes exigibles payables par les vendeurs des Actions Cédées au titre de leurs obligations. La somme retenue, ou le cas échéant son reliquat (et sous réserve du montant des éventuelles indemnisations au titre des réclamations en cours), sera reversée aux vendeurs des Actions Cédées en deux temps : (x) le 30 juin 2022 sera reversée la différence positive entre le reliquat de la somme retenue à cette date et 67% de son montant initial et (y) le 30 juin 2024 sera reversé 100% du reliquat de la somme retenue. Les sommes ainsi payées seront majorées lors de leur remboursement d'un intérêt annuel capitalisé de 2,5%. En contre garantie, les vendeurs des Actions Cédées se sont vu consentir un nantissement sur une quotité d'actions E.J. Barbier détenues par 4 Décembre pour un montant égal à 110% de la créance de Somme Retenue.

(ii) des promesses de vente portant sur 6% des actions de 4 Décembre souscrites par les Vendeurs Réinvestisseurs en contrepartie de leurs Actions Apportées, pour un prix global symbolique de 1€. Le nombre d'actions sous promesse sera progressivement réduit à 67 % le 30 juin 2022[17] et à 0 le 30 juin 2024, sous réserve du montant des éventuelles indemnisations au titre des réclamations en cours.

(b) Conditions suspensives ou préalables à la réalisation du transfert du Bloc de Contrôle

[16] Soit à la connaissance de l'Initiateur, un total de 4.378 Actions EPC.
[17] Sous réserve que le nombre d'Actions sous Promesse à cette date soit supérieur à 67% de leur nombre initial.

Le Contrat d'Acquisition prévoyait notamment les conditions suspensives suivantes :

- l'obtention d'autorisations réglementaires en France et au Luxembourg. 4 Décembre a obtenu l'autorisation du Ministre chargé de l'Economie au titre du contrôle des investissements étrangers (voir Communiqué de la Société du 12 Novembre 2020) et la Société a obtenu l'autorisation du Commissariat aux Assurances du Luxembourg[18] ;

- l'obtention d'autorisations au titre du contrôle des concentrations en France et au Maroc. Elles ont été obtenues sans condition en France, le 5 février 2020 et au Maroc, le 27 mars 2020 ;

- l'homologation définitive d'un accord transactionnel mettant fin aux actions en comblement de passif engagées à l'encontre du groupe EPC dans le cadre de l'affaire Stips/U2C. Un protocole transactionnel mettant fin au litige a été signé et a été homologué par deux jugements du Tribunal judiciaire de Thionville, en date du 17 juillet 2020 (voir Communiqués de presse de la Société des 3, 22 et 30 septembre 2020) ;

- la remise par l'Expert d'un rapport concluant au caractère équitable des conditions financières de l'Offre. Ce rapport concluant au caractère équitable des conditions financières de l'Offre Publique d'Acquisition Simplifiée conformément aux dispositions des articles 261-1 et 262-1 du règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers a été remis par l'Expert le 17 décembre 2020.

- l'obtention d'un avis motivé positif du Conseil d'administration de la Société sur les conséquence de l'Offre sur la Société, ses actionnaires et ses salariés. Le 17 décembre 2020, le Conseil d'administration a rendu un avis motivé positif[19].

- la convocation par le Conseil d'administration d'une assemblée générale des actionnaires pour statuer sur la conversion des Parts de Fondateur en actions. 4 Décembre souhaitant reporter sa décision quant à la conversion des Parts de Fondateur postérieurement à la clôture de l'Offre, elle a renoncé à cette condition suspensive.

Préalablement au transfert du Bloc de Contrôle, des biens immobiliers détenus par E.J. Barbier ont été attribués ou cédés) certains actionnaires d'E.J. Barbier pour un prix de marché. Le prix du Bloc de Contrôle ayant été fixé sur la base d'une évaluation d'E.J. Barbier ne tenant pas compte de la valeur de ces biens immobiliers à l'actif d'E.J. Barbier, cette cession par E.J. Barbier de ces actifs immobiliers à certains de ses actionnaires n'est pas assimilable à un complément de prix et n'est pas susceptible de remettre en cause la pertinence du Prix d'Offre.

(c) Prix, ajustement du prix et droit de suite

Le Bloc de Contrôle a été acquis par 4 Décembre à un prix par action E.J. Barbier de 4.674,74 euros par Action, calculé sur la base (i) d'une valeur des Actions de la Société détenues par E.J. Barbier de 363 euros par Action, (ii) d'une valeur des Parts de

[18] Voir communiqué du 18 juin 2020
[19] Voir section 2 du Projet de Note en Réponse

Fondateur détenues par E.J. Barbier évaluée sur la base d'un taux de conversion de 1,30 Action par Part de Fondateur et (iii) du montant de la trésorerie nette d'E.J. Barbier.

Ce prix a été ajusté à la baisse à la date de réalisation du transfert du Bloc de Contrôle pour prendre en compte la réalisation au niveau d'EPC d'un risque spécifique couvert par la garantie d'actifs et de passifs consentie par les vendeurs. Cet ajustement d'un montant de 381.049 euros correspond, par transparence à un ajustement de 3,21 euros par Action EPC retenu dans le cadre de la valorisation du Bloc de Contrôle.

Le Contrat d'Acquisition ne prévoit aucun complément de prix ni droit de suite au bénéfice des Vendeurs. En revanche, il est susceptible d'être réduit à concurrence de 4.618.951 euros supplémentaires (soit une réduction de prix supplémentaire de 38,94 euros] par Action EPC) dans le cas où certaines garanties consenties par les Vendeurs sur la situation du groupe EPC viendraient à être mises en œuvre.

7.2 Réinvestissement des Vendeurs

A la date du transfert du Bloc de Contrôle, les Vendeurs Réinvestisseurs ont souscrit au capital de 4 Décembre, par apport de 2.146 actions en pleine propriété, 2.168 actions en nue-propriété et 2.168 droits d'usufruit représentant ensemble un total de 4.314 actions E.J. Barbier, rémunéré par 1.003.195 actions en pleine propriété, 1.013.478 actions en nue-propriété et 1.013.478 droits d'usufruit représentant ensemble un total de 2.016.673 actions ordinaires 4 Décembre, représentant 36,60% du capital et des droits de vote d'E.J. Barbier, en application des stipulations du Contrat d'Acquisition. Cet apport a été réalisé pour une valeur d'apport correspondant au prix par action E.J. Barbier payé dans le cadre du transfert du Bloc de Contrôle
La répartition du capital et des droits de vote de 4 Décembre à la date du Projet de Note en Réponse est décrite au paragraphe 1.3.4 de la Note d'Information.

7.3 Investissement des Managers

A la date du transfert du Bloc de Contrôle, un groupe de 47 Managers ont investi au capital de 4 Décembre.

Cet investissement prend la forme d'actions ordinaire et d'actions de préférence :

- des actions ordinaires identiques aux actions détenues par les Fonds Argos et les Vendeurs Réinvestisseurs (actions dites Pari-Passu), et
- des actions de préférence gratuites « Macron » dont l'attribution définitive est conditionnée à la réalisation de performances financières de l'investissement réalisé.

Ce mécanisme d'actions de préférence gratuites, dont la valeur est par nature aléatoire, ne contient aucun mécanisme ou arrangement assimilable à un complément de prix ou susceptible de remettre en cause la pertinence du Prix d'Offre ou l'égalité de traitement des actionnaires minoritaires de la Société, et ne fait apparaître aucun prix de sortie garanti pour aucun Manager.

L'investissement a été réalisé (i) concernant Monsieur Olivier Obst, par apport en nature de ses 230 Actions EPC à 4 Décembre, à une valeur correspondant à celle retenue pour les besoins de la détermination du prix par action E.J. Barbier payé dans le cadre du transfert du Bloc de Contrôle et par apport en numéraire et (ii) pour tous les autres Managers, par apport en numéraire.

Les Managers possèdent à la date du transfert du Bloc de Contrôle, 4,3% du capital de 4 Décembre et pourront, sous réserve de l'atteinte d'objectifs financiers, bénéficier d'actions gratuites pouvant représenter jusqu'à 10% du capital de 4 Décembre.

A l'exception du réinvestissement de Monsieur Olivier Obst, cet investissement a été effectué exclusivement en numéraire, les Managers n'ayant apporté ni cédé aucune Action dans ce cadre.

Les Managers ont par ailleurs consenti à Argos des promesses de vente en cas de cessation par le Manager des fonctions qu'il exerce au sein du groupe, pour un prix d'exercice de la promesse de vente variant en fonction des hypothèses de départ.

Les Managers ne bénéficient d'aucune garantie de liquidité de leur investissement ni d'aucune condition de prix de sortie garanti. Dans certains cas particuliers, tels que notamment décès, invalidité permanente, retraite à l'âge légal au taux plein ou agréée par le conseil de surveillance ou sortie du groupe de la société qui l'emploie, chaque Manager (ou ses ayants droit) bénéficie d'une promesse d'achat de la totalité de ses titres consentie par 4 Décembre à la valeur de marché et, s'agissant des actions de préférence gratuites, à un prix global de 1 euro.

7.4 Pacte d'Associés et statuts de 4 Décembre

Les associés de 4 Décembre ont conclu, le 17 décembre 2020, un pacte d'associés pour une durée de douze années (le « **Pacte d'Associés** »).

Le Pacte d'Associés est non concertant. Ses stipulations ne contiennent aucune clause assimilable à un complément de prix ou susceptible de remettre en cause la pertinence du Prix d'Offre ou l'égalité de traitement des actionnaires minoritaires de la Société, et ne font apparaître aucun prix de sortie garanti que ce soit pour les Vendeurs Réinvestisseurs ou pour les Managers.

Le Pacte d'Associés et les statuts de 4 Décembre ont pour objet principal d'organiser les règles particulières s'appliquant entre les associés de 4 Décembre en vertu des principales clauses suivantes :

(a) Règles applicables aux transferts de titres

Le Pacte d'Associés et les statuts 4 Décembre prévoient les principales stipulations suivantes s'appliquant au transfert des titres de 4 Décembre :

- une inaliénabilité temporaire des titres détenus par les Managers pour une durée de quatre ans à compter de la date de l'acquisition du Bloc de Contrôle, à l'issue de laquelle bénéficieront, pour chaque transfert de titres par un Manager, (i) les autres Managers d'un droit de préemption de premier rang, et (ii) les Fonds Argos d'un droit de préemption de second rang et (iii) les Vendeurs Réinvestisseurs d'un droit de préemption de troisième rang ;
- un droit de cession conjointe totale au profit des Managers en cas de transfert de titres par les Fonds Argos résultant en un changement de contrôle de 4 Décembre ;
- un droit de cession conjointe proportionnelle au profit des Vendeurs Réinvestisseurs et des Managers en cas de transfert de titres par les Fonds Argos ne résultant pas en un changement de contrôle de 4 Décembre;

- un droit de cession forcée au profit des Fonds Argos (i) des titres des Vendeurs Réinvestisseurs en cas d'offre d'acquisition acceptée par les Fonds Argos et portant sur au moins 50,01% du capital et des droits de vote de 4 Décembre, et (ii) des titres de chaque associé en cas d'offre d'acquisition acceptée par les Fonds Argos et portant sur la totalité des titres de 4 Décembre ;
- certains cas de transferts libres ; et
- une clause d'anti-dilution permettant aux parties au Pacte d'Associés de maintenir leurs participations respectives au capital de 4 Décembre sous réserve de certaines exceptions.

(b) Règles spécifiques applicables à la gouvernance de 4 Décembre, d'E.J. Barbier et d'EPC

Le Pacte d'Associés contient également des stipulations relatives à la gouvernance de 4 Décembre, d'E.J. Barbier et d'EPC, qui complètent les stipulations figurant dans les statuts de ces sociétés.

4 Décembre est administrée par son Président au sens de l'article L.227-6 du Code de commerce. Le Président dirige 4 Décembre sous le contrôle et la supervision d'un conseil de surveillance. Certaines décisions importantes ne peuvent être prises sans l'approbation préalable du conseil de surveillance et/ou du président du conseil de surveillance. La majorité des membres du conseil de surveillance sont désignés par Argos.

Les éléments relatifs à la désignation des membres du conseil de surveillance de 4 Décembre sont détaillés au paragraphe 1.3.5 (b) du Projet de Note d'Information.

7.5 Engagements d'apport à l'Offre

Dans le cadre du transfert du Bloc de Contrôle, les actionnaires d'E.J. Barbier ont cédé à E.J. Barbier un total de 3.360 Actions EPC[20] détenues directement au prix de 363 euros par Action.

Au titre du Contrat d'Acquisition, en tant que de besoin, les Vendeurs se sont engagés irrévocablement à apporter en totalité à l'Offre, au Prix d'Offre, toute Action qu'ils détiendraient directement à la date de l'Offre.

[20] Auxquelles étaient attachés avant leur transfert 6.597 droits de vote, et représentant alors 2% du capital et 2,34% des droits de vote théoriques.

8. ÉLÉMENTS CONCERNANT LA SOCIETE SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

8.1 Structure et répartition du capital

A la date du Projet de Note en Réponse, à la connaissance de la Société, le capital social et les droits de vote de la Société sont répartis comme suit :

Actionnaires	Nombres d'Actions	% du capital	Nombres de droits de vote[21]	% des droits de vote
E.J. Barbier[22]	117.180	69,58%	229.653	81,34%
M. Allan Green et affiliés[23]	19.098	11,34%	19.098	6,76%
EPC (auto-détention)	16.102	9,56%	N/A	N/A
Flottant	16.020	9,51%	17.467	6,19%
Total	168.400	100%	282.320	100%

8.2 Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et au transfert d'actions

8.2.1 Restrictions aux transferts d'actions

Aucune clause des statuts ne limite la libre cession des Actions émises par la Société, celles-ci étant librement négociables, sous réserve des dispositions législatives ou règlementaires en vigueur.

8.2.2 Droit de vote double

L'article 27 des statuts de la Société prévoit l'attribution d'un droit de vote double à toutes les Actions entièrement libérées pour lesquelles il sera justifié d'une inscription nominative depuis cinq ans au moins au nom du même actionnaire.

L'article 27 des statuts de la Société précise également qu'en cas d'augmentation de capital par incorporation de réserves, bénéfices ou primes d'émission, ce droit de vote double est conféré dès leur émission aux Actions nominatives attribuées gratuitement à un actionnaire à raison d'Actions anciennes pour lesquelles il bénéficie de ce droit.

8.3 Clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L.233-11 du Code de commerce

A l'exception des accords décrits à la section 7 du présent Projet de Note en Réponse, à la date du Projet de Note en Réponse, il n'existe, à la connaissance de la Société, aucune convention prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'Actions et portant sur au moins 0,5% du capital et des droits de vote de la Société.

---

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

22 Suite au transfert du Bloc de Contrôle, 4 Décembre détient 100% du capital et des droits de vote d'E.J. Barbier. La répartition du capital et des droits de vote de 4 Décembre est présentée au paragraphe 1.3.4 du Projet de Note d'Information.

23 Concerne M. Allan Green et les sociétés Candel & Partner et Consellior qu'il contrôle. Sur la base de la déclaration AMF n°220C5133 du 25 novembre 2020.

8.4 Participations directes et indirectes dans le capital de la Société dont elle a connaissance en vertu des articles L.233-7 et L.233-12 du Code de commerce

A la date du Projet de Note en Réponse et à la connaissance de la Société, le capital social est réparti ainsi qu'il est indiqué à la section 8.1 ci-dessus.

Depuis le 1er janvier 2020 et à la date du présent Projet de Note en Réponse, l'AMF et la Société n'ont pas reçu de déclaration de franchissements de seuils légaux.

8.5 Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôles spéciaux et description de ceux-ci

A la connaissance de la Société, il n'existe pas de détenteurs de titres comportant des droits de contrôle spéciaux autres que les droits de vote double décrits à la section 8.2.2

8.6 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.

8.7 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

A la date du Projet de Note en Réponse, à l'exception des accords décrits à la section 7 du présent Projet de Note en Réponse, la Société n'a connaissance d'aucun accord entre actionnaires pouvant entraîner des restrictions aux transferts d'Actions et à l'exercice des droits de vote.

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

8.8.1 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration

Conformément à l'article 13 des statuts de la Société, La Société est administrée par un Conseil composé de trois membres au moins et de quinze au plus, pris parmi les associés et nommés par l'Assemblée Générale ; en cas de fusion, ce nombre de quinze pourra être dépassé dans les conditions prévues par la loi.

Le nombre des administrateurs (ou des représentants permanents de personnes morales administrateurs) âgés de plus de 70 ans ne pourra dépasser la moitié arrondie au chiffre immédiatement supérieur des administrateurs en fonction.

Toutefois, lorsque cette proportion est dépassée, l'administrateur (ou le représentant permanent d'une personne morale administrateur) le plus âgé ne sera pas réputé démissionnaire à l'expiration de son mandat si le dépassement de la proportion statutaire résulte de décès ou de démissions survenus depuis la précédente Assemblée Générale Ordinaire, l'Assemblée Générale Ordinaire subséquente devant statuer pour que les dispositions de l'alinéa 2 de l'article 13 des statuts soient respectées.

Les Administrateurs sont nommés pour une durée maximum de six ans ; le Conseil se renouvellera par roulement aussi régulièrement que possible. Les Administrateurs sont rééligibles, ils peuvent être révoqués à tout moment par l'Assemblée Générale Ordinaire.

En cas de vacance d'un ou de plusieurs sièges, le Conseil peut procéder, par cooptation, à des nominations à titre provisoire.

Conformément à l'article 3 du règlement intérieur du Conseil d'administration, chaque administrateur doit être propriétaire d'au moins vingt (20) Actions de la société, et lesdites Actions doivent être inscrites au nominatif.

8.8.2 Modification des statuts de la Société

Conformément à l'article L.225-96 du Code de commerce, l'assemblée générale extraordinaire est seule habilitée à modifier les statuts dans toutes leurs dispositions. Elle ne peut, toutefois, augmenter les engagements des actionnaires, sous réserve des opérations résultant d'un regroupement d'Actions régulièrement effectué.

Conformément aux articles 26 et 30 des statuts de la Société, les assemblées d'actionnaires sont convoquées et délibèrent dans les conditions prévues par le Code de commerce.

8.9 Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'Actions

Le Conseil d'administration détermine les orientations de l'activité de la Société et veille à leur mise en œuvre, en prenant en considération les enjeux sociaux et environnementaux de son activité. Les pouvoirs du Conseil d'administration sont décrits à l'article 19 des statuts de la Société.

Sous réserve des pouvoirs expressément attribués aux assemblées d'actionnaires et dans la limite de l'objet social, il se saisit de toute question intéressant la bonne marche de la Société et règle, par ses délibérations, les affaires qui la concernent.

En dehors des pouvoirs généraux prévus par la loi et des pouvoirs spécifiques prévus par les statuts de la Société, le Conseil d'administration dispose des délégations suivantes en matière d'émission ou de rachat de titres :

L'Assemblée Générale du 20 juin 2019, dans sa 10ème résolution, a autorisé le Conseil d'Administration à faire acheter ses propres Actions par la Société en vue d'animer le marché ou la liquidité de l'action par un prestataire de service d'investissement, dans le respect du Règlement 596/2014 du parlement européen et du conseil européen du 16 avril 2014 sur les abus de marché et dans le cadre d'un contrat de liquidité conforme à la charte de déontologie reconnue par l'AMF.

L'acquisition, la cession ou le transfert des Actions pourra être réalisé à tout moment (sauf en période d'offre publique même intégralement réglée en numéraire visant les titres de la Société) et par tous moyens, sur le marché ou de gré à gré sans pouvoir excéder le prix de marché, y compris par acquisition ou cession de blocs (sans limiter la part du programme de rachat pouvant être réalisée par ce moyen), offres publiques, ou par utilisation d'options ou autres instruments financiers à terme négociés sur un marché réglementé ou de gré à gré ou par l'émission de valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société par conversion, échange, remboursement, exercice d'un bon ou de toute autre manière, dans les conditions prévues par l'Autorité des marchés financiers et dans le respect de la réglementation en vigueur.

Part maximale du capital susceptible d'être acquise en vertu de la présente autorisation : 0,50% (ce pourcentage s'appliquant à un capital ajusté en fonction des opérations l'affectant postérieurement à l'assemblée générale du 20 juin 2019)

Prix maximum d'achat (hors frais) par action : 1 800 euros, soit un montant global affecté au rachat de 1 515 600 euros

Durée de l'autorisation : 18 mois

Le total des Actions détenues à une date donnée ne peut pas dépasser 10% du capital social existant à cette même date.

La Conseil d'administration n'a pas à la date du présent document utilisé cette faculté.

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

Néant.

8.11 Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d'administration, les dirigeants ou les principaux salariés de la Société en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique

Le Conseil d'administration, sur proposition du Comité des rémunérations, peut décider d'attribuer une indemnité au Président Directeur Général à l'occasion et à raison de la cessation de son mandat, dans les conditions suivantes :

- il ne peut bénéficier d'une indemnité qu'en cas de départ contraint, quelle que soit la forme de la cessation de son mandat (démission sollicitée, non renouvellement, révocation) à l'exclusion des cas de révocation pour faute grave ou lourde. Aucune indemnité ne peut lui être attribuée en cas de départ à l'initiative de l'intéressé pour exercer d'autres fonctions dans un autre groupe, ou s'il fait valoir ses droits à la retraite ;
- l'attribution d'une indemnité de cessation de mandat est exclue lorsque la Société est en situation d'échec ou lorsque le Président Directeur Général est lui-même en situation d'échec dans l'exercice de son mandat ; il appartient au Conseil d'administration d'apprécier souverainement et de caractériser, par une décision spécialement motivée, que ni la Société ni le Président Directeur Général ne sont dans une telle situation ; pour apprécier l'absence de situation d'échec du Président Directeur Général et déterminer le montant de l'indemnité, le Conseil d'administration peut prendre en compte, notamment, le niveau des rémunérations variables attribuées, le cas échéant, au Président Directeur Général au cours du ou des exercices précédents ;
- le montant global des indemnités versées à raison du départ (en ce compris, le cas échéant, toutes indemnités versées à raison de la cessation du contrat de travail, hors indemnités de congés payés) ne peut dépasser l'équivalent de 24 mois de la rémunération mensuelle moyenne perçue au titre des trois dernières années civiles d'activité.

Le Président Directeur Général peut bénéficier d'une indemnité de non-concurrence. En vertu de l'article R. 225-29-1 III du Code de commerce le versement de cette indemnité de non-concurrence est exclu dès lors que le Président Directeur Général fait valoir ses droits à la retraite.

Monsieur Olivier Obst, Président Directeur Général, est lié à la Société par une convention de non concurrence lui interdisant d'exercer, directement ou indirectement ou par personne interposée, en sa qualité de mandataire social, salarié ou prestataire de service, une quelconque activité dans le secteur de la production et la vente d'explosifs à usage industriel civil ou du forage minage, dans tout pays où le groupe EPC exercera directement une telle activité à la date d'entrée en vigueur de son obligation de non concurrence, ainsi que dans l'activité de la

déconstruction de bâtiments en France métropolitaine tant que le groupe EPC y exerce cette activité, pendant une durée de 3 ans à compter de la plus tardive des dates de cessation de ses mandats sociaux dans le groupe EPC ou de son contrat de travail.

En contrepartie de cette obligation de non-concurrence, Monsieur Olivier Obst percevra une indemnité d'un montant égal à 24 mois de rémunération brute fixe et variable, calculée sur la base des rémunérations perçues au cours des 12 mois précédent la cessation de ses mandats de président et directeur général de la Société au titre de l'ensemble de ses mandats sociaux dans le groupe EPC et payable en trois annuités d'égal montant.

9. MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE

Conformément à l'article 231-28 du Règlement Général de l'AMF, les autres informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société feront l'objet d'un document spécifique déposé auprès de l'AMF et mis à la disposition du public selon les modalités propres à assurer une diffusion effective et intégrale, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre.

10. PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE

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

Monsieur Olivier Obst,

Président-Directeur Général

ANNEXE 1

RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

Ledouble

Société Anonyme d'Explosifs et de Produits Chimiques

Tour Initiale
1 Terrasse Bellini
CS 70222
92935 Paris la Défense Cedex

OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE

ATTESTATION D'EQUITE

Ledouble SAS – 8, rue Halévy – 75009 PARIS
Tél. 01 43 12 84 85 – E-mail info@ledouble.fr
Société d'expertise comptable et de commissariat aux comptes
Inscrite au Tableau de l'Ordre des experts comptables et à la Compagnie des commissaires aux comptes de Paris
Société par actions simplifiée au capital de 438 360 €
RCS PARIS B 392 702 023 – TVA Intracommunautaire FR 50 392 702 023

SOMMAIRE

1. INTRODUCTION 8
1.1. Contexte et termes de l'Opération 9
1.2. Contours de la mission d'expertise indépendante 10
1.3. Indépendance et compétence de Ledouble 10
1.4. Diligences effectuées 11
1.5. Limites de la Mission 13
1.6. Plan du Rapport 13
1.7. Conventions de présentation 13

2. PRESENTATION DE L'OPERATION 14
2.1. Parties prenantes à l'Opération 14
2.2. Séquencement de l'Opération 15
2.3. Répartition du capital et des droits de vote et périmètre de l'Offre 17
2.4. Financement de l'Offre 18
2.5. Accords Connexes 18

3. PRESENTATION DU GROUPE 20
3.1. Aperçu des activités du Groupe 20
3.2. Environnement du Groupe 22
3.3. Analyse historique de la performance du Groupe 25
3.4. Matrice SWOT 33

4. ÉVALUATION MULTICRITERE DE L'ACTION 34
4.1. Données structurant l'évaluation de l'Action 34
4.2. Références et méthodes d'évaluation écartées 40
4.3. Valeur implicite des Actions dans le cadre du Projet d'Acquisition 43
4.4. Méthodes d'évaluation retenues 45
4.5. Positionnement du Prix d'Offre par rapport à l'ANC 60
4.6. Synthèse de l'Évaluation Multicritère et appréciation des primes induites par le Prix d'Offre 61

5. EXAMEN DES OBSERVATIONS FORMULEES PAR DES ACTIONNAIRES MINORITAIRES 63

6. ANALYSE DES ELEMENTS DE VALORISATION DE L'ÉTABLISSEMENT PRESENTATEUR 66

6.1. Nombre d'actions retenu pour le calcul de la valeur par Action 66
6.2. Références et méthodes d'évaluation écartées 66
6.3. Références et méthodes d'évaluation retenues 67
6.4. Évaluation intrinsèque en DCF 67
6.5. Évaluation analogique par les comparables boursiers 69
6.6. Synthèse 70

7. EXAMEN DES ACCORDS CONNEXES 71

7.1. Projet d'Acquisition 71
7.2. Réinvestissement 72
7.3. Synthèse 74

8. CONCLUSION 75

ANNEXES 77

GLOSSAIRE, SIGLES ET ACRONYMES

Action(s)	Action(s) de la Société
Accords Connexes	Accords et opérations liés à l'Offre
AMF	Autorité des Marchés Financiers
AMOA	Afrique – Moyen Orient – Asie
ANC	Actif Net Comptable
ANR	Actif Net Réévalué
Arex	Arabian Explosives
Argos	Société de gestion Argos Wityu SAS ou entité(s) contrôlée(s) par celle-ci
Attestation d'Équité	Conclusion du Rapport
BFR	Besoin en Fonds de Roulement
Bloc de Contrôle	Actions E.J. Barbier détenues par les Cédants et visées par le Contrat de Cession d'Actions et ses avenants
BP	*Business Plan*
CDS	*Credit Default Swap*
Cédants	Actionnaires de la holding familiale E.J. Barbier
Cible	EPC
CMPV	Cours Moyen Pondéré par les Volumes
COE	*Cost of Equity*
Collège d'Experts	Collège d'experts désignés dans le cadre du projet de conversion des Parts de Fondateur
Comité Ad Hoc	Comité ad hoc au sein du Conseil d'Administration en charge du suivi des travaux de l'Expert Indépendant
Comparables Boursiers	Panel de sociétés constitué pour l'évaluation analogique de l'Action par les multiples boursiers (AECI, Incitec Pivot et Orica)
Conseil d'Administration	Conseil d'administration de la Société
Conseil financier des Cédants	Rothschild & Cie
Conseil financier de 4 Décembre SAS	Finexsi
Conseils juridiques des Cédants	Brandford Griffith & Associés et Fidufrance
Conseil juridique du Comité Ad Hoc	Gide Loyrette Nouel A.A.R.P.I.
Conseil juridique de 4 Décembre SAS	Linklaters LLP

Conseil juridique de la Société	Villey Girard Grolleaud A.A.R.P.I.
Conseils	Conseils financiers et/ou juridiques des parties prenantes à l'Opération
Contrat de Cession d'Actions	Contrat de cession d'Actions conclu le 13 janvier 2020 entre les Cédants et 4 Décembre SAS dans le cadre du Projet d'Acquisition
DCF	*Discounted Cash Flow*
DDM	*Dividend Discount Model*
Deuxième Lettre Avenant	Deuxième avenant au Contrat de Cession d'Actions, en date du 25 septembre 2020
Direction	Management d'EPC
EBITDA	*Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation & Amortization* Indicateur de performance présenté par Ledouble, correspondant au résultat opérationnel courant avant dotations aux amortissements et aux dépréciations nettes de reprises et hors incidence des participations mises en équivalence
EBIT	*Earnings Before Interests & Taxes* Indicateur de performance présenté par Ledouble, correspondant au résultat opérationnel courant hors incidence des participations mises en équivalence
EBITDA Ajusté	EBITDA majoré de la quote-part du résultat net des participations mises en équivalence
EBIT Ajusté	EBIT majoré de la quote-part du résultat net des participations mises en équivalence
E.J. Barbier	Holding de contrôle de la Société
EPC	Société Anonyme d'Explosifs et de Produits Chimiques
Établissement Présentateur	Natixis
Évaluation Multicritère	Évaluation multicritère de l'Action
Expert Indépendant	Ledouble
Groupe	Société, filiales, sociétés associées et co-entreprises
Horizon Explicite	2020-2025
IFRS	*International Financial Reporting Standards*
Initiateur	E.J. Barbier, qui sera contrôlée par 4 Décembre SAS au moment du lancement de l'Offre
Ledouble	Ledouble SAS
Lettres Avenants	Première Lettre Avenant, Deuxième Lettre Avant et Troisième Lettre Avenant au Contrat de Cession d'Actions
Lettre Complémentaire	Lettre signée le 13 janvier 2020, en complément du Contrat de Cession d'Actions
LTM	*Last Twelve Months*
Managers	Dirigeants, cadres et salariés du Groupe visés par le projet de Pacte d'Actionnaires
MCS	Modern Chemical Services

MEDAF	Modèle d'Evaluation des Actifs Financiers
MEE	Participations mises en équivalence
Mission	Expertise indépendante de Ledouble dans le cadre de l'Offre
n.a.	Non applicable
Nombre Ajusté d'Actions	Nombre d'Actions émises par la Société, minoré du nombre d'Actions auto-détenues, et majoré du nombre d'Actions qui résulterait de la conversion des Parts de Fondateur
OAT	Obligations Assimilables du Trésor
Offre	Offre publique d'achat simplifiée initiée par E.J. Barbier sur les Actions
Opération	Ensemble des étapes et des opérations induites par le Projet d'Acquisition, le Réinvestissement et l'Offre
Pacte d'Actionnaires	Pacte à conclure entre les actionnaires de 4 Décembre SAS
Parts de Fondateur	Parts de fondateur émises par la Société
PER	*Price Earning Ratio*
Plan d'Affaires Argos	Plan d'affaires établi par Argos
Plan d'Affaires Management	Plan d'affaires établi par la Direction et approuvé par le Conseil d'Administration du 25 août 2020
Première Lettre Avenant	Premier avenant au Contrat de Cession d'Actions, en date du 29 mai 2020
Prix d'Offre	400 € par Action, coupon attaché ; le cas échéant, le Prix d'Offre sera diminué du montant de tout dividende ou de toute distribution dont le détachement ou le paiement interviendrait préalablement à la date de règlement-livraison dans le cadre de l'Offre
Prix des actions E.J. Barbier	Prix d'acquisition des actions E.J. Barbier par 4 Décembre SAS induisant une valeur implicite de l'Action de 363 € avant éventuelles réfactions au titre des garanties accordées par les Cédants
Prix Normal	En cas de départ d'un Manager et sous certaines conditions, prix de rachat des actions qu'il détient au capital du véhicule d'investissement
Projet d'Acquisition	Projet d'acquisition par 4 Décembre SAS de la totalité du capital et des droits de vote d'E.J. Barbier
Projet de Note d'Information	Projet de note d'information de l'Initiateur relative à l'Offre
Projet de Note d'Information en Réponse	Projet de note d'information de la Société en réponse au Projet de Note d'Information
Rapport	Présent rapport d'expertise indépendante établi par Ledouble
RCS	Registre du Commerce et des Sociétés
Réinvestissement	Réinvestissement de certains des Cédants par des apports à 4 Décembre SAS d'une partie ou de la totalité des actions qu'ils détiennent au capital d'E.J. Barbier
ROC	Résultat Opérationnel Courant
ROE	*Return on Equity*
Scénario Ledouble	Scénario alternatif construit par Ledouble à partir du scénario « intermédiaire » du Plan d'Affaires Management

Société	EPC
SWOT	*Strengths, Weaknesses, Opportunities, Threats*
Taux de Conversion	Taux de conversion des Parts de Fondateur en Actions, fixé par voie d'expertise en date du 30 septembre 2020, et en application des dispositions de la loi du 23 janvier 1929 et du décret n°67-452 du 6 juin 1967
Traités d'Apport	Traités d'apport qui seront conclus entre certains Cédants et 4 Décembre SAS, en vue du Réinvestissement
Transactions Comparables	Panel de transactions constitué pour l'évaluation analogique de l'Action par les multiples transactionnels
Troisième Lettre Avenant	Troisième avenant au Contrat de Cession d'Actions, en date du 12 novembre 2020
UGT	Unités Génératrices de Trésorerie
Valeur d'Entreprise (VE)	Valeur des activités opérationnelles du Groupe
WACC	*Weighted Average Cost of Capital*

1. Introduction

Dans le cadre de l'Opération, telle que définie ci-après, nous rendons compte dans le présent rapport d'expertise indépendante (le « **Rapport** ») des diligences que nous avons été amenés à réaliser pour émettre en conclusion l'attestation d'équité (l' « **Attestation d'Équité** »), telle que définie aux termes de l'article 262-1[1] du règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF), afin de permettre au conseil d'administration (le « **Conseil d'Administration** ») de la Société Anonyme d'Explosifs et de Produits Chimiques (« **EPC** » ou la « **Société** ») de rendre son avis motivé sur l'offre publique d'achat simplifiée (l' « **Offre** »), initiée par 4 Décembre SAS au travers la société E.J. Barbier[2] (l' « **Initiateur** »), sur les actions d'EPC (les « **Actions** » et unitairement l' « **Action** »), préalablement au dépôt du projet d'Offre auprès de l'AMF.

L'Offre s'inscrit dans le cadre du projet d'acquisition par 4 Décembre SAS de la totalité du capital et des droits de vote de la société E.J. Barbier (le « **Projet d'Acquisition** »), qui détenait à la date de signature du contrat de cession d'actions conclu le 13 janvier 2020 entre les actionnaires d'E.J. Barbier (les « **Cédants** ») et 4 Décembre SAS (le « **Contrat de Cession d'Actions** »), 113.590 Actions[3] et 3.777 Parts de Fondateur[4] de la Société (le « **Bloc de Contrôle** »).

La présente mission d'expertise indépendante (la « **Mission** ») consiste à nous prononcer sur le caractère équitable du prix de **400 €** par Action (le « **Prix d'Offre** »[5]). Conformément à l'instruction AMF n°2006-08[6], l'Attestation d'Équité a été établie au regard du contexte et du fondement réglementaire de notre Mission.

---

[1] Extrait de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF :
« I. - L'expert indépendant établit un rapport sur les conditions financières de l'offre ou de l'opération dont le contenu est précisé par une instruction de l'AMF. Ce rapport contient notamment la déclaration d'indépendance mentionnée au II de l'article 261-4, une description des diligences effectuées et une évaluation de la société concernée. La conclusion du rapport est présentée sous la forme d'une attestation d'équité.
Aucune autre forme d'opinion ne peut être qualifiée d'attestation d'équité.
II. - À compter de sa désignation, l'expert doit disposer d'un délai suffisant pour élaborer le rapport mentionné au I en fonction de la complexité de l'opération et de la qualité de l'information mise à sa disposition. Ce délai ne peut être inférieur à vingt jours de négociation. Sans préjudice du délai précédent, dans le cas prévu au 3° du I de l'article 231-26, l'expert ne peut remettre son rapport avant l'expiration du délai de quinze jours de négociation mentionné à cet article […] ».

[2] Il est prévu que l'Offre soit déposée par l'intermédiaire d'E.J. Barbier, en tant que filiale de 4 Décembre SAS, sous réserve de l'appréciation souveraine du conseil d'administration d'E.J. Barbier. 4 Décembre SAS est un véhicule d'investissement contrôlé indirectement par la société de gestion Argos Wityu SAS (« **Argos** »). Dans le Rapport, le terme Argos est susceptible d'être employé pour désigner une ou plusieurs entités contrôlées par Argos Wityu SAS.

[3] Représentant au 13 janvier 2020, date de signature du Contrat de Cession d'Actions, environ 67% du capital et 78% des droits de vote théoriques de la Société.

[4] Sur un total de 29.473 Parts de Fondateur émises par la Société.

[5] Le Prix d'Offre est exprimé coupon attaché ; le cas échéant, il sera diminué du montant de tout dividende ou de toute distribution dont le détachement ou le paiement interviendrait préalablement à la date de règlement-livraison dans le cadre de l'Offre.

[6] « Expertise indépendante ».

1.1. Contexte et termes de l'Opération

Les différentes étapes et opérations juridiques décrites ci-après constituent ensemble l' « **Opération** ».

Par communiqué de presse en date du 15 novembre 2019[7], la Société a annoncé que les Cédants étaient entrés en négociations exclusives avec Argos, dans la perspective de l'acquisition par le véhicule d'investissement 4 Décembre SAS, société de reprise contrôlée par quatre fonds gérés par Argos, de la totalité du capital et des droits de vote d'E.J. Barbier.

En date du 13 janvier 2020[8], les actionnaires d'E.J. Barbier et Argos ont signé le Contrat de Cession d'Actions prévoyant la réalisation du Projet d'Acquisition par 4 Décembre SAS, au capital duquel certains dirigeants, cadres et salariés du groupe EPC (les « **Managers** » ou individuellement un « **Manager** ») et plusieurs actionnaires historiques d'E.J. Barbier ont prévu d'investir ou de réinvestir dans des proportions minoritaires.

Le 3 juin 2020[9], la Société a informé le marché du report du calendrier de réalisation du Projet d'Acquisition, conformément aux dispositions de l'avenant au Contrat de Cession d'Actions conclu le 29 mai 2020 (la « **Première Lettre Avenant** »), afin notamment de permettre la levée des conditions suspensives ainsi que la réalisation d'une étude de l'impact de la crise sanitaire liée à la pandémie de Covid-19[10] sur l'activité et l'environnement d'EPC[11].

Le 30 septembre 2020[12], la Société a annoncé la signature d'un deuxième avenant au Contrat de Cession d'Actions (la « **Deuxième Lettre Avenant** »), en date du 25 septembre 2020, venant réviser les conditions financières du Projet d'Acquisition et modifier les conditions suspensives ainsi que le calendrier de l'Opération.

Le 20 novembre 2020[13], la Société a annoncé :

- la signature d'un troisième avenant au Contrat de Cession d'Actions (la « **Troisième Lettre Avenant** ») qui est venu une nouvelle fois réviser les conditions financières du Projet d'Acquisition et modifier les conditions suspensives ainsi que le calendrier de l'Opération ;

- l'intention de l'Initiateur de réaliser l'Offre au prix de 400 €, sur lequel nous nous prononçons dans le présent Rapport.

La réalisation du Projet d'Acquisition comprend également le réinvestissement de certains Cédants aux côtés de 4 Décembre SAS par des apports d'une partie ou de la totalité des actions qu'ils détiennent au capital d'E.J. Barbier (le « **Réinvestissement** ») et l'entrée des Managers au capital du véhicule d'investissement.

[7] « Discussions exclusives entre les fondateurs d'EPC Groupe et Argos Wityu SAS portant sur l'acquisition conditionnelle de 100% du capital d'E.J. Barbier », 15 novembre 2019.
[8] « Signature d'un contrat d'acquisition concernant le transfert de 100% du capital d'E.J. Barbier », 13 janvier 2020.
[9] « Report du calendrier de réalisation du projet changement de contrôle indirect d'EPC », 3 juin 2020.
[10] « Information sur l'impact de la pandémie Covid 19 pour le Groupe EPC », 26 juin 2020.
[11] Étude réalisée par un cabinet de conseil en stratégie.
[12] « Signature d'une lettre-avenant modifiant les conditions de la transaction », 30 septembre 2020.
[13] « Projet d'acquisition d'E.J. Barbier par 4 Décembre SAS. Signature d'une nouvelle lettre-avenant modifiant les conditions de la Transaction », 20 novembre 2020.

1.2. Contours de la mission d'expertise indépendante

Notre désignation et le Rapport répondent aux dispositions de l'article 261-1 I 2° et 4°[14] du règlement général de l'AMF, des instructions d'application AMF n°2006-07[15] et n°2006-08[16], ainsi que de la recommandation AMF n°2006-15[17].

Suite à notre nomination en qualité d'Expert Indépendant par le Conseil d'Administration en date du 13 janvier 2020, la Société nous a adressé[18] le 18 mars 2020 une lettre de mission précisant le fondement réglementaire de notre désignation ainsi que les situations de conflit d'intérêts identifiées ; cette lettre figure en **Annexe 1**.

La saisine de Ledouble aux termes de l'article 261-1 I 2° et 4°du règlement général de l'AMF est justifiée par le fait que le corpus juridique de l'Opération inclut des accords entre 4 Décembre SAS et les dirigeants de la Société, ainsi que par les accords et opérations liés à l'Offre (les « **Accords Connexes** ») dont il nous appartient de vérifier qu'ils n'ont pas d'impact sur l'appréciation du Prix d'Offre.

1.3. Indépendance et compétence de Ledouble

Ledouble est indépendant de la Société, des Cédants, de 4 Décembre SAS, ainsi que de leurs conseils respectifs (les « **Conseils** »[19]) et de l'établissement présentateur de l'Offre (l' « **Établissement Présentateur** »).

Nous confirmons notre indépendance au sens des articles 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF et, conformément aux dispositions de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF, attestons de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu avec les personnes morales et physiques impliquées dans l'Opération, susceptible d'affecter notre indépendance et l'objectivité de notre jugement dans l'exercice de la Mission ; en particulier :

- nous n'intervenons pas de manière répétée avec l'Établissement Présentateur[20] ;
- nous ne nous trouvons dans aucun des cas de conflits d'intérêts visés à l'article 1 de l'instruction AMF n°2006-08.

Nous sommes donc en mesure d'accomplir la Mission en toute indépendance.

---

[14] Extraits concernés de l'article 261-1 I du règlement général de l'AMF :
« *I. - La société visée par une offre publique d'acquisition désigne un expert indépendant lorsque l'opération est susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein de son conseil d'administration […], de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé mentionné à l'article 231-19 ou de mettre en cause l'égalité des actionnaires ou des porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'offre.*
Il en est ainsi notamment dans les cas suivants :
1. *[…]*
2. *Lorsque les dirigeants de la société visée ou les personnes qui la contrôlent au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce ont conclu un accord avec l'initiateur de l'offre susceptible d'affecter leur indépendance ;*
3. *[…]*
4. *Lorsqu'il existe une ou plusieurs opérations connexes à l'offre susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix ou la parité de l'offre publique considérée ; […].* ».

[15] « Offres publiques d'acquisition ».
[16] « Expertise indépendante ».
[17] « Expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières ».
[18] En application de l'article 1 de l'instruction AMF n°2006-08.
[19] La liste des Conseils figure dans le glossaire du Rapport.
[20] Les expertises indépendantes publiques que nous avons réalisées au cours des dernières années (2014 à 2020) sont recensées avec le nom des établissements présentateurs en **Annexe 7**.

À toutes fins utiles, nous rappelons que Ledouble a été l'un des membres du collège d'experts désigné pour la fixation du taux de conversion et du prix de rachat des Parts de Fondateur (le « **Collège d'Experts** »), conformément aux dispositions de la loi du 23 janvier 1929 sur les parts de fondateur émises par les sociétés et du décret n°67-452 du 6 juin 1967 ; cette intervention n'est pas de nature à remettre en cause notre indépendance.

Nous disposons par ailleurs des moyens humains[21] et matériels nécessaires à la réalisation de la Mission.

Les compétences de l'équipe qui a réalisé la Mission sont mentionnées en **Annexe 6**. Conformément à l'instruction AMF n°2006-08, une revue de la qualité des travaux effectués et du Rapport a été assurée par un associé de Ledouble n'ayant pas directement participé à la Mission ; la description de son rôle et des diligences effectuées figure en **Annexe 10.**

1.4. Diligences effectuées

Le programme de travail mis en œuvre et le montant des honoraires perçus dans le cadre de la Mission sont indiqués en **Annexe 2** et le calendrier de l'intervention en **Annexe 3.**

La base documentaire ayant servi de support à nos travaux figure en **Annexe 5.**

Pour l'essentiel, nos diligences ont consisté en la prise de connaissance du contexte et du corpus juridique de l'Opération, de l'activité et de l'environnement du groupe EPC (le « **Groupe** ») et, au terme d'un diagnostic à partir de ces informations, en une évaluation multicritère de l'Action, en vue d'apprécier :

- le caractère équitable du Prix d'Offre ;
- l'absence d'éléments dans les Accords Connexes susceptibles de préjudicier aux intérêts des actionnaires minoritaires de la Société.

Ces diligences ont été conduites parallèlement aux entretiens que nous avons eus avec le *management* de la Société (la « **Direction** »), des représentants de 4 Décembre SAS, des Conseils et de l'Établissement Présentateur, ainsi que des actionnaires de la Société[22].

Nos diligences ont notamment comporté :

- la prise de connaissance du processus compétitif de vente initié par les Cédants ;
- l'examen du corpus juridique et du déroulement de l'Opération ;
- la revue des conditions financières de l'Offre et de son articulation autour du prix d'acquisition du capital d'E.J. Barbier ;
- la consultation des rapports de *due diligences* de nature financière, juridique, environnementale et stratégique réalisées par les parties prenantes à l'Opération ;
- l'exploitation des informations publiques et réglementées concernant la Société ;

[21] Les profils des membres de l'équipe dédiée à la réalisation, à la supervision et à la revue indépendante des travaux effectués dans le cadre de la Mission figurent en **Annexe 6**.
[22] La liste des personnes rencontrées et/ou contactées durant la Mission figure en **Annexe 4.**

- des recherches sur le marché et les activités du Groupe, afin d'appréhender les tendances et les principaux risques et opportunités auxquels il est confronté ;
- la prise de connaissance des délibérations du Conseil d'Administration et des décisions prises par les actionnaires en assemblées générales ;
- l'analyse de la documentation comptable et financière de la Société et d'E.J. Barbier ;
- la revue détaillée des performances historiques du Groupe, réalisée notamment à partir des états financiers contributifs sous-tendant les comptes consolidés d'EPC ;
- des entretiens avec la Direction sur les données prévisionnelles exploitées dans le cadre de nos travaux et leur mise en perspective avec les réalisations passées et les plans d'affaires antérieurs ;
- l'examen du suivi budgétaire du Groupe jusqu'à l'émission du Rapport[23] ;
- l'obtention des données prévisionnelles établies par Argos et des échanges avec les représentants d'Argos et son conseil financier afin de comprendre les principaux points de divergences avec les projections de la Direction ;
- l'analyse de l'historique du cours de bourse de l'Action ;
- la consultation et l'exploitation de notre documentation sectorielle et de nos bases de données financières[24] ;
- la prise en compte de l'incidence de la conversion des Parts de Fondateur susceptible d'intervenir à l'issue de l'Offre ;
- des entretiens avec le responsable immobilier du Groupe et le mandat à notre initiative de plusieurs experts immobiliers pour la réalisation de diligences spécifiques sur le portefeuille immobilier du Groupe ;
- l'évaluation multicritère de l'Action et des analyses de sensibilité aux hypothèses structurantes de cette évaluation ;
- l'examen des observations formulées par certains actionnaires de la Société sur les conditions financières de l'Offre ;
- la revue des travaux de l'Établissement Présentateur et la comparaison avec les résultats de nos propres travaux d'évaluation ;
- l'analyse des Accords Connexes.

Nous avons obtenu confirmation, auprès de la Société ainsi que des représentants des Cédants et de 4 Décembre SAS, d'éléments significatifs exploités dans le cadre de la Mission.

[23] Nous avons eu accès au suivi budgétaire à fin octobre 2020, le *reporting* à fin novembre 2020 n'étant pas encore disponible à la date d'émission du Rapport.
[24] Dont *Bloomberg* (paramètres financiers) et *S&P Capital IQ* (Comparables Boursiers, notes d'analystes, Transactions Comparables).

1.5. Limites de la Mission

Conformément à la pratique usuelle en matière d'expertise indépendante, nos travaux n'ont pas pour objet de valider les informations historiques et prévisionnelles qui nous ont été communiquées, et dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence. À cet égard, nous considérons que l'ensemble des informations que nous avons obtenues de nos interlocuteurs étaient fiables et transmises de bonne foi.

L'Attestation d'Équité n'a pas valeur de recommandation à la réalisation de l'Offre, dont la décision appartient au Conseil d'Administration aux termes de l'avis motivé qu'il rendra sur l'Offre. L'Expert Indépendant ne peut être tenu responsable du contenu intégral de la Note d'Information en Réponse de la Société dans laquelle est inséré le Rapport, qui seul engage sa responsabilité.

1.6. Plan du Rapport

Nous présentons, ci-après, successivement :

- les parties prenantes à l'Opération et ses caractéristiques (§ 2) ;
- le positionnement d'EPC et ses performances historiques (§ 3) ;
- l'évaluation multicritère de l'Action (§ 4) ;
- l'examen des observations formulées par des actionnaires sur les conditions financières de l'Offre (§ 5) ;
- l'analyse des éléments de valorisation de l'Établissement Présentateur (§ 6) ;
- l'examen des Accords Connexes (§ 7) ;
- en conclusion l'Attestation d'Equité (§ 8).

1.7. Conventions de présentation

Les montants présentés dans le Rapport sont exprimés en :

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

Les renvois entre parties et chapitres sont matérialisés entre parenthèses par le signe §.

Les écarts susceptibles d'être relevés dans les contrôles arithmétiques sont imputables aux arrondis.

Les liens hypertexte [En ligne] peuvent être activés dans la version électronique de ce document.

2. Présentation de l'Opération

Nous présentons, ci-après, les parties prenantes à l'Opération (§ 2.1), son séquencement (§ 2.2) ainsi que la structure de l'Offre resituée dans le schéma global de l'Opération, incluant les Accords Connexes (§ 2.3 à § 2.5).

2.1. Parties prenantes à l'Opération

2.1.1. Cible

EPC est une société anonyme, sise 1, Terrasse Bellini à Paris la Défense, et immatriculée au Registre du commerce et des sociétés (RCS) de Paris sous le numéro 542 037 361. Son capital social de 5.220.400 € se compose de 168.400 Actions de 31 € de valeur nominale. La Société a par ailleurs émis 29.473 Parts de Fondateur, dont la conversion pourrait intervenir à l'issue de l'Offre.

Les Actions et les Parts de Fondateur émises par la Société sont admises aux négociations sur le compartiment B d'Euronext Paris.

La présidence et la direction générale de la Société sont assurées par M. Olivier Obst[25].

2.1.2. Initiateur

E.J. Barbier est une société anonyme au capital de 108.510,36 €, sise 121, avenue des Champs-Elysées à Paris (75008), et immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 572 040 186.

À la suite de la cession d'actifs immobiliers, son patrimoine résiduel est essentiellement constitué de 113.590 Actions[26] de la Société, auxquelles sont attachés 211.282 droits de vote, ainsi que de 3.777 Parts de Fondateur[27] et d'une enveloppe de trésorerie.

2.1.3. Cédants

Les Cédants sont des personnes physiques détenant collectivement la totalité du capital et des droits de vote de la société E.J. Barbier.

Dans le cadre de l'Opération, certains Cédants ont prévu de réinvestir en apportant tout ou partie de leurs Actions à 4 Décembre SAS.

2.1.4. Véhicule d'investissement

4 Décembre SAS est une société par actions simplifiée au capital de 5.000 €, sise 112, avenue de Wagram à Paris (75017), et immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 878 313 253.

Dans le cadre de l'Opération, 4 Décembre SAS est une holding de reprise contrôlée par quatre fonds gérés par la société de gestion Argos Wityu SAS (« **Argos** »).

[25] « Renouvellement pour 3 ans du mandat de Président-Directeur général d'Olivier Obst », 1er juillet 2020.
[26] Soit environ 74,6% du nombre total d'Actions hors actions auto-détenues.
[27] Soit environ 12,8% du nombre total de Parts de Fondateur émises par la Société.

2.2. Séquencement de l'Opération

Le Projet d'Acquisition a débuté à l'issue d'un processus compétitif de cession organisé à partir du premier trimestre 2018 par une banque d'affaires[28] mandatée par les Cédants, au cours duquel une soixantaine de candidats potentiels à la reprise, à la fois financiers et industriels, ont été contactés.

Le 14 novembre 2019, 4 Décembre SAS concluait au bénéfice des Cédants une promesse unilatérale d'achat portant sur la totalité des actions composant le capital de la holding E.J. Barbier et, en contrepartie, se voyait octroyer une exclusivité temporaire de négociation et de discussion. L'ouverture de cette période de négociations exclusives a fait l'objet de la part de la Société d'un communiqué en date du 15 novembre 2019.

Le 13 janvier 2020, les Cédants et 4 Décembre SAS, en présence d'E.J. Barbier, ont procédé à la signature du Contrat de Cession d'Actions prévoyant, sous réserve de la levée de plusieurs conditions suspensives et du respect de certains engagements réciproques pris par les signataires, la cession de l'ensemble des actions composant le capital social de la holding E.J. Barbier.

Les Cédants se sont engagés, aux termes du Contrat de Cession d'Actions, à se porter acquéreurs préalablement à la finalisation du Projet d'Acquisition, de certains biens immobiliers détenus par E.J. Barbier, de sorte que le patrimoine d'E.J. Barbier soit, à la date du transfert du Bloc de Contrôle, essentiellement constitué de trésorerie, d'Actions et de Parts de Fondateur émises par la Société et que la valeur implicite de ces titres puisse être déterminée par transparence avec le prix d'acquisition des actions E.J. Barbier. Conformément à l'annonce faite par la Société par le communiqué en date du 13 janvier 2020, 4 Décembre SAS envisageait alors un Prix d'Offre de 429 €, par référence à la valorisation initiale des Actions qui résultait de la négociation entre les Cédants et Argos.

Afin de permettre la réalisation de l'Opération[29], le Conseil d'Administration a décidé d'initier la procédure de rachat et/ou de conversion[30] des Parts de Fondateur en application de l'article 8ter de la loi du 23 janvier 1929 sur les parts de fondateur émises par les sociétés et de son décret d'application n°67-452 du 6 juin 1967.

Le 29 mai 2020, les Cédants et 4 Décembre SAS ont signé un premier avenant au Contrat de Cession d'Actions, ayant pour conséquence de décaler le calendrier de réalisation du Projet d'Acquisition, afin de permettre la levée des conditions suspensives ainsi que la réalisation d'une étude de l'impact de la crise sanitaire liée à la pandémie de Covid-19 sur l'activité et l'environnement d'EPC.

[28] Rothschild & Cie.

[29] La convocation d'une assemblée générale extraordinaire de la Société en vue de se prononcer sur le rachat et/ou la conversion des Parts de Fondateur faisait initialement partie des conditions suspensives du Contrat de Cession d'Actions. En novembre 2020, l'Initiateur a renoncé à cette condition suspensive et a informé la Société de son souhait de reporter sa décision quant à la conversion des Parts de Fondateur postérieurement à la clôture de l'Offre, de sorte qu'aucune assemblée générale extraordinaire de la Société devant statuer sur la conversion des Parts de Fondateur n'interviendra avant la clôture de l'Offre, comme relaté dans le communiqué de presse d'EPC du 20 novembre 2020 (§ 1.1).

[30] Le Conseil d'Administration, réuni le 29 septembre 2020, a renoncé à soumettre à l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires des propositions visant au rachat des Parts de Fondateur, de sorte que seule la possibilité d'une conversion des Parts de Fondateur en Actions a par la suite été retenue.

Le 25 septembre 2020, les Cédants et 4 Décembre SAS ont conclu, à l'issue d'une nouvelle phase de négociations, un deuxième avenant au Contrat de Cession d'Actions comportant un ajustement des modalités financières du Projet d'Acquisition. Sur cette base :

- la valeur implicite des Actions incorporée dans le prix d'acquisition des actions E.J. Barbier par 4 Décembre SAS (le « **Prix des actions E.J. Barbier** ») était égale à 363 € avant éventuelles réfactions au titre des garanties ;

- Argos envisageait de fixer le Prix d'Offre à un prix identique de 363 € par Action.

Le 12 novembre 2020, les Cédants et 4 Décembre SAS ont conclu un troisième avenant au Contrat de Cession d'Actions ayant notamment pour objet de formaliser leur accord sur un possible rehaussement du Prix d'Offre à un prix maximum de 400 €, sans incidence sur le Prix des actions E.J. Barbier, ni sur le prix de cession des Actions détenues en direct par les Cédants.

Le 19 novembre 2020, 4 Décembre SAS a informé la Société :

- de son renoncement à la condition suspensive relative à la convocation d'une assemblée générale de la Société appelée à se prononcer sur un projet de conversion des Parts de Fondateur, en se réservant toutefois la faculté de réaliser le projet de conversion postérieurement à l'Offre ;

- de son engagement, de manière définitive et irrévocable, à acquérir la totalité des Actions à un prix unitaire maximum de 400 €, sous la seule condition suspensive liée à l'avis motivé positif du Conseil d'Administration.

Le 20 novembre 2020, la Société a informé le marché des intentions d'Argos de déposer l'Offre à un prix de 400 € par Action.

Conformément aux dispositions du Contrat de Cession d'Actions, la réalisation du Projet d'Acquisition, justifiant le dépôt par l'Initiateur du projet d'Offre auprès de l'AMF, ne pourra intervenir qu'à l'issue de la remise du rapport de l'Expert Indépendant concluant au caractère équitable des conditions financières de l'Offre et la remise de l'avis motivé positif du Conseil d'Administration sur l'intérêt de l'Offre et sur ses conséquences pour EPC, ses actionnaires et ses salariés.

2.3. Répartition du capital et des droits de vote et périmètre de l'Offre

2.3.1. Répartition du capital et des droits de vote

À la date d'annonce de l'Opération, les Actions et droits de vote théoriques de la Société[31] se répartissaient comme suit[32] :

Répartition du capital et des droits de vote au 14 novembre 2019

Actionnaires	Nombre d'Actions	%	Droits de vote théoriques	%
E.J. Barbier	113 590	67,5%	211 282	78,03%
M. Allan Green - détention directe et indirecte	18 765	11,1%	18 765	6,9%
Public	19 943	11,8%	24 637	9,1%
Actions auto-détenues	16 102	9,6%	16 102	5,9%
Total	168 400	100%	270 786	100%

Source : Société

Les actionnaires d'E.J. Barbier et M. Olivier Obst, qui détiennent 3.590[33] Actions en direct, se sont engagés à les transférer en totalité à 4 Décembre SAS, à la date du transfert du Bloc de Contrôle, au prix de 363 € par Action[34].

À la date la plus récente et en tenant compte des engagements mentionnés ci-avant, les Actions et droits de vote théoriques de la Société se répartissent comme suit[35] :

Répartition estimée du capital et des droits de vote à la date du transfert du Bloc de Contrôle

Actionnaires	Nombre d'Actions	%	Droits de vote théoriques	%
E.J. Barbier	117 180	69,6%	229 653	81,3%
M. Allan Green - détention directe et indirecte	19 098	11,3%	19 098	6,8%
Flottant	16 020	9,5%	17 467	6,2%
Actions auto-détenues	16 102	9,6%	16 102	5,7%
Total	168 400	100%	282 320	100%

Source : Société

[31] La ligne « Public » inclut des Actions qui étaient détenues, à la date d'annonce de l'Opération, par certains Cédants et par M. Olivier Obst.
[32] D'après les informations qui nous été communiquées par la Société.
[33] Représentant environ 2% du capital et des droits de vote théoriques d'EPC.
[34] L'engagement des Cédants de céder la totalité des Actions détenues en direct résulte des dispositions du Contrat de Cession d'Actions et est rappelé dans la Troisième Lettre Avenant. Les 3.360 Actions qu'ils détiennent en direct seront cédées à la date de transfert du Bloc de Contrôle à un prix unitaire de 363 €. Sous réserve de la levée des conditions suspensives prévues dans le projet de contrat d'apport, les 230 Actions détenues en direct par M. Olivier Obst seront apportées, à la date du transfert du Bloc de Contrôle, sur la base d'une valorisation unitaire de 363 €. M. Olivier Obst conservera 20 actions conformément aux stipulations du règlement intérieur du Conseil d'Administration.
[35] D'après les informations qui nous été communiquées par la Société.

2.3.2. Procédure de conversion des Parts de Fondateur

En application de l'article 8 ter de la loi du 23 janvier 1929, la Société est en droit de procéder au rachat ou à la conversion en Actions des Parts de Fondateur, sur la seule décision de l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires.

Conformément aux dispositions de l'article susvisé, le taux de conversion a été déterminé par voie d'expertise, selon le processus prévu par le décret d'application n°67-452 du 6 juin 1967. Le Collège d'Experts[36], désignés à cet effet, a établi un rapport commun en date du 30 septembre 2020, concluant à un taux de conversion en Actions de 1,33[37] (le « **Taux de Conversion** »), équitable de leur point de vue, tant pour les porteurs de Parts de Fondateur que pour les actionnaires.

La méthodologie de détermination du Taux de Conversion est décrite dans le rapport du Collège d'Experts, qui sera inséré dans le Projet de Note d'Information en Réponse.

2.3.3. Périmètre de l'Offre

L'Offre porte sur la totalité des Actions qui ne seront pas détenues par l'Initiateur à l'ouverture de l'Offre, à l'exception des 16.102 Actions auto-détenues (§ 2.3.1), soit 35.118 Actions[38].

2.4. Financement de l'Offre

L'acquisition du Bloc de Contrôle et l'Offre sont financées par une combinaison de fonds propres et de quasi fonds propres apportés par Argos, les Cédants participant au Réinvestissement et les Managers entrant au capital de 4 Décembre SAS.

Les quasi fonds propres sont composés d'obligations convertibles en actions de 4 Décembre SAS qui seront souscrites par les fonds Argos en vue notamment d'assurer le financement de l'Offre[39].

2.5. Accords Connexes

Nous avons pris connaissance du contenu des Accords Connexes, par l'examen de la documentation suivante, dont il nous a été confirmé qu'elle constitue l'intégralité du corpus juridique de l'Opération susceptible d'avoir une incidence significative sur le Prix d'Offre :

- Promesse unilatérale d'achat portant sur la totalité des actions E.J. Barbier, conclue par l'Initiateur au bénéfice des Cédants, en date du 14 novembre 2019 ;
- Contrat de Cession d'Actions en date du 13 janvier 2020 et courrier signé le même jour ayant pour objet de compléter le Contrat de Cession d'Actions (la « **Lettre Complémentaire** ») ;
- Première Lettre Avenant signée le 29 mai 2020 ;

[36] Le Collège d'Experts était composé de Ledouble, représenté par Agnès Piniot, et M. Gilles de Courcel, désignés respectivement par le Conseil d'Administration et par l'assemblée générale des porteurs de Parts de Fondateur.
[37] 1,33 Action pour 1 Part de Fondateur.
[38] Somme des Actions détenues par M. Allan Green et par les autres actionnaires minoritaires composant le flottant.
[39] La fraction de l'emprunt convertible ayant été utilisée pour le financement de l'Offre sera automatiquement convertie en actions ordinaires de 4 Décembre SAS. La fraction non utilisée pour le financement de l'Offre pourra, sous certaines conditions, être employée pour le financement du rachat des Parts de fondateur par EPC et/ou pour l'acquisition des Actions émises par suite de la conversion des Parts de fondateur ; à défaut, elle sera remboursée.

- Deuxième Lettre Avenant signée le 25 septembre 2020 ;
- Troisième Lettre Avenant signée le 12 novembre 2020 ;
- Projets de statuts et de pacte d'actionnaires au niveau de 4 Décembre SAS ;
- Projets des Traités d'Apport qui seront conclus en vue du Réinvestissement ;
- Notification des Cédants relative au montant de la trésorerie nette d'E.J. Barbier, adressée à 4 Décembre SAS en date du 8 décembre 2020[40] ;

Notre analyse des Accords Connexes est présentée *infra* (§ 7).

[40] Les dispositions du Contrat de Cession d'Actions prévoient un ajustement du Prix des actions E.J. Barbier en fonction du montant estimé de la trésorerie nette ajustée de la holding à la date du transfert du Bloc de Contrôle.

3. Présentation du Groupe

Nous présentons succinctement les activités du Groupe (§ 3.1), en lien avec l'évolution récente de son environnement (§ 3.2) et ses performances historiques (§ 3.3). Ces informations, résumées sous la forme d'une matrice SWOT (§ 3.4), permettent d'apprécier les principaux facteurs de risques inhérents au Groupe et à son environnement pris en compte dans nos travaux d'évaluation (§ 4).

3.1. Aperçu des activités du Groupe

Le Groupe compte parmi les acteurs majeurs du marché mondial des explosifs à usage civil.

EPC et ses filiales forment un groupe familial, fondé en 1893 par Eugène-Jean Barbier avec la construction de la première usine à Saint Martin de Crau en France. Le Groupe s'est développé à l'international au cours du vingtième siècle *via* un réseau de filiales et de co-entreprises, en visant des marchés européens (Italie, Royaume-Uni), puis en poursuivant son expansion au-delà des frontières de l'Europe, avec notamment des implantations au Maroc et aux Emirats Arabes Unis.

Au cours des dernières décennies, le Groupe a diversifié ses activités sur le marché de la démolition et des additifs diesel dans le secteur civil ; il a également étendu sa gamme de produits et complété son offre de services. Le Groupe a par ailleurs connu une accélération de son développement à l'international avec des implantations en Afrique (Guinée, Sénégal et Côte d'Ivoire), en Europe de l'Est (Pologne, Roumanie et République Tchèque), en Scandinavie (Norvège et Suède), en Allemagne, en Arabie Saoudite, aux États-Unis et, plus récemment, au Canada et au Pérou.

Selon l'environnement concurrentiel et les caractéristiques des marchés ciblés, le Groupe s'est appuyé sur différentes stratégies d'entrée en optant dans certaines zones pour la mise en place de partenariats, notamment sous la forme de *joint-ventures*. Le Groupe exerce ainsi une influence notable dans plusieurs co-entreprises localisées en Arabie Saoudite[41], en Irlande[42], aux Émirats Arabes Unis[43], en Guinée[44], aux Etats-Unis[45] et en Belgique[46].

Les activités d'EPC se répartissent entre deux secteurs opérationnels[47] correspondant à des regroupements de zones géographiques d'implantation du Groupe :

- la zone Europe – Amérique, où le Groupe a réalisé près de 85% de son chiffre d'affaires en 2019 ;
- la zone Afrique – Moyen Orient – Asie (« **AMOA** »), couvrant environ 15%[48] du chiffre d'affaires en 2019.

[41] Modern Chemical Services (« **MCS** »).
[42] Kemek.
[43] Arabian Explosives (« **Arex** »).
[44] Nitrokemine Guinée.
[45] Kemek US.
[46] EPC-B SCRL.
[47] En application de la norme IFRS 8 « Secteurs opérationnels ».
[48] La co-entreprise Arex est prise en compte dans l'information sectorielle à hauteur de 20%, correspondant à la quote-part de son capital détenue par la Société.

La fabrication, le stockage et la distribution d'explosifs à l'international constituent le cœur de métier historique d'EPC, en particulier à destination du forage-minage. Le reste de l'activité du Groupe est réparti entre les métiers de la démolition en France et de la commercialisation d'additifs *via* les filiales localisées au Royaume-Uni.

3.1.1. Explosifs

Le Groupe fait partie des acteurs *leaders* sur le marché des explosifs à usage civil en couvrant l'essentiel de la chaîne de valeur :

- **fabrication** : EPC produit une large gamme de produits explosifs à partir d'une quinzaine de sites de production[49] répartis sur les zones Europe – Amérique et AMOA, et dispose également d'une expertise en matière d'assemblage de détonateurs ;
- **stockage et livraison** : le Groupe s'appuie sur un large réseau de dépôts et d'unités mobiles pour assurer la commercialisation de ses produits et les services de logistique proposés à ses clients ;
- **autres services** : EPC propose également des services complémentaires (conception de plans de tir, chargement des explosifs, profilage des fronts, mesure de vibrations…) en développant des solutions de gestion globale des données sur les opérations de ses clients.

La fabrication d'explosifs et les services associés proposés par le Groupe sont principalement destinés aux industries extractives (mines et carrières), en particulier dans les phases de forage-minage. Bien que l'industrie minière constitue le principal débouché du marché mondial des explosifs, le Groupe réalise la majorité de ses ventes à destination des carrières ; les projets liés aux mines et aux entreprises de travaux publics lui permettent toutefois de diversifier la source de ses revenus.

Compte tenu de la forte intensité concurrentielle (§ 3.2.1), la stratégie d'EPC à l'international consiste à atteindre une position de *leader* sur les marchés ciblés[50]. Le Groupe dispose d'une position forte sur plusieurs marchés historiques, dont la France, la Belgique, le Royaume-Uni, le Maroc et la Guinée.

En 2019, l'activité Explosif, regroupant la production et la distribution d'explosifs ainsi que les services de forage-minage, a représenté environ 60% du chiffre d'affaires consolidé.

3.1.2. Démolition

Le Groupe a intégré dans son portefeuille les activités de démolition, en acquérant plusieurs sociétés spécialisées réunies au sein du pôle « EPC Démolition », dont l'expertise couvre les métiers :

- du **démantèlement** (démolition mécanique, déconstruction et foudroyage de bâtiments) ;
- du **désamiantage** ;

[49] Le Groupe dispose au total d'une trentaine de sites de production, dont une quinzaine sont dédiés à la production d'explosifs.
[50] En l'absence d'une taille critique, le Groupe peut être contraint de se retirer (d'où, par exemple, la cession en 2013 de filiales implantées en Europe centrale).

- de la **gestion des déchets.**

En 2019, l'activité Démolition a représenté près de 30% du chiffre d'affaires consolidé.

3.1.3. Additifs pour carburant diesel

Le pôle additif du groupe EPC est spécialisé dans la production d'additifs diesel à usage industriel de 2-éthylhéxyl nitrate (2EHN) à partir de deux sites de production localisés au Royaume-Uni.

Le Groupe, au travers de sa filiale EPC UK, compte parmi les principaux producteurs d'additifs pour carburant diesel en Europe, avec une production de l'ordre de 40.000 tonnes par an et une commercialisation annuelle supérieure à 10.000 tonnes. Les débouchés de cette activité pourraient être menacés à terme, dans la mesure où elle est dépendante, d'une part, de l'évolution du prix du pétrole et, d'autre part, de la réglementation encadrant le diesel qui se durcit (§ 3.2.3).

EPC a par ailleurs subi au cours du premier semestre 2019 un accident sur sa ligne de production susceptible d'affecter durablement sa capacité de production. Enfin, le Groupe est exposé à un risque client, la commercialisation d'additifs diesel ayant historiquement été réalisée auprès d'un client unique du fait d'un engagement d'exclusivité.

En 2019, cette activité a représenté environ 10% du chiffre d'affaires consolidé.

3.1.4. Autres

Les activités annexes s'articulent autour des pôles :

- **logistique**, réunissant une gamme de solutions nécessitant un savoir-faire particulier afin de satisfaire les contraintes de sécurité ;
- **innovation**, ayant pour principales missions la recherche et le développement des compétences du Groupe dans la fabrication et la mise en œuvre d'explosifs civils.

3.2. Environnement du Groupe[51]

En lien avec les différentes activités du Groupe précédemment décrites, nous présentons, ci-après, les principales caractéristiques et tendances des marchés :

- des explosifs (§ 3.2.1) ;
- de la démolition (§ 3.2.2) ;
- des additifs pour carburant diesel (§ 3.2.3).

[51] La présentation de l'environnement du Groupe a été réalisée à partir d'informations publiques, en ce compris celles figurant dans la communication financière des principaux acteurs, des entretiens que nous avons menés avec la Direction, et d'études privées.

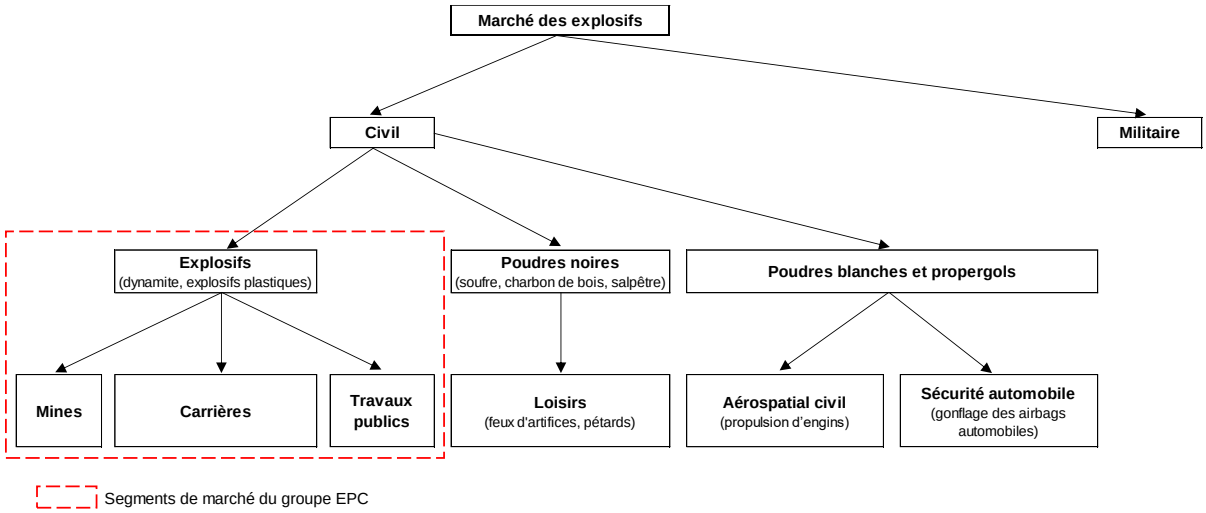
3.2.1. Marché des explosifs

Le Groupe intervient dans un environnement concurrentiel marqué par une forte concentration du marché des explosifs. Les acteurs *leaders*[52] réunissent ainsi l'essentiel des parts de marché.

Le nombre restreint d'acteurs s'explique par les fondamentaux du marché, caractérisé par :

- d'**importantes barrières à l'entrée** (ouverture et maintenance des sites de production, maillage du territoire commercial, gestion des procédures administratives, maintien du savoir-faire industriel) nécessitant une assise financière solide ;
- un **environnement technique et réglementaire contraignant** (problématiques environnementales, réglementation en matière de sécurité) ;
- le **caractère sensible, voire stratégique de certains segments** (militaire, spatial) ;
- une **exposition à de nombreux facteurs exogènes** (volatilité du cours des minéraux affectant l'industrie minière, santé des industries sous-jacentes constituant les principaux débouchés) ;
- une **concurrence étrangère** sur les produits à faible valeur ajoutée.

Le marché est traditionnellement segmenté en fonction de l'usage des explosifs (civil ou militaire) et des débouchés finaux :



Principal débouché du marché mondial des explosifs, l'industrie minière a une activité étroitement liée aux prix des matières premières. Par conséquent, les acteurs sont soumis à des objectifs de productivité élevés, tant en termes de coûts de production et d'efficacité d'extraction, que de recherche de services innovants pour optimiser chaque étape du processus.

Le marché des explosifs miniers dépend des investissements privés et publics réalisés dans les secteurs sous-jacents exploitant les minerais. L'augmentation des projets de développement à travers le monde devrait continuer à alimenter la demande d'explosifs miniers, en particulier sur les zones AMOA, Amérique et Asie Pacifique.

[52] Dont Orica, Incitec Pivot Limited et Maxam.

L'industrie des carrières, impliquant l'extraction de ciment et de granulats, est dépendante des projets d'infrastructure et de construction. Les perspectives dans ce domaine varient en fonction du stade de développement, de la croissance démographique des pays ciblés ainsi que des politiques publiques mises en place.

Les fabricants d'explosifs interviennent également sur les chantiers de voies de communication (autoroutes, voies ferrées, tunnels), pour le compte des entreprises de travaux publics. Les opportunités sont conditionnées par les budgets des États et les échéances politiques.

3.2.2. Marché de la démolition

Le marché de la démolition comprend essentiellement les métiers liés au démantèlement et au désamiantage.

L'activité de démantèlement est caractérisée par d'importantes barrières à l'entrée qui sont de nature :

- **financière** : acquisition de matériels nécessitant un investissement initial conséquent, mise en place de sites pour stocker les déchets ;
- **réglementaire** : procédures de certification longues (normes ISO, certifications spécifiques à l'industrie, certifications liées à la manipulation de matières dangereuses) ;
- **technique** : savoir-faire indispensable au pilotage de la rentabilité des projets.

En France, certains acteurs du marché de la démolition devraient bénéficier du lancement de projets d'envergure tels que le Grand Paris Express.

Les activités de désamiantage présentent de plus faibles barrières à l'entrée du fait d'investissements limités. Le traitement de l'amiante en France, qui fut une activité porteuse, est désormais un marché caractérisé par un volume en décroissance en raison de l'interdiction de l'usage de l'amiante depuis la fin des années 1990.

3.2.3. Marché des additifs pour carburant diesel

Les additifs ont pour objet d'améliorer les propriétés naturelles du carburant ou de lui conférer de nouvelles propriétés physiques ou chimiques.

La demande mondiale en additifs pour carburant diesel, en termes de volume, a baissé de manière significative au cours de la dernière décennie. Les perspectives de croissance sur ce marché restent menacées par :

- le **prix du pétrole** qui se situe à un niveau historiquement bas, susceptible d'augmenter le coût implicite du traitement par additifs et de favoriser l'utilisation de « pétrole doux » à faible teneur en soufre ;
- la **réglementation encadrant le diesel**, qui devrait conduire à moyen terme à une disparition des véhicules particuliers diesel en Europe[53] ;

[53] À court terme, les ventes de véhicules diesel, moins émetteurs en CO2 que les véhicules à essence, pourraient toutefois repartir du fait des objectifs d'émissions de CO2 incombant aux constructeurs.

- le développement des **alternatives aux carburants traditionnels**, à la fois sur le segment des voitures et sur celui des poids lourds ;
- la **concurrence accrue** d'acteurs chinois et indiens.

3.3. Analyse historique de la performance du Groupe

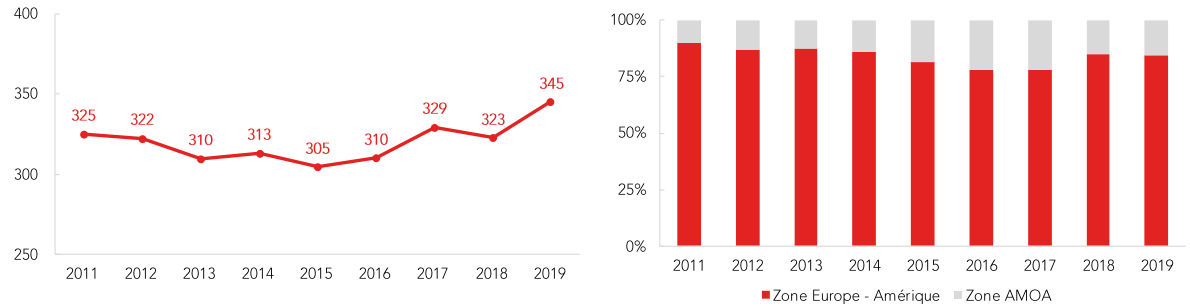
EPC établit ses comptes consolidés selon le référentiel comptable international IFRS.

Nous présentons, ci-après, les performances historiques du Groupe sur la période 2011 à 2019, en termes de chiffre d'affaires (§ 3.3.1), de rentabilité opérationnelle (§ 3.3.2) et de flux de trésorerie (§ 3.3.3), ainsi que sa structure bilancielle au 30 juin 2020 (§ 3.3.4).

3.3.1. Chiffre d'affaires

Le chiffre d'affaires consolidé et sa répartition par secteur opérationnel[54] se présentent comme suit :

Évolution et répartition du chiffre d'affaires consolidé (M€ et %)



Source : Rapports financiers annuels

Au global, le Groupe a enregistré une croissance annuelle moyenne de son chiffre d'affaires inférieure à 1% sur la période 2011 à 2019 et de 2% au cours des 5 dernières années[55].

Nous rappelons que le chiffre d'affaires consolidé exclut les revenus des participations mises en équivalence, bien que le Groupe ait décidé, dans son information sectorielle, de maintenir les co-entreprises selon la méthode de l'intégration proportionnelle. Hors incidence des co-entreprises, la répartition du chiffre d'affaires entre les zones Europe – Amérique et AMOA est restée relativement stable[56].

Sur la période 2011 à 2015, le Groupe a enregistré une baisse d'activité, due notamment :

- à des variations de périmètre à la suite de la cession de son activité de défense en Italie en 2010[57] puis à la réorientation stratégique opérée en 2013 avec la sortie des filiales implantées en Europe centrale (Allemagne, Pologne, République Tchèque et Roumanie)[58] ;

[54] Information communiquée par le Groupe en application de la norme IFRS 8 « Secteurs opérationnels ».
[55] Période 2014-2019.
[56] La baisse en 2018 du chiffre d'affaires réalisé par le Groupe dans la zone AMOA résulte de la cession partielle de la participation détenue dans la société Arex. Cette opération n'a toutefois pas eu d'incidence sur le chiffre d'affaires consolidé.
[57] L'activité de défense en Italie avait continué en 2011 et généré un chiffre d'affaires de 13,7 M€.
[58] La sortie de ces filiales a été effective en juillet 2013 ; elles représentaient un chiffre d'affaires de 27 M€ en 2012.

- à des exercices 2014 et 2015 en demi-teinte, au cours desquels le Groupe a fait face à un volume d'activité en retrait sur les marchés français[59] et belge des explosifs et du forage minage, ainsi que sur son activité d'additifs diesel orientée à la baisse dans un contexte de diminution du cours des matières premières. Le repli de ces activités a toutefois été en partie compensé par la bonne tenue de l'activité démolition en France et le dynamisme de la zone AMOA, notamment en Arabie-Saoudite, en Guinée et au Maroc.

Sur la période 2015 à 2019, les activités du Groupe ont globalement été orientées à la hausse, avec une croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires consolidé de 3,2%. Le chiffre d'affaires a toutefois été affecté en 2018 par la suspension puis la renégociation du contrat SMB en Guinée, à l'origine du ralentissement sur la zone AMOA, ainsi que par la perte de deux contrats miniers au Canada à la fin de l'exercice 2017.

En 2019, EPC a enregistré une croissance de 7% de son chiffre d'affaires, portée par ses activités d'explosifs et de démolition, en particulier sur le marché européen en France et en Belgique, ainsi que sur la zone AMOA en Côte d'Ivoire et au Sénégal. Le Groupe a toutefois été confronté à deux accidents intervenus au premier semestre sur des lignes de production en Italie et au Royaume-Uni, ce qui a dégradé le niveau d'activité dans ces deux pays et affecté durablement la capacité de production du Groupe sur son activité d'additifs diesel.

Au cours du premier semestre 2020, le chiffre d'affaires du Groupe s'est établi à 155 M€, en retrait d'environ 10% par rapport au premier semestre 2019 dans le contexte pandémique[60]. Le Groupe est parvenu à rattraper une partie du retard au cours du troisième trimestre 2020, la baisse du chiffre d'affaires consolidé s'établissant à environ 4% sur les 9 premiers mois de l'exercice[61].

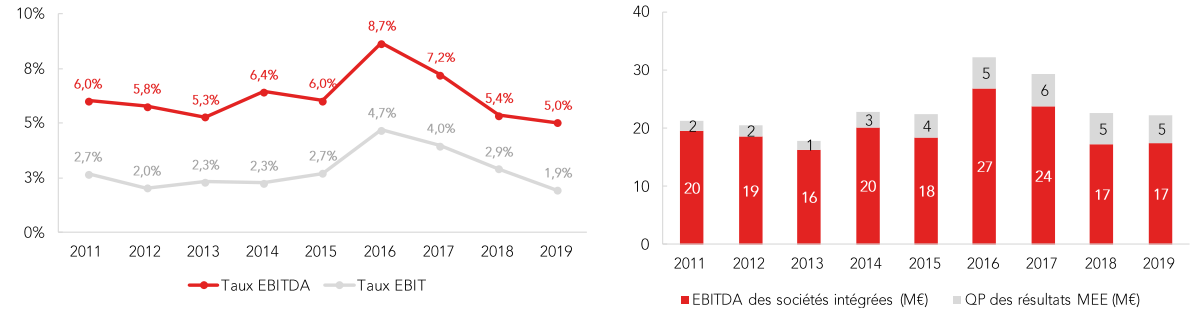
3.3.2. Rentabilité opérationnelle

Nous présentons, ci-après, sur la période 2011-2019, l'évolution des taux de marge d'EBITDA[62] et d'EBIT[63] aux bornes du périmètre constitué par les sociétés intégrées globalement par EPC[64], ainsi que la quote-part d'EPC dans les résultats nets des participations mises en équivalence[65].

[59] En France, les performances du Groupe au cours de l'exercice 2014 ont notamment été affectées par la fin des marchés des Lignes à Grande Vitesse.
[60] L'impact de la pandémie Covid-19 pour le Groupe a fait l'objet d'un communiqué en date du 26 juin 2020.
[61] « Information financière du 3ème trimestre 2020 du Groupe EPC », 12 novembre 2020.
[62] Pour mémoire, l'EBITDA (*Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization)* est un indicateur de performance extra-comptable. L'agrégat historique que nous présentons correspond au résultat opérationnel courant, avant dotations aux amortissements et aux provisions nettes des reprises, et hors quote-part du résultat des sociétés mises en équivalence.
[63] *Earnings Before Interests and Taxes.* L'agrégat historique que nous présentons correspond au résultat opérationnel courant hors quote-part du résultat des sociétés mises en équivalence.
[64] Le résultat opérationnel courant (ROC) publié par le Groupe intègre la quote-part d'EPC dans les résultats nets des participations consolidées selon la méthode de la mise en équivalence. Le chiffre d'affaires réalisé par les co-entreprises n'étant pas intégré dans le chiffre d'affaires consolidé, nous calculons les taux de marge sur une base homogène, en excluant les co-entreprises.
[65] Nous intégrons dans l'EBITDA Ajusté la quote-part du résultat net des participations mises en équivalence.

Nous avons retraité les taux de marge 2019 en neutralisant l'incidence de la norme IFRS 16 « Contrats de location », afin d'aboutir à une présentation homogène sur la période d'observation :

Évolution de la rentabilité du Groupe (% et M€)



Source : Rapports financiers annuels, analyses Ledouble

Au global, les taux de marge du Groupe sont restés relativement stables au cours de la période examinée, oscillant respectivement entre 5% et 7% du chiffre d'affaires pour la marge d'EBITDA et entre 2% et 3% du chiffre d'affaires pour la marge d'EBIT, à l'exception des exercices 2016 et 2017, au cours desquels EPC avait bénéficié de la croissance de ses activités dans un contexte de baisse du prix des matières premières.

EPC étant un acteur de taille intermédiaire implanté à l'international et évoluant dans un environnement fortement concurrentiel, sa marge annuelle consolidée masque des disparités en fonction des zones d'implantation et des métiers ; elle a été impactée par des évènements majeurs à l'échelle du Groupe (incidents de production, contexte politique de certains pays, perte / gain de contrats, déficits de certaines filiales).

Le Groupe s'appuyant sur différentes stratégies d'entrée, les résultats des co-entreprises contribuent de manière significative à ses résultats. En 2019, la performance de MCS a permis de compenser en partie l'incidence de la cession partielle en 2018 de la participation détenue dans le capital d'Arex[66].

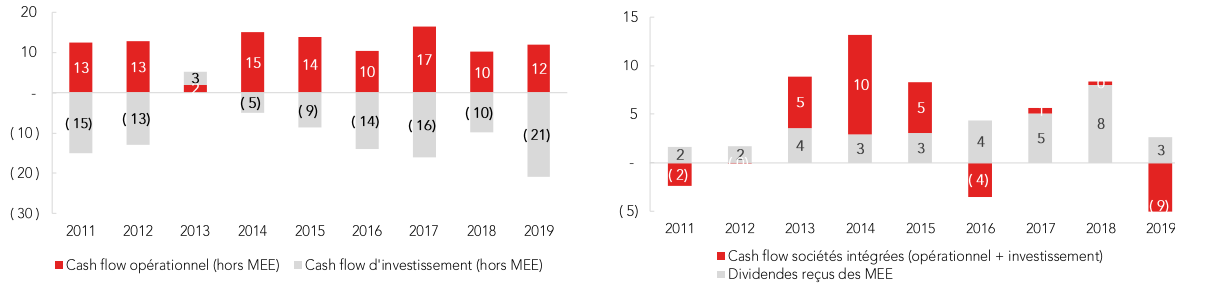
La baisse du chiffre d'affaires au cours du premier semestre 2020 n'a pas permis au Groupe d'atteindre son point mort sur le périmètre des sociétés intégrées, le résultat opérationnel courant, minoré de la quote-part des résultats des participations mises en équivalence, s'établissant à (0,3 M€) sur les 6 premiers mois de l'exercice 2020.

[66] Le Groupe a procédé en juillet 2018 à une cession partielle de sa participation au capital de la co-entreprise Arex, abaissant son pourcentage de détention à 20% à l'issue de l'opération de cession (contre 40% précédemment).

3.3.3. Flux de trésorerie

Nous présentons, ci-après, les flux de trésorerie générés par les activités d'exploitation et d'investissement[67] sur la période 2011-2019 aux bornes, d'une part, du périmètre constitué par les sociétés intégrées globalement par EPC et, d'autre part, à l'échelle du Groupe en intégrant les dividendes reçus des co-entreprises :

Évolution des flux de trésorerie
sur le périmètre des sociétés intégrées et du Groupe (M€)



Source : Rapports financiers annuels, analyses Ledouble

Sur l'ensemble de la période analysée :

- les flux de trésorerie issus de l'exploitation des filiales ont en grande partie été employés pour couvrir les besoins et les opportunités d'investissement identifiés par la Direction. En cumul sur les quatre derniers exercices, les efforts d'investissement menés, notamment au Canada et au Maroc, ont représenté une enveloppe globale d'un montant supérieur aux flux de trésorerie issus de l'exploitation de la Société et de ses filiales ;

- les résultats et les dividendes des sociétés mises en équivalence ont contribué de manière significative aux flux de trésorerie du Groupe, les co-entreprises affichant un taux de distribution élevé sur l'ensemble de la période[68].

En cumul sur les cinq derniers exercices, l'activité des sociétés contrôlées par le Groupe[69] a généré un flux de trésorerie négatif[70], certains foyers de pertes comme le Canada grevant la rentabilité d'ensemble.

[67] Le graphique qui suit exclut les flux de trésorerie liés aux activités de financement, à l'exception de l'exercice 2019 pour lequel nous avons retraité la présentation des flux de remboursement d'emprunts liés à l'application d'IFRS 16. Les flux de trésorerie ainsi exprimés sont comparables aux flux prévisionnels de trésorerie modélisés dans la méthode d'évaluation DCF *(Discounted Cash Flow)* que nous avons mise en œuvre (§ 4.4.1).
[68] Sur la période 2011-2019, la quote-part d'EPC dans les résultats des co-entreprises s'établit au total à 33 M€, équivalent au cumul des dividendes perçus sur cette même période.
[69] Hors co-entreprises.
[70] Sur la période 2015-2019, le cumul des flux de trésorerie liés aux activités opérationnelles et d'investissements, hors incidence des dividendes reçus des co-entreprises, est de (6 M€) ; ce montant intègre, pour l'exercice 2019, les décaissements liés aux obligations de location simple.

3.3.4. Structure bilancielle

La structure bilancielle du Groupe se présente comme suit au 30 juin 2020 :

Bilan simplifié au 30 juin 2020

M€	juin-20
Ecarts d'acquisition	8,2
Immobilisations incorporelles et corporelles	89,3
Droits d'utilisation	28,0
Participations dans les MEE	25,2
Autres actifs financiers	6,0
Actifs d'impôts différés	11,8
Total actifs non courants	**168,5**
BFR actif	153,4
Trésorerie et équivalents de trésorerie	10,6
Total actifs courants	**164,0**
Total Actif	**332,4**
Capitaux propres part du groupe	82,0
Intérêts minoritaires	1,0
Capitaux propres	**83,1**
Provisions pour risques et charges	39,9
Dettes financières	76,8
Dettes de location	25,0
Passifs d'impôts différés	1,2
BFR passif	106,5
Total provisions et dettes	**249,4**
Total Passif	**332,4**

Source : Rapport Financier Semestriel

3.3.4.1. Écarts d'acquisition

Les écarts d'acquisition comptabilisés par EPC sont testés sur chacune des trois Unités Génératrices de Trésorerie (« UGT ») correspondant aux zones :

- Europe – Amérique ;
- AMOA ;
- Démolition.

Dans le cadre de la clôture de l'exercice 2019, le Groupe a procédé à la dépréciation partielle des écarts d'acquisition rattachés à l'UGT Europe – Amérique, à hauteur de 8,6 M€, à la suite, d'une part, de la révision à la baisse des perspectives au Canada et en Grande-Bretagne et, d'autre part, d'une évolution défavorable des paramètres d'actualisation.

La mise à jour des perspectives opérationnelles du Groupe dans le contexte de la crise sanitaire a conduit EPC à constater au 30 juin 2020 :

- une dépréciation complémentaire de ses écarts d'acquisition de 13,3 M€, dont 10,5 M€ sur l'UGT Europe – Amérique et 2,8 M€ sur l'UGT Démolition ;

- une perte de valeur sur les autres actifs immobilisés de l'UGT Démolition à hauteur de 3,1 M€.

Au 30 juin 2020, la valeur nette comptable des écarts d'acquisition s'établit à 8,2 M€[71].

3.3.4.2. Immobilisations incorporelles et corporelles

En dehors des écarts d'acquisition, l'actif immobilisé du Groupe (89,3 M€) est essentiellement composé d'actifs corporels nécessaires aux activités opérationnelles du Groupe, dont principalement les constructions et terrains (32,0 M€) et les installations techniques, matériels et outillage industriels (34,7 M€)[72].

3.3.4.3. Droits d'utilisation et dettes de location

Depuis le 1er janvier 2019, le Groupe applique la norme IFRS 16 « Contrats de location » qui implique :

- de reconnaître au bilan les « droits d'utilisation » afférents aux biens loués ;
- d'inscrire en contrepartie une dette traduisant les engagements de paiement des loyers.

Au 30 juin 2020 :

- la valeur des droits d'utilisation comptabilisés par le Groupe s'élève à 28,0 M€, dont 20,4 M€ au titre des contrats de location simple ;
- les dettes de location représentent un montant total de 25,0 M€, dont 20,1 M€ se rattachent aux obligations de location simple[73].

3.3.4.4. Participations dans les sociétés mises en équivalence

Les participations d'EPC au capital des co-entreprises représentent au bilan du Groupe une valeur nette comptable de 25,2 M€ au 30 juin 2020, correspondant au coût d'acquisition de ces participations, annuellement majoré des quotes-parts de résultats détenues par EPC dans ces entités et minoré des dividendes reçus[74].

Le Groupe exerce sur les co-entreprises une influence notable, dans la mesure où il dispose du pouvoir de participer aux décisions de politique financière et opérationnelle, sans toutefois exercer un contrôle sur ces orientations.

[71] Dont 2,0 M€ sur l'UGT Europe – Amérique et 6,3 M€ sur l'UGT AMOA ; les écarts d'acquisition rattachés à l'UGT Démolition ont été entièrement dépréciés.
[72] Au 30 juin 2020, l'actif immobilisé comprend également des immobilisations en cours non encore affectées (13,1 M€), ainsi que d'autres immobilisations corporelles (8,0 M€) et incorporelles (1,4 M€).
[73] Les dettes de location comprennent également les engagements liés aux contrats de crédit-bail.
[74] Conformément à IAS 28 « Participations dans des entreprises associées ».

Nous relevons que, bien que les co-entreprises aient contribué de manière significative aux flux de trésorerie générés par le Groupe au cours des derniers exercices (§ 3.3.3), le prix perçu par EPC en 2018[75] lors de la cession partielle de sa participation dans Arex a tout juste permis de compenser la variation de périmètre sur le plan comptable[76], extériorisant un multiple de résultat net (PER) inférieur à 1,0x[77].

3.3.4.5. *Autres actifs financiers*

Les autres actifs financiers comprennent les avances de trésorerie octroyées aux co-entreprises MCS et Kemek US pour un encours total de 4,8 M€ au 30 juin 2020.

3.3.4.6. *Impôts différés*

Le montant net des impôts différés, qui s'élève à 10,6 M€[78] au 30 juin 2020, est composé principalement d'impôts différés au titre des provisions pour avantages envers le personnel (3,1 M€), des provisions pour dépollution, décontamination et démantèlement (2,7 M€) et des déficits reportables activés (2,9 M€).

3.3.4.7. *Besoin en fonds de roulement*

Le besoin en fonds de roulement (BFR), d'un montant net de 46,9 M€[79] au 30 juin 2020, a évolué historiquement comme suit :

Evolution du Besoin en Fonds de Roulement

M€	déc.-12	déc.-13	déc.-14	déc.-15	déc.-16	déc.-17	déc.-18	déc.-19	juin-20
Stocks et en cours	30,6	26,2	28,1	25,4	29,2	26,0	25,5	29,2	30,9
Clients et autres débiteurs	94,9	94,0	95,5	97,6	103,6	100,8	106,9	115,6	112,7
(Fournisseurs et autres créditeurs)	(79,9)	(74,5)	(83,6)	(84,1)	(85,2)	(77,4)	(87,3)	(95,3)	(99,2)
Autres (+/-)	0,6	(1,7)	0,5	2,7	0,8	3,4	4,6	1,7	2,6
BFR	46,1	44,0	40,4	41,7	48,3	52,7	49,6	51,2	46,9
% CA LTM	*14%*	*14%*	*13%*	*14%*	*16%*	*16%*	*15%*	*15%*	*14%*

Sources : Rapports financiers annuels, analyses Ledouble

Le poids du BFR, exprimé en pourcentage du chiffre d'affaires consolidé, est relativement stable et compris entre 13% et 16% sur l'ensemble de la période examinée. Malgré l'absence de saisonnalité particulière de l'activité, le BFR du Groupe est habituellement plus faible aux dates de clôture de l'exercice que sur le reste de l'année[80].

[75] Pour mémoire, le Groupe a procédé le 18 juillet 2018 à la cession de 200 des 400 titres qu'EPC détenait dans la *joint-venture* Arex aux Émirats Arabes Unis.
[76] Le Groupe a encaissé en 2018 un produit de cession de 1,1 M€ ; sur le plan comptable, la variation de périmètre, correspondant à la valeur qui était inscrite au bilan du Groupe, s'établissait à 1,2 M€.
[77] Nous comprenons que cette opération de cession a été finalisée à l'issue d'une longue période de négociations, comme le soulignait en 2018 la Société dans rapport financier annuel 2018 (p. 3) : « *les longues discussions sur la JV AREX aux émirats se concluent à la satisfaction des deux parties, le nouveau partenaire renforce sa participation mais la gouvernance est clarifiée et la signature d'un contrat de licence permet d'assurer le développement de la filiale sur le long terme avec une juste rémunération d'EPC* ».
[78] Montant des actifs d'impôts différés (11,8 M€) nets des passifs d'impôts différés (1,2 M€).
[79] BFR actif : 153,4 M€ - BFR passif : 106,5.
[80] À titre d'information, le BFR observé aux dates d'arrêtés semestriels était compris, sur la période 2012-2019, entre 15% et 19% du chiffre d'affaires des 12 derniers mois. Le BFR au 30 juin 2020 est toutefois en retrait par rapport aux situations intermédiaires antérieures.

3.3.4.8. Capitaux propres

Au 30 juin 2020, la valeur comptable des capitaux propres (part du Groupe) s'élève à 82,0 M€ ; les intérêts minoritaires, résultant des sociétés consolidées selon la méthode de l'intégration globale et dont le capital n'est pas détenu en totalité par EPC[81], représentent en valeur comptable 1,0 M€.

3.3.4.9. Provisions pour risques et charges

Les provisions pour risques et charges, d'un montant total de 39,9 M€ au 30 juin 2020, couvrent :

- la valeur actuelle des engagements relatifs aux avantages du personnel (18,5 M€)[82] ;
- les obligations en matière de décontamination, de dépollution et de démantèlement des sites industriels (12,5 M€) ;
- les risques de l'activité courante du groupe, notamment en ce qui concerne les contentieux commerciaux et prud'homaux (6,9 M€) ;
- les risques attachés à certains contrats (2,0 M€).

3.3.4.10. Dettes financières

Les dettes financières, dont l'encours s'établit à 76,8 M€ au 30 juin 2020, sont constituées principalement d'emprunts bancaires (49,8 M€), d'emprunts obligataires (14,9 M€), d'engagements financiers liés à la mobilisation de créances (6,3 M€), de découverts bancaires (4,1 M€) et de lignes de crédits renouvelables (1,3 M€).

Ces dettes financières sont à mettre en regard d'un volant de trésorerie et équivalents de trésorerie de 10,6 M€ au 30 juin 2020.

[81] Dont Corse Expansif, EPC Côte d'Ivoire, EPC UK et Mineex Sénégal.
[82] En application de la norme IAS 19 « Avantages du personnel ».

3.4. Matrice SWOT

La matrice SWOT présentée ci-dessous résume les forces et les faiblesses du Groupe, ainsi que les menaces et les opportunités auxquelles il est confronté sur son marché :

Forces

- Acteur historique reconnu
- Position de *leader* ou de *challenger* dans plusieurs pays sur le marché des explosifs à usage civil (dont Guinée, Côte d'Ivoire, France, Belgique)
- Implantation dans des zones stratégiques *via* le réseau de filiales et de co-entreprises à l'étranger
- Diversification métiers avec l'activité de démolition

Faiblesses

- Acteur de taille intermédiaire disposant d'une assise financière insuffisante pour saisir certaines opportunités
- Certaines filiales n'ayant pas atteint le point mort pèsent sur la rentabilité du Groupe
- Dégradation de la marge d'EBITDA au cours des derniers exercices, affectant la capacité du Groupe à générer des flux de trésorerie positifs
- Part significative des résultats issue des co-entreprises dans lesquelles le Groupe ne détient pas le contrôle

Opportunités

- Opportunités de développement sur le marché mondial des explosifs à usage civil
- Projets à l'international où le Groupe est présent, notamment en Afrique et au Moyen-Orient
- Réduction du nombre de foyers de pertes qui permettrait d'améliorer la rentabilité du Groupe
- Mise en service des nouvelles usines au Maroc et au Québec

Menaces

- Impact de la crise sanitaire
- Intensité concurrentielle et évolution du cours des matières premières, pouvant impliquant une forte tension sur les prix
- Risques de non renouvellement du carnet de commandes sur l'activité de démolition
- Evolution de la réglementation sur le marché des additifs diesel
- Pertes au Canada en l'absence de gain de nouveaux contrats
- Conditions de sortie sur les *joint ventures*, en cas d'évolution défavorable des partenariats

4. Évaluation multicritère de l'Action

Nous avons mis en œuvre une évaluation multicritère de l'Action (l' « **Evaluation Multicritère** ») dont nous exposons, ci-après, les différents volets, en présentant successivement :

- les données structurant l'évaluation de l'Action (§ 4.1) ;
- les références et méthodes de valorisation écartées (§ 4.2) ;
- la valeur implicite des Actions dans le cadre du Projet d'Acquisition (§ 4.3) ;
- les méthodes de valorisation retenues pour évaluer l'Action (§ 4.4) ;
- le positionnement du Prix d'Offre par rapport à l'Actif Net Comptable (§ 4.5) ;
- la synthèse de l'Evaluation Multicritère et l'appréciation des primes induites par le Prix d'Offre (§ 4.6).

4.1. Données structurant l'évaluation de l'Action

4.1.1. Référentiel comptable

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

4.1.2. Nombre d'Actions

Nos calculs de la valeur unitaire de l'Action ont été effectués sur la base :

- du nombre total d'Actions en circulation au 30 juin 2020 ;
- minoré des Actions auto-détenues à cette même date ;
- majoré du nombre d'Actions qui résulterait de la conversion des Parts de Fondateur en Actions sur la base du Taux de Conversion[83] (§ 2.3.2) qui constitue à ce jour l'hypothèse la plus pertinente pour procéder à l'estimation de la valeur de l'Action[84].

Calcul du Nombre Ajusté d'Actions

Catégorie	30-juin-20
Actions en circulation	**168 400**
(Actions auto-détenues)	(16 102)
Actions hors autodétention	**152 298**
Parts de Fondateur	29 473
Taux de Conversion	1,33
Actions en cas de conversion	**39 199**
Nombre Ajusté d'Actions	**191 497**

Sources : Société, analyses Ledouble

[83] Compte tenu de la décision prise par le Conseil d'Administration du 29 septembre 2020 d'exclure l'hypothèse d'un rachat des Parts de Fondateur, nous retenons un nombre d'Actions intégrant la conversion des Parts de Fondateur en application du taux de conversion de 1,33.
[84] La valeur unitaire de l'Action doit être déterminée compte tenu de l'incidence des Parts de Fondateur, que celles-ci soient effectivement converties ou non à l'issue de l'Offre.

Le nombre total d'Actions ainsi ajusté ressort à 191.497 (le « **Nombre Ajusté d'Actions** »).

4.1.3. Date d'évaluation

L'Evaluation Multicritère est réalisée à la date d'émission du Rapport.

Nous nous référons, pour le calcul de l'endettement net financier (§ 4.1.4), aux états financiers semestriels consolidés au 30 juin 2020, publiés par la Société.

Nous tenons compte des évènements intervenus jusqu'à la date d'émission du Rapport, en particulier de l'incidence de la crise sanitaire sur les perspectives d'activité et de rentabilité du Groupe.

Les données de marché ont été appréhendées à la date la plus proche possible de l'émission du Rapport. En particulier, les multiples des Comparables Boursiers ont été calculés à partir des consensus de marché extraits au 30 novembre 2020. Nous nous sommes en outre assurés, jusqu'à la date d'émission du Rapport, que l'évolution des données de marché n'était pas susceptible d'avoir une incidence sur les paramètres d'évaluation et les résultats de l'Evaluation Multicritère.

La date retenue pour la référence au cours de bourse de l'Action est le 14 novembre 2019, correspondant à la dernière cotation avant l'annonce par le Groupe des discussions exclusives entre les fondateurs d'EPC et Argos sur l'acquisition conditionnelle de la totalité du capital d'E.J. Barbier.

4.1.4. Endettement net financier au 30 juin 2020

Au 30 juin 2020, l'endettement net comptable du Groupe, hors dettes de location, est composé :

- d'emprunts bancaires (49,8 M€) et obligataires (14,9 M€) ;
- d'autres emprunts et dettes financières (1,6 M€) ;
- d'une enveloppe de trésorerie et d'équivalents de trésorerie (10,6 M€) d'un montant proche du cumul des créances mobilisées (6,3 M€) et des découverts bancaires (4,1 M€).

Endettement net comptable

M€	juin-20
Emprunts bancaires	49,8
Emprunts obligataires	14,9
Mobilisation de créances	6,3
Découverts bancaires	4,1
Autres emprunts et dettes financières	1,6
Endettement brut comptable	**76,8**
(Trésorerie et équivalents de trésorerie)	(10,6)
Endettement net comptable	**66,2**

Source : Rapport financier semestriel 2020

Nous avons ajusté l'endettement net comptable afin de tenir compte :

- des provisions pour risques et charges non courantes[85] nettes des impôts différés, couvrant :
  - les obligations de démantèlement, de décontamination et de dépollution incombant au Groupe ainsi que les autres risques et charges d'exploitation (montant net de 15,5 M€[86]) ;
  - les avantages au personnel (montant net de 15,4 M€[87]) ;
- du montant des créances vis-à-vis des sociétés mises en équivalence (4,8 M€).

Il en ressort un endettement net financier de **92,4 M€** au 30 juin 2020 :

Endettement net financier

M€	juin-20
Endettement net comptable	**66,2**
Provisions pour risques et charges nettes d'IDA	30,9
Créances rattachées à des participations	(4,8)
Endettement net financier	**92,4**

Sources : Rapport financier semestriel 2020, analyses Ledouble

4.1.5. Éléments d'atterrissage au titre du second semestre 2020

La Direction nous a confirmé, à l'appui des dernières données de gestion à sa disposition[88] que :

- son estimation du résultat opérationnel courant au titre du second semestre 2020 restait inchangée et correspondait au montant inclus dans le Plan d'Affaires Management (§ 4.4.1.2) ;
- l'endettement net comptable au 30 juin 2020, ajusté des prévisions de trésorerie du Plan d'Affaires Management au titre du second semestre 2020, constituait sa meilleure estimation de l'atterrissage de dette nette au 31 décembre 2020 ;
- les éventuels écarts de trésorerie résulteraient, le cas échéant, de décalages temporaires (variation de BFR, investissements reportés en 2021), sans effet sur les fourchettes de valeurs exposées dans la synthèse de la valeur de l'Action (§ 4.6).

4.1.6. Obligations locatives et impact de la norme IFRS 16

Nous avons tenu compte, en valorisation intrinsèque DCF (§ 4.4.1) et DDM (§ 4.4.2), de l'incidence des engagements de location dans la modélisation des flux prévisionnels de trésorerie. Par conséquent, l'endettement net financier (§ 4.1.4) qui s'inscrit dans le passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des capitaux propres, exclut les dettes liées aux obligations locatives.

[85] La part courante des provisions est réputée prise en compte dans les flux prévisionnels de trésorerie.
[86] 17,8 M€ hors impôts différés.
[87] 18,5 M€ hors impôts différés.
[88] En ce compris les éléments de *reporting* au 31 octobre 2020.

S'agissant de la valorisation analogique par les Comparables Boursiers (§ 4.4.3), nous avons examiné les résultats obtenus avec ou sans retraitement de la norme IFRS 16 « Contrats de location ». À l'issue de nos analyses et afin d'aboutir aux résultats jugés les plus pertinents[89], nous avons :

- déterminé les multiples d'EBITDA des Comparables Boursiers en neutralisant l'incidence de la norme IFRS 16[90] et exclu les obligations locatives du passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des capitaux propres ;

- déterminé les multiples d'EBIT des Comparables Boursiers *post* IFRS 16, en incluant les obligations locatives de la Société dans le passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur de ses capitaux propres.

S'agissant de la valorisation analogique par les Transactions Comparables (§ 4.4.4), nous avons exclu les obligations locatives du passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des capitaux propres, en considérant que les multiples déterminés à partir des résultats historiques n'intégraient pas les effets de la norme IFRS 16.

4.1.7. Déficits fiscaux

Le Groupe disposait au 31 décembre 2019 d'un stock de déficits reportables d'un montant total de 82,6 M€[91].

Dans nos travaux de valorisation, nous avons tenu compte de la valeur actuelle des déficits reportables, pour leur part activée et non activée, rattachés au périmètre français d'intégration fiscale ainsi qu'aux autres filiales du Groupe.

Ces déficits reportables ont été actualisés au coût du capital sur la période nécessaire à leur apurement, au regard des prévisions de résultats produites par la Direction et de notre extrapolation de ces projections.

Sur cette base, notre estimation de la valeur totale des économies d'impôts liées aux déficits reportables, comprise entre **4,7 M€**[92] et **8,4 M€**[93], a été intégrée dans nos méthodes de valorisation intrinsèque (DCF et DDM) et analogique (Comparables Boursiers et Transactions Comparables) de l'Action[94].

[89] Le choix de retraiter ou non les multiples dépend notamment (i) du poids des obligations locatives au bilan des Comparables Boursiers, (ii) de l'amélioration attendue de la pertinence des résultats en cas de retraitement, (iii) du risque d'erreur en cas de retraitement, plus ou moins élevé en fonction de la qualité de la communication financière des Comparables Boursiers et (iv) de l'agrégat exploité (EBITDA ou EBIT). Quel que soit le choix retenu, la méthode de calcul des multiples des Comparables Boursiers est appliquée de manière homogène aux agrégats du Groupe.
[90] Nous avons ainsi retraité les agrégats prévisionnels des Comparables Boursiers à partir des informations publiques disponibles et des informations issues de nos bases de données.
[91] Incluant la part non activée des déficits reportables.
[92] Scénario de « reprise lente » du Plan d'Affaires Management (§ 4.4.1.2.iii).
[93] Scénario « intermédiaire » du Plan d'Affaires Management (§ 4.4.1.2.ii).
[94] À titre de comparaison, au 30 juin 2020, les impôts différés résultant de la quote-part activée des déficits fiscaux sont inscrits au bilan consolidé d'EPC pour un montant total de 2,9 M€.

4.1.8. Participations mises en équivalence

Les participations mises en équivalence, dont les titres présentent une valeur nette comptable de 25,2 M€ au 30 juin 2020 (§ 3.3.4.4), ont été réévaluées à l'appui des données prévisionnelles qui nous ont été transmises (§ 4.4.1.2)[95].

La valeur de ces participations, telle que nous l'avons estimée selon la méthode DCF, ressort entre **45,9 M€** et **47,3 M€**[96].

4.1.9. Intérêts Minoritaires

Nous avons estimé la valeur actuelle des intérêts minoritaires à partir des prévisions de résultats qui nous ont été transmises pour chacune des entités du Groupe.

Selon le scénario retenu dans le Plan d'Affaires Management (§ 4.4.1.2), la valeur estimée des intérêts minoritaires est comprise entre **8,2 M€** [97]et **9,5 M€** [98].

Ces intérêts minoritaires ont été déduits des valeurs d'entreprise obtenues par les différentes méthodes d'évaluation que nous avons mobilisées.

4.1.10. Besoin en fonds de roulement

Nous avons tenu compte du décalage observé historiquement entre le niveau de BFR à la clôture[99] et le niveau moyen au cours de l'année, en procédant dans la méthode d'évaluation DCF (§ 4.4.1) à un ajustement :

- de 4 M€ dans la modélisation du Plan d'Affaires Management, soit un ajustement compris entre 1,0% et 1,5% du chiffre d'affaires du dernier exercice clos ;
- de 1 M€ dans la modélisation du Scénario Ledouble[100].

4.1.11. Procédure Candel and Partners

La société Candel and Partners, par des actes de 2016 et 2017, a exercé une action *ut singuli*, conformément aux dispositions de l'article L.225-252 du Code de commerce, afin qu'EPC soit indemnisée d'un préjudice qu'elle aurait subi du fait de la conclusion de conventions de prestations diverses entre la Société ou ses filiales et E.J. Barbier et les Sociétés Adex et Adex Services Limited, au titre des exercices 2000 à 2013. À ce titre, Candel and Partners a assigné plusieurs dirigeants et administrateurs communs des sociétés ayant conclu ces conventions.

---

[95] La valorisation des participations mises en équivalence, sur la base des conditions financières observées lors de la cession partielle de la participation du Groupe dans Arex en 2018 (§ 3.3.4.4), aurait abouti à un montant significativement inférieur.
[96] La valorisation analogique de ces participations, à partir des multiples des Comparables Boursiers, conduit à une fourchette plus large de valeurs comprises entre 33,4 M€ et 53,6 M€.
[97] Scénario de « reprise lente » du Plan d'Affaires Management (§ 4.4.1.2.iii) et Scénario Ledouble (§ 4.4.1.3)
[98] Scénario « intermédiaire » du Plan d'Affaires Management (§ 4.4.1.3).
[99] La variation de BFR attendue sur l'Horizon Explicite a été estimée par la Direction par référence aux dates de clôture.
[100] L'ajustement dans le Scénario Ledouble est moindre compte tenu des hypothèses retenues par ailleurs sur l'évolution du BFR (§ 4.4.1.3).

Compte tenu des jugements prononcés dans cette affaire, et en particulier du dernier en date du 10 juillet 2020[101], la procédure Candel and Partners n'a pas d'incidence sur notre estimation de la valeur de l'Action[102].

4.1.12. Portefeuille immobilier

Bien que le Groupe dispose d'un certain nombre de terrains et d'actifs immobiliers, affectés à ses activités industrielles[103], il nous a confirmé qu'il n'était pas procédé à leur évaluation en raison de la nécessité de maîtriser le foncier autour de ces sites de production et de stockage, et de la difficulté de trouver des emplacements alternatifs en cas de cession afin de préserver la continuité d'exploitation.

Nous avons fait appel à plusieurs experts immobiliers pour analyser un échantillon représentatif d'actifs immobiliers dont le Groupe est propriétaire, et vérifier l'absence de plus-value latente significative susceptible d'être prise en compte dans notre estimation de la valeur de l'Action[104].

Nous avons ainsi mandaté trois experts immobiliers[105] pour examiner les actifs immobiliers détenus par EPC en France, en Italie et au Royaume-Uni, zones que nous avons sélectionnées[106] au regard de l'historique d'implantation du Groupe.

L'examen du portefeuille immobilier a été effectué en deux étapes :

- les experts ont tout d'abord procédé à une revue préliminaire globale des actifs immobiliers sur leur périmètre afin d'apprécier le potentiel de valorisation des sites, au vu notamment de leur emplacement et des contraintes locales d'urbanisme ;
- les sites pour lesquels les experts immobiliers ont identifié un potentiel de valorisation ont fait l'objet de diligences spécifiques[107].

À l'issue de notre analyse et à l'appui des conclusions des experts immobiliers, seul un programme immobilier[108] susceptible de générer un profit significatif non lié à l'exploitation a été identifié. Nous avons intégré ce produit potentiel dans notre évaluation de l'Action, pour une valeur nette comprise entre **1 M€** et **2 M€**.

---

[101] Candel and Partners a été déboutée de ses demandes et condamnée, sur le fondement de l'article 700 du Code de procédure civile, à payer 30.000 € à la Société.
[102] Nous relevons toutefois que Candel and Partners a interjeté appel de ce jugement, l'affaire étant actuellement pendante devant la Cour d'appel de Paris.
[103] Le Groupe a identifié trois terrains qui n'ont à ce jour pas d'affectation industrielle : terrain d'environ 50 hectares situé à Lamarche-sur-Saône en France, terrain d'environ 50 hectares situé à Montemore au Portugal et terrain en bordure du site de Rough Close Works au Royaume-Uni.
Source : Réponses aux questions écrites de Candel and Partners et de Monsieur Patrice Couturier en vue de l'Assemblée Générale Annuelle du 30 juin 2020.
[104] Une plus-value latente d'un actif immobilier par rapport à sa valeur nette comptable inscrite au bilan du Groupe n'implique pas nécessairement un ajustement de la valeur de l'Action. Il convient en effet, le cas échéant, de comparer la valeur de marché de cet actif avec sa valeur d'utilité intégrée dans les flux prévisionnels de trésorerie reflétant son exploitation et sous-tendant nos travaux d'évaluation de l'Action.
[105] Euroflemming (France), Gerald Eve LLP (Royaume-Uni) et Gabetti Property Solutions Agency SpA (Italie).
[106] Ces zones regroupent une quarantaine de sites qui ont été étudiés par les experts immobiliers.
[107] Au Royaume-Uni, le site de Rough Close Works a fait l'objet de demandes complémentaires de notre part auprès de la Direction du Groupe pour apprécier, d'une part, le potentiel de valorisation pour la partie du site non affectée à l'exploitation et, d'autre part, les conséquences d'un éventuel usage alternatif de la partie du site rattachée à l'exploitation. Sur le périmètre français, l'expert immobilier a demandé des compléments d'informations sur 4 sites, et a par ailleurs effectué la visite d'un site pour lequel un rapport d'expertise a été établi. En Italie, l'expert immobilier n'a pas identifié de site présentant un potentiel de valorisation nécessitant des investigations complémentaires.
[108] Programme immobilier concernant une parcelle située sur le site de Rough Close Works.

Nous n'avons pas identifié d'autre actif immobilier pour lequel un usage alternatif conduirait à une valeur de marché supérieure à sa valeur d'utilité, telle qu'estimée au travers des flux prévisionnels de trésorerie reflétant son exploitation.

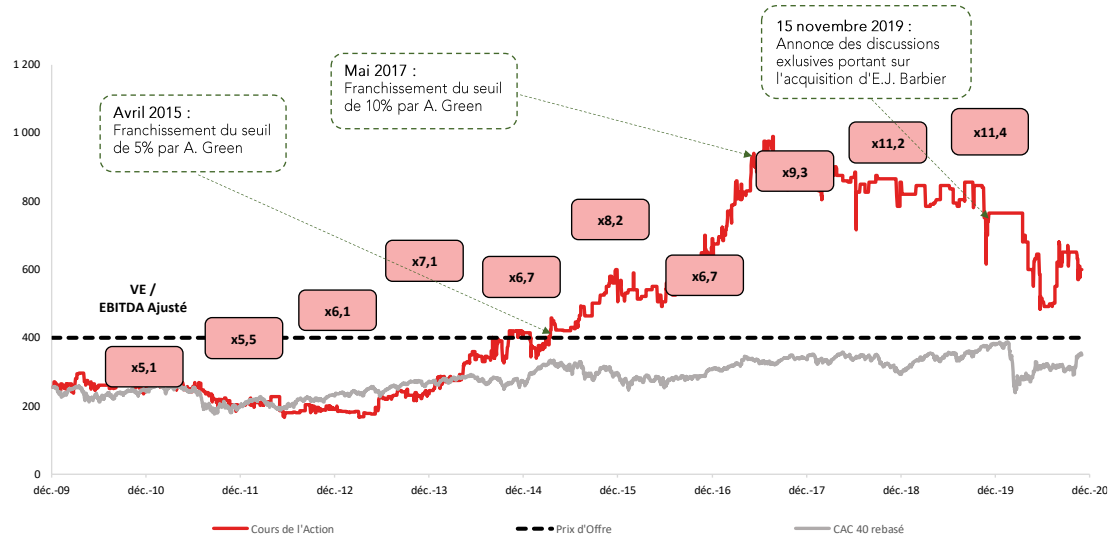
4.2. Références et méthodes d'évaluation écartées

4.2.1. Référence au cours de bourse

L'Action est cotée sur le compartiment B du marché réglementé Euronext Paris[109]. À notre connaissance, elle ne fait l'objet d'aucun suivi de la part d'analystes.

Nous présentons, ci-dessous, l'évolution depuis 2010 du cours de l'Action par rapport à l'indice boursier CAC 40[110] :

Analyse du cours de bourse de l'Action (€)



Sources : Capital IQ, analyses Ledouble

Le cours de l'Action se situe au-dessus du Prix d'Offre de manière continue depuis le second trimestre 2015.

Nous considérons toutefois que le cours de bourse n'est pas une référence pertinente pour apprécier la valeur de l'Action, compte tenu :

- de la très faible liquidité de l'Action (§ 4.2.1.1) ;
- du poids significatif des transactions réalisées par le principal actionnaire minoritaire (§ 4.2.1.2) ;
- des variations de cours qui ne nous semblent pas refléter, sur les derniers exercices, l'évolution :
  - des performances intrinsèques du Groupe ;
  - du marché actions (§ 4.2.1.3).

[109] Sous le code ISIN FR0000037343 mnémonique « EPCP ».
[110] Rebasé en date du 4 janvier 2010.

4.2.1.1. *Analyse de la liquidité de l'Action*

L'analyse de la liquidité de l'Action est réalisée entre le 1er janvier 2015, année au cours de laquelle le cours de bourse de l'Action dépasse le Prix d'Offre, et le 14 novembre 2019, dernière journée de cotation avant l'annonce des discussions exclusives menées entre les fondateurs d'EPC et Argos, portant sur l'acquisition conditionnelle de la totalité du capital d'E.J. Barbier.

Nous constatons sur cette période que :

- d'une part, le nombre de jours de cotation des titres EPC est limité, l'Action ayant coté seulement 357 jours sur 1.247 jours de cotation de l'indice CAC 40 ;
- d'autre part, les volumes portant sur l'Action sont faibles, avec 15.828 Actions échangées, soit une moyenne d'environ 44 Actions par jour de cotation.

Par ailleurs, au cours des douze derniers mois précédant l'annonce de l'Opération, le volume de titres échangés, comparé au nombre d'Actions représentatif du flottant, est négligeable :

Rotation annuelle du flottant

En nombre d'Actions	14-nov.-19
Volume échangé sur 12 mois	273
Flottant	35 118
Taux de rotation du flottant (%)	0,8%

Source : Capital IQ

La faible liquidité de l'Action limite la pertinence du recours au critère du cours de bourse.

4.2.1.2. *Transactions réalisées par M. Allan Green*

M. Allan Green, directement ou indirectement[111], a acquis 9.950 Actions, soit 73% du volume total échangé sur la période du 18 avril 2015[112] au 14 novembre 2019 :

Analyse des transactions réalisées sur la période avril 2015 - novembre 2019

Date	Actions détenues par A. Green	Variation	Volume total échangé sur le marché	% acquis par A. Green	Réf. du Document AMF
17.04.2015	8 935	n.a.	n.a.	n.a.	215C0479
20.05.2015	12 811	3 876	3 944	98%	215C0689
01.06.2016	16 697	3 886	4 995	78%	216C1278
15.05.2017	17 040	343	2 226	15%	217C0980
14.11.2019	18 885	1 845	2 420	76%	219C2415
Total		9 950	13 585	73%	

Source : AMF

[111] Par l'intermédiaire des sociétés Candel and Partners SAS et Conseillor SAS.
[112] Le Document AMF n°215C0479 de déclaration de franchissement de seuil, publié le 20 avril 2015, mentionne que la société Candel & Partners a franchi à la hausse le seuil de 5% du capital d'EPC le 17 avril 2015, et détient à cette même date 8.935 Actions. Dans la mesure où nous ne disposons pas d'informations publiques antérieures à cette date, nous présentons notre analyse à compter du 18 avril 2015.

Au regard de la faible liquidité de l'Action, le poids des transactions réalisées par M. Allan Green de manière directe ou indirecte, l'ayant conduit au franchissement des seuils de 5% puis de 10%[113] du capital d'EPC, est susceptible d'avoir eu un impact significatif sur l'évolution du cours de bourse de l'Action.

4.2.1.3. Analyse du cours de bourse

Entre début 2015 et le 14 novembre 2019, le cours de l'Action a enregistré une hausse de 102%, clôturant à 415 € le 2 janvier 2015 et à 840 € le 14 novembre 2019. Sur cette même période :

- le multiple implicite VE / EBITDA Ajusté[114], déterminé à partir des données de marché et des états financiers consolidés disponibles à fin 2014 et à fin 2019, a augmenté de 4,7 points, passant de 6,7x à 11,4x ;
- le Groupe ne s'est pas désendetté ; au contraire, la dette nette consolidée a augmenté de 24,0 M€ sur la période[115] ;
- l'EBITDA Ajusté s'est amélioré puis dégradé, s'établissant en fin de période à un niveau légèrement en retrait par rapport à 2014 (22,3 M€[116] en 2019 *versus* 22,8 M€ en 2014) ;
- l'indice CAC 40, rebasé sur le cours de l'Action en date du 4 janvier 2010, reste inférieur au Prix d'Offre sur l'ensemble de la période analysée.

Nous constatons l'absence de lien apparent entre, d'une part, le cours de l'Action et, d'autre part, les performances opérationnelles du Groupe ainsi que l'évolution du marché actions[117], ce qui peut notamment s'expliquer par la faible liquidité de l'Action et le poids significatif des transactions réalisées par le principal actionnaire minoritaire.

Compte tenu de ces constats, nous avons écarté la référence au cours de bourse qui ne constitue pas, sur les derniers exercices, un critère pertinent pour apprécier la valeur de l'Action.

4.2.2. Actif Net Réévalué

La méthode de l'Actif Net Réévalué (« **ANR** ») consisterait à corriger l'Actif Net Comptable (« **ANC** ») afin de tenir compte des plus ou moins-values latentes identifiées à l'actif et/ou au passif et de l'incidence éventuelle des engagements hors-bilan.

---

[113] Le Document AMF n°217C0980 de déclaration de franchissement de seuil, publié le 17 mai 2017, mentionne que M. Allan Green, directement et indirectement par l'intermédiaire de la société Candel & Partners qu'il contrôle, a franchi à la hausse le seuil de 10% du capital d'EPC le 15 mai 2017, et détient à cette même date 17.040 Actions.
[114] La Valeur d'Entreprise (VE) a été déterminée, pour chaque période, à partir de la capitalisation boursière des Actions et des Parts de Fondateur en moyenne 1 mois et d'un endettement net comptable au titre de chaque clôture, majoré des provisions non courantes. L'EBITDA Ajusté correspond au résultat opérationnel courant (ROC) publié par EPC, avant dotations et reprises aux amortissements et aux provisions.
[115] La dette nette consolidée est ainsi passée de 41,1 M€ au titre de l'exercice 2014 à 65,1 M€ au titre de l'exercice 2019.
[116] Hors impact de la norme IFRS 16.
[117] Représenté sur le graphique par l'indice boursier CAC 40.

Les actifs du Groupe étant quasiment exclusivement affectés aux activités opérationnelles et la Société ayant par ailleurs comptabilisé au 30 juin 2020 une dépréciation complémentaire de ses écarts d'acquisition (§ 3.3.4.1), nous n'avons pas procédé à une estimation de son ANR dont le chiffrage procéderait *in fine* d'une évaluation intrinsèque menée par ailleurs par l'actualisation des flux de trésorerie et des dividendes prévisionnels (§ 4.4.1 et 4.4.2).

Nous analysons toutefois *infra* le positionnement du Prix d'Offre par rapport à l'ANC (§ 4.5).

4.3. Valeur implicite des Actions dans le cadre du Projet d'Acquisition

Les modalités prévues pour la réalisation du transfert du Bloc de Contrôle et du Réinvestissement constituent des références utiles à l'appréciation du Prix d'Offre.

4.3.1. Valeur implicite des Actions dans le Contrat de Cession d'Actions tel que modifié par les Lettres Avenants

À la date du transfert du Bloc de Contrôle, le patrimoine de la société E.J. Barbier sera essentiellement constitué de trésorerie[118], des Actions et des Parts de Fondateur émises par la Société[119], de sorte que la valeur implicite des titres de la Société peut être déterminée par transparence avec le Prix des actions E.J. Barbier.

Nous relevons que le prix d'acquisition, par Argos, des titres composant le capital de la Société E.J. Barbier, reposait initialement sur :

- une valeur implicite des Actions de 429 € ;
- une valeur implicite des Parts de Fondateur de 480 € ;
- une valeur implicite des capitaux propres d'EPC d'environ 80 M€.

Le Prix des actions E.J. Barbier, ajusté à la baisse dans la Deuxième Lettre Avenant, reposait sur :

- une valeur implicite des Actions de 363 € avant réfactions éventuelles au titre des garanties, sensiblement inférieure au Prix d'Offre ;
- une valeur implicite des capitaux propres d'EPC de l'ordre de 69 M€.

La Troisième Lettre Avenant étant sans incidence sur le Prix des actions E.J. Barbier, les valeurs implicites des Actions et des capitaux propres d'EPC sont restées globalement inchangées[120].

[118] Le Contrat de Cession d'Actions prévoit des clauses d'ajustement du Prix des actions E.J. Barbier en fonction de l'évolution de la trésorerie nette de la holding entre le *signing* et le *closing*.
[119] Au démarrage du processus de cession, E.J. Barbier était propriétaire de certains biens immobiliers, dont le transfert est intervenu préalablement à la finalisation du Projet d'Acquisition, de sorte que ces biens ne rentrent pas dans le périmètre du Contrat de Cession d'Actions et n'ont pas eu d'incidence sur le Prix des actions E.J. Barbier négocié entre les Cédants et Argos.
[120] Lors de la Deuxième Lettre Avenant, la valeur implicite des Actions avait été déterminée par les Cédants et 4 Décembre SAS sur la base d'une hypothèse de taux de conversion des Parts de Fondateur de 1,30. Le Taux de Conversion ayant été fixé par le Collège d'Experts à 1,33, la valeur implicite des Actions a mécaniquement légèrement diminué entre la Deuxième Lettre Avenant et la Troisième Lettre Avenant.

Il convient par ailleurs de noter que :

- les Cédants ont accepté d'octroyer des garanties à 4 Décembre SAS, dont la mise en œuvre viendrait minorer le Prix des actions E.J. Barbier, de sorte que la valeur implicite de 363 € acceptée par les Cédants pour le transfert du Bloc de Contrôle correspondait, à la date de signature de la Troisième Lettre Avenant, à un montant maximum ;

- la valeur implicite de 363 € sera réduite à la date de transfert du Bloc de Contrôle du fait de la mise en œuvre de garanties, à hauteur d'environ 3 € par Action ;

- une éventuelle modification du prix des Actions dans le cadre de l'Offre n'aurait *a contrario* aucun effet sur le Prix des actions E.J. Barbier ; le Contrat de Cession d'Actions et ses avenants ne prévoient par ailleurs aucun complément de prix.

4.3.2. Prix de cession des Actions détenues en direct par les Cédants et par M. Olivier Obst

Concomitamment au transfert du Bloc de Contrôle, il est prévu que les Cédants et M. Olivier Obst transfèrent les 3.590 Actions qu'ils détiennent en direct, à un prix de 363 €, égal à la valeur implicite de cession des Actions incorporée dans le Prix des actions E.J. Barbier.

4.3.3. Prix de rachat des Actions dans le projet de Pacte d'Actionnaires

Le Projet d'Acquisition prévoit également le Réinvestissement de certains Cédants aux côtés de 4 Décembre SAS, ainsi que l'entrée des Managers au capital du véhicule d'investissement.

Dans ce contexte, un projet de pacte d'actionnaires a été établi dans le but d'exposer les principaux termes et conditions de ce pacte qui sera conclu au niveau de 4 Décembre SAS (le « **Pacte d'Actionnaires** ») et de prévoir l'organisation de leurs relations au sein du véhicule d'investissement.

Le projet de Pacte d'Actionnaires intègre notamment des promesses croisées d'achat et de ventes entre 4 Décembre SAS et les Managers ; en cas de cessation de fonction d'un Manager, l'application de formules permet, en fonction du motif de départ, de déterminer le prix de rachat des actions du Manager. Ces formules intègrent la notion de « **Prix Normal** » basée sur des multiples qui seront, le cas échéant et à la date de départ du Manager, appliqués aux agrégats comptables d'EPC.

La formule du Prix Normal extériorise, à partir des comptes consolidés de l'exercice clos le 31 décembre 2019 et des agrégats issus du budget 2020 d'EPC, une valeur unitaire de l'Action[121] en net retrait par rapport tant au Prix d'Offre qu'à la valeur implicite de 363 € par Action acceptée par les Cédants.

[121] La formule du Prix Normal sera susceptible d'être utilisée, en cas de départ d'un Manager, pour déterminer la valeur de rachat de ses actions au niveau du véhicule d'investissement. La formule s'applique toutefois par transparence aux agrégats d'EPC et extériorise ainsi une valeur implicite des Actions.

4.4. Méthodes d'évaluation retenues

Pour apprécier le Prix d'Offre, nous nous référons, à titre principal, à la valorisation intrinsèque :

- par actualisation des flux prévisionnels de trésorerie ou *Discounted Cash Flow* (« DCF ») (§ 4.4.1) ;
- par actualisation des dividendes prévisionnels ou *Dividend Discount Model* (« DDM ») (§ 4.4.2).

À titre de recoupement, nous avons mis en œuvre une valorisation analogique par référence aux multiples boursiers (§ 4.4.3) et transactionnels (§ 4.4.4).

4.4.1. Valorisation intrinsèque en DCF

4.4.1.1. Rappel des principes de la méthode DCF

La méthode DCF repose sur l'estimation de la valeur de l'actif économique d'une entreprise sur la base des flux de trésorerie d'exploitation disponibles générés par son activité, lesquels sont actualisés à un taux correspondant à l'exigence de rendement attendu par les apporteurs de ressources.

Le calcul de la valeur terminale, estimée au-delà de la période explicite de prévisions, repose sur l'estimation d'un *cash flow* libre durable et tient ainsi compte d'une hypothèse de continuité de l'exploitation et d'une estimation de croissance à long terme (croissance perpétuelle).

Afin d'obtenir la valeur de marché des fonds propres, est déduit de la valeur des activités opérationnelles (valeur d'entreprise), l'endettement net financier.

4.4.1.2. Plan d'Affaires Management

La Direction établit des prévisions :

- sur le périmètre des UGT, pour les besoins des tests de dépréciation réalisés dans le cadre de la production des états financiers (§ 3.3.4.1) ;
- aux bornes du Groupe intégrant, en sus du périmètre des UGT, les prévisions relatives aux sociétés non rattachées aux UGT[122] et aux participations mises en équivalence.

Nous avons initialement obtenu, d'une part, le plan d'affaires qui sous-tendait les tests de dépréciation réalisés au 31 décembre 2019 et, d'autre part, les projections établies par l'Initiateur avant la survenance de la pandémie de Covid-19.

Au deuxième trimestre 2020, la crise sanitaire a conduit l'Initiateur à solliciter la réalisation d'une étude des principaux marchés du Groupe auprès d'un cabinet de conseil en stratégie[123].

Au cours du troisième trimestre 2020, Argos et la Direction ont mis à jour leurs prévisions respectives afin de tenir compte de l'incidence de la crise sanitaire.

[122] Sociétés holdings non opérationnelles et sociétés non consolidées.
[123] Boston Consulting Group.

Le plan d'affaires révisé par la Direction (le « **Plan d'affaires Management** »), couvre la période prévisionnelle 2020-2025 (l'« **Horizon Explicite** ») ; présenté et approuvé par le Conseil d'Administration du 25 août 2020, il sous-tend les tests de dépréciation réalisés au 30 juin 2020 et se décline en trois scénarios :

- un scénario qualifié par la Direction de « reprise rapide » ;
- un scénario dit « intermédiaire », retenu pour les tests de dépréciation réalisés au 30 juin 2020 ;
- un scénario de « reprise lente ».

Nous présentons, ci-après, notre appréciation du caractère plus ou moins volontariste des prévisions incluses dans chacun des trois scénarios du Plan d'Affaires Management.

(i) Scénario de « reprise rapide »

Nous avons écarté le scénario de « reprise rapide », considérant qu'il reposait sur des hypothèses présentant un risque de non-réalisation particulièrement élevé, non intégré dans nos paramètres d'actualisation.

Notre décision d'écarter ce scénario est en particulier justifiée par :

- la dégradation de la rentabilité du Groupe au cours des derniers exercices ;
- les résultats opérationnels du Groupe qui se situent historiquement en retrait par rapport aux précédents plans d'affaires[124] ;
- le contexte de la crise sanitaire, porteuse d'aléas supplémentaires.

À titre indicatif, nous précisons que le scénario de « reprise rapide » prévoit :

- une croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires de plus de 5%[125] ;
- combinée à une très forte amélioration de la marge opérationnelle, qui se traduirait, sur l'Horizon Explicite, par un gain d'environ 600 points de base de taux de marge d'EBITDA.

Ces hypothèses conduiraient le Groupe, dès 2023, à un niveau de marge deux fois supérieur à celui réalisé en 2019 et celui attendu par la Direction en 2020, et à une évolution plus favorable que celle anticipée avant la crise sanitaire[126]. Aucune étude de marché ne conforte ces hypothèses qui sont également sans lien avec les évolutions historiques du Groupe.

En conséquence, nous sommes d'avis que le risque de non-réalisation de ce scénario est tel qu'il ne peut être exploité pour apprécier l'équité du Prix d'Offre.

[124] Nous avons examiné les plans d'affaires produits par le Groupe depuis 2015 (§ 4.4.1.3).
[125] Pour mémoire, au cours des 5 derniers exercices, le Groupe a enregistré une croissance annuelle moyenne de l'ordre de 2% (§ 3.3.1).
[126] Les projections du scénario de « reprise rapide » tablent sur des performances opérationnelles meilleures que celles reflétées dans le dernier plan d'affaires établi par la Direction avant la crise sanitaire.

(ii) Scénario « intermédiaire »

Nous avons modélisé le scénario « intermédiaire », sous-tendant les tests de dépréciation au 30 juin 2020.

Nous considérons toutefois que :

- ce scénario repose lui aussi sur des objectifs particulièrement volontaristes, dont le risque de non-réalisation n'est que partiellement pris en compte dans nos paramètres d'actualisation au travers d'une prime de risque spécifique de 2% (§ 4.4.1.6) ;
- la retranscription du risque de réalisation de ce scénario aurait pu justifier une prime de risque spécifique sensiblement réhaussée, ce qui équivaudrait finalement à réviser les hypothèses du scénario « intermédiaire » [127], comme nous l'avons fait dans le Scénario Ledouble (§ 4.4.1.3).

À titre indicatif, le scénario « intermédiaire » prévoit, pour le périmètre des sociétés intégrées globalement :

- une croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires de plus de 4%, soit une croissance deux fois supérieure à celle observée sur les 5 derniers exercices[128],
- combinée à une très forte amélioration de la marge opérationnelle, qui se traduirait, sur l'Horizon Explicite, par un gain d'environ 500 points de base de taux de marge d'EBITDA[129].

S'agissant des sociétés mises en équivalence, la Direction du Groupe anticipe dans le scénario « intermédiaire » une dégradation de leurs résultats en 2020, puis un redressement qui leur permettrait de renouer dès 2023 avec un niveau de bénéfices supérieur à celui de 2019.

Compte tenu du caractère particulièrement volontariste de ces hypothèses, la modélisation de ce scénario « intermédiaire » conduit à des valeurs positionnées en haut de fourchette de l'Evaluation Multicritère.

(iii) Scénario de « reprise lente »

Nous avons également modélisé le scénario qualifié par la Direction de « reprise lente ». À titre indicatif, ce scénario prévoit :

- une croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires de l'ordre de 3%, supérieure à celle des 5 derniers exercices ;
- combinée à une amélioration sensible de la marge opérationnelle, qui se traduirait par un gain d'environ 300 points de base[130] de taux de marge d'EBITDA ;

---

[127] Le taux d'actualisation, calculé à partir de la formule issue du Modèle d'Équilibre Des Actifs Financiers (MEDAF), doit couvrir exclusivement le risque systématique (risque de marché). Les risques spécifiques doivent, en principe, être intégrés dans les flux prévisionnels de trésorerie.

[128] Pour mémoire, au cours des 5 derniers exercices (2014-2019), le Groupe a enregistré une croissance annuelle moyenne de l'ordre de 2% (§ 3.3.1).

[129] La variation de 500 points de base correspond au gain de marge attendu sur l'Horizon Explicite. La variation exprimée par rapport à la moyenne des 3 derniers exercices ressort à environ 390 points de base avant la prise en compte des « autres produits et charges opérationnels » et à environ 430 points de base après leur prise en compte.

[130] La variation de 300 points de base correspond au gain de marge attendu sur l'Horizon Explicite. La variation exprimée par rapport à la moyenne des 3 derniers exercices ressort à environ 200 points de base avant la prise en compte des « autres produits et charges opérationnels » et à 250 points de base après leur prise en compte.

- un redressement plus lent que dans les scénarios de « reprise rapide » et « intermédiaire » des résultats des sociétés mises en équivalence, qui parviendraient dans le contexte de crise sanitaire actuel, à se rapprocher dès 2023 du niveau des résultats historiques, sans toutefois les atteindre ;

- dès 2023, des flux prévisionnels de trésorerie supérieurs à ceux réalisés par le Groupe au cours des 10 dernières années[131].

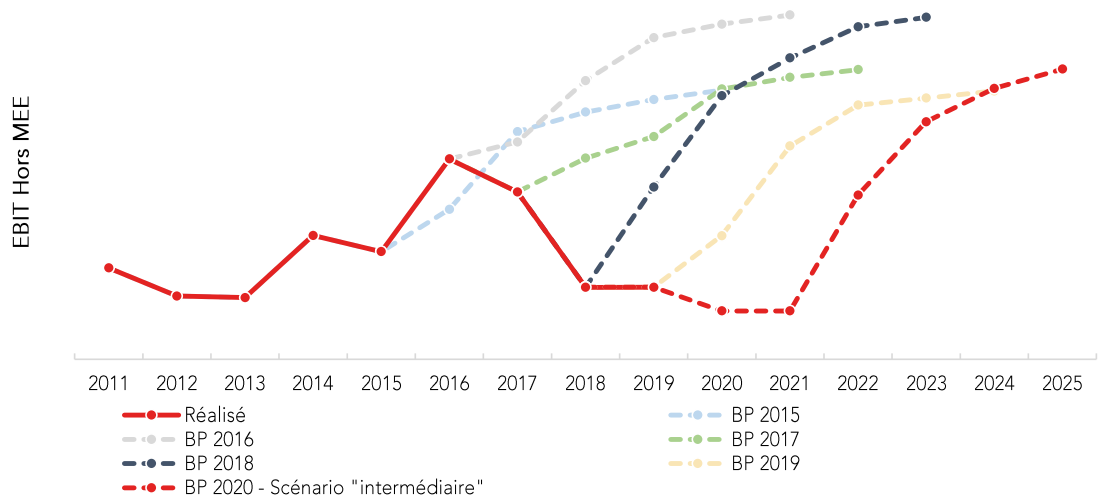
Nous sommes d'avis que ce scénario de « reprise lente », malgré sa dénomination, repose sur des hypothèses toujours volontaristes, impliquant un risque de non-réalisation toutefois cohérent avec nos paramètres d'actualisation.

4.4.1.3. Scénario Ledouble

Outre le Plan d'Affaires Management (§ 4.4.1.2), nous avons examiné les prévisions établies par la Direction sur les cinq dernières années. Ces prévisions tablaient sur une croissance toutes zones géographiques confondues, associée à une amélioration de la rentabilité liée notamment aux objectifs de gains de parts de marché.

Bien que les réalisations aient été en net retrait par rapport aux *business plans* (« BP »), elles ont été reconduites en suivant les mêmes tendances chaque année :

Évolution de la marge d'EBIT[132] historique et prévisionnelle



Sources : Société, analyses Ledouble

Ces constats nous ont conduit à revoir certaines hypothèses du Plan d'Affaires Management en prenant en considération notre analyse de l'environnement du Groupe (§ 3.2) et les réalisations d'EPC au cours des derniers exercices (§ 3.3).

[131] En l'absence d'hypothèse spécifique sur les investissements, nous avons considéré que les efforts d'investissements prévus par la Direction dans le scénario « intermédiaire » seraient, en cas de « reprise lente », maintenus en pourcentage du chiffre d'affaires.
[132] Hors contribution des co-entreprises.

En sus des scénarios présentés *supra*, nous avons donc modélisé un scénario alternatif (le « **Scénario Ledouble** ») construit à partir du scénario « intermédiaire » du Plan d'Affaires Management, auquel nous avons apporté les ajustements suivants :

- **neutralisation de la contribution du Canada à la valeur du Groupe** : compte tenu des pertes historiques supportées par le Groupe au Canada et de l'incertitude quant à la durée qui sera nécessaire pour atteindre l'équilibre opérationnel sur cette zone, nous avons postulé une contribution nulle du Canada à la valeur du Groupe[133] ; cette hypothèse est cohérente par rapport à la décision de la Direction de déprécier en totalité la valeur des titres de participation de sa filiale canadienne[134] ;

- **amélioration de la rentabilité du périmètre des sociétés intégrées** : au regard des performances historiques d'EPC et de son environnement économique actuel, nous avons plafonné l'amélioration de la rentabilité des sociétés intégrées à environ 400 points de base par rapport à 2019, exercice non affecté par la crise sanitaire[135] ;

- **poids du besoin en fonds de roulement[136] constant sur l'Horizon Explicite** : nous avons supposé une stabilité des délais de paiement et de rotation des stocks et un BFR ainsi exclusivement corrélé à l'évolution du volume d'activité.

Nous avons opéré ces ajustements :

- à l'issue de notre examen détaillé des comptes historiques d'EPC[137], de notre analyse de l'environnement concurrentiel du Groupe et des entretiens que nous avons eus, d'une part, avec la Direction et, d'autre part, avec Argos ; et

- à l'appui de l'ensemble des informations que nous avons requises pour mener à bien la Mission, en ce compris celles relatives aux *due diligences* financières et stratégiques conduites dans le cadre du Projet d'Acquisition.

La réalisation du Scénario Ledouble implique à la fois un développement conséquent du volume d'activité du Groupe[138] et une amélioration de la rentabilité opérationnelle qui lui permettrait d'atteindre dès 2022 un niveau de marge supérieur à ceux enregistrés au cours de la dernière décennie[139].

Ce scénario alternatif intègre par conséquent des objectifs de développement que nous considérons encore volontaristes.

---

[133] Cette hypothèse ne signifie pas que le Groupe ne soit pas en mesure de générer des bénéfices au Canada ; elle suppose au contraire que le Canada contribuera à plus long terme positivement aux bénéfices du Groupe, mais que la valeur actuelle de ces bénéfices ne fait que compenser les pertes susceptibles d'être supportées à court et moyen termes. Dans le cas où le Groupe ne parviendrait pas à redresser la situation au Canada, la contribution de la zone à la valeur d'entreprise d'EPC serait négative.

[134] Dépréciation constatée dans les comptes sociaux d'EPC.

[135] La variation exprimée par rapport à la moyenne des 3 derniers exercices ressort à environ 250 points de base avant la prise en compte des « autres produits et charges opérationnels » et à 290 points de base après leur prise en compte.

[136] Le poids du BFR est appréhendé par rapport au chiffre d'affaires réalisé sur les différentes zones géographiques.

[137] L'examen des comptes historique du Groupe a été réalisé au moyen notamment des rapports financiers annuels et semestriels, des états contributifs consolidés permettant d'apprécier plus précisément les performances historiques au niveau des entités opérationnelles, et des *business plans* établis par la Direction au cours des 5 derniers exercices.

[138] Nous n'avons pas modifié les hypothèses de croissance du chiffre d'affaires incluses dans le scénario « intermédiaire », étant rappelé que l'hypothèse de contribution nulle du Canada à la valeur du Groupe n'est pas incompatible avec le développement du chiffre d'affaires de cette zone.

[139] Nous comparons l'EBITDA prévisionnel hors quote-part des sociétés mises en équivalence avec le résultat opérationnel historique retraité de la part du résultat des mises en équivalence et des dotations aux amortissements et aux provisions.

4.4.1.4. *Plan d'Affaires Argos*

Nous avons eu accès au plan d'affaires établi par Argos (le « **Plan d'Affaires Argos** »), qui table sur :

- des efforts d'investissements supérieurs à ceux prévus dans le scénario « intermédiaire » du Plan d'Affaires Management ;
- un chiffre d'affaires consolidé et un taux de marge opérationnelle (EBIT), en léger retrait par rapport au scénario de « reprise lente » du Plan d'Affaires Management ;
- des résultats des sociétés mises en équivalence identiques à ceux retenus par la Direction dans son scénario de « reprise lente ».

Nous ne présentons pas d'analyse spécifique concernant le Plan d'Affaires Argos, compte tenu :

- du choix de l'Établissement Présentateur de présenter les éléments d'appréciation du Prix d'Offre à partir du scénario de « reprise lente » du Plan d'Affaires Management ;
- du caractère conservateur des prévisions incluses dans le Plan d'Affaires Argos, qui conduisent à des flux prévisionnels de trésorerie inférieurs à ceux modélisés à partir des trois scénarios du Plan d'Affaires Management et du Scénario Ledouble.

Nous relevons toutefois que la modélisation de ce plan avec nos propres paramètres d'actualisation conduirait à une valeur de l'Action en retrait par rapport au Prix d'Offre et à la valeur implicite de 363 € par Action[140] acceptée par les Cédants.

4.4.1.5. *Traitement de la fiscalité*

L'impôt sur les sociétés a été déterminé à partir des taux d'impôts en vigueur dans chacune des zones d'implantation du Groupe, pondérés par la contribution de ces zones au résultat opérationnel attendu sur l'Horizon Explicite.

Nous avons par ailleurs modélisé les économies d'impôts que le Groupe devrait réaliser en imputant ses déficits reportables sur les bénéfices futurs[141].

4.4.1.6. *Coût du capital*

Nous avons déterminé, pour chaque zone d'implantation du Groupe[142], le coût du capital (« **WACC** ») à partir de la formule du Modèle d'Évaluation Des Actifs Financiers (MEDAF) ; nous avons privilégié la méthode directe[143] qui consiste à calculer le coût du capital à partir du beta de l'actif économique de l'entreprise.

---

[140] Avant réfactions.

[141] Nous avons modélisé l'imputation des déficits reportables sur les bénéfices prévisionnels attendus au cours et au-delà de l'Horizon Explicite.

[142] La quote-part des résultats prévisionnels des sociétés mises en équivalence doit, en principe, être actualisée à partir du coût des fonds propres. Compte tenu de la structure d'endettement de ces sociétés, nous sommes d'avis que le coût de leurs fonds propres peut être assimilé au coût du capital.

[143] La méthode indirecte consiste à déterminer de manière distincte le coût des fonds propres et le coût de la dette. Pour mémoire, il est d'usage de considérer que la structure de financement d'une entreprise n'a pas d'incidence significative sur sa valeur et sur son coût moyen pondéré du capital. Dès lors, les méthodes directe et indirecte de calcul du WACC conduisent en principe à un résultat identique ou très proche. Nous avons vérifié, au cas d'espèce,

Le taux d'actualisation a été calculé à partir des composants suivants :

- un taux sans risque estimé à **(0,3)%,** correspondant à la moyenne historique 1 mois des Obligations Assimilables du Trésor à échéance 10 ans (OAT 10 ans) ;
- un beta de l'actif économique calculé sur une période de 5 ans, égal à **0,95**[144] ;
- un rendement de marché estimé à **8,3%**[145] et une prime de risque à **8,6%**[146] ;
- les primes de risque pays appréhendées à partir des taux CDS[147] des pays où le Groupe est implanté[148]. Au niveau du Groupe, notre estimation du risque pays se traduit par une prime moyenne de **1,1%**.

Sur cette base, le taux d'actualisation a été estimé comme suit :

Taux d'actualisation

Zone	Europe / Amérique	AMOA	Démolition	MEE	Groupe
Taux sans risque					(0,3%)
Beta désendetté					0,95
Rendement de marché					8,3%
Prime de marché					8,6%
Coût du capital avant primes	**7,9%**	**7,9%**	**7,9%**	**7,9%**	**7,9%**
Prime pays	0,2%	5,4%	-	0,9%	1,1%
Total	**8,1%**	**13,3%**	**7,9%**	**8,8%**	**9,0%**

Sources : Capital IQ, Bloomberg, analyses Ledouble

Au global, le coût moyen du capital que nous avons retenu pour actualiser les flux prévisionnels de trésorerie en DCF ressort à **9,0%**.

Compte tenu du risque de non-réalisation des prévisions incluses dans le scénario « intermédiaire » du Plan d'Affaires Management, le taux d'actualisation a été majoré d'une prime de risque spécifique de 2% soit un coût du capital ajusté de **11,0%**[149].

---

que le calcul du WACC selon la méthode indirecte conduirait à un résultat similaire à celui obtenu par la méthode directe.

[144] Le beta de l'actif économique a été déterminé à partir de notre panel de Comparables Boursiers (§ 4.4.3.2).

[145] Ledouble dispose de son propre modèle d'estimation du rendement de marché français. Nous relevons qu'à l'issue de la première vague de la pandémie de Covid-19, le rendement s'est stabilisé à un niveau proche de celui d'avant crise, traduisant une relative stabilité de la prime de risque exigée par les investisseurs, en dépit de la volatilité des marchés. Le taux de 8,3% correspond ainsi à la fois au rendement moyen estimé par Ledouble en 2019 et au rendement moyen observé au troisième trimestre 2020. Compte tenu du décalage entre, d'une part, la variation des indices boursiers et, d'autre part, la mise à jour par les analystes de leurs consensus, le taux de 8,3% observé à fin octobre 2020 correspond à la dernière estimation fiable par Ledouble du rendement de marché français.

[146] Rendement de marché ajusté du taux sans risque.

[147] Les CDS (*Credit Default Swaps*) sont des instruments dérivés utilisés pour la couverture contre le risque de défaut d'un émetteur sur le marché obligataire. Des CDS existent pour la plupart des pays ayant recours à des émissions obligataires ; pour les pays dont le taux CDS n'a pu être extrait de nos bases de données, nous avons retenu la moyenne des taux CDS des pays ayant une notation de crédit similaire. La prime de risque pays est ensuite estimée à partir de l'écart observé entre le taux CDS du pays concerné et le taux CDS de la France (pays de référence pour le calcul du taux sans risque). Un coefficient est ensuite appliqué pour tenir compte du différentiel de volatilité entre le marché actions et le marché obligataire.

[148] Nous présentons la prime de risque pays au niveau des UGT ; les primes de risque pays ont été pondérées pour tenir compte de la contribution de chaque pays au résultat opérationnel de l'UGT.

[149] Nous comprenons que la Société a retenu, pour ses tests de dépréciation au 30 juin 2020 réalisés à partir de ce scenario « intermédiaire », un taux d'actualisation moyen égal à 11,2%.

4.4.1.7. Taux de croissance perpétuelle

Nous avons appliqué, sur chaque zone, les taux de croissance normatifs (taux de croissance perpétuelle) suivants :

- zones Europe – Amérique et Démolition : 1,5%[150] ;
- zone AMOA : 4,0%[151].

4.4.1.8. Synthèse de la valorisation DCF

Nous présentons, ci-après, pour chacun des scénarios que nous avons modélisés, une analyse de sensibilité de la Valeur d'Entreprise et de la valeur de l'Action aux variations croisées du taux d'actualisation et du taux de croissance à l'infini retenu dans le calcul de la valeur terminale.

Compte tenu du levier financier induit par le niveau d'endettement du Groupe, la valeur de l'Action est particulièrement sensible au scénario modélisé et aux paramètres d'évaluation.

(i) Scénario « intermédiaire » du Plan d'Affaires Management

Analyse de sensibilité de la valeur d'Entreprise (M€)

Croissance normative	Taux d'actualisation				
	-100 bp	-50 bp	0 bp	+50 bp	+100 bp
-50 bp	209	197	186	176	166
-25 bp	214	201	189	179	169
0 bp	219	205	193	182	172
+25 bp	224	210	197	186	175
+50 bp	230	215	201	189	179

Analyse de sensibilité de la valeur unitaire de l'Action (€)

Croissance normative	Taux d'actualisation				
	-100 bp	-50 bp	0 bp	+50 bp	+100 bp
-50 bp	609 €	545 €	487 €	434 €	387 €
-25 bp	633 €	566 €	505 €	451 €	401 €
0 bp	659 €	588 €	525 €	468 €	417 €
+25 bp	687 €	612 €	546 €	486 €	433 €
+50 bp	717 €	638 €	568 €	506 €	450 €

(ii) Scénario de « reprise lente » du Plan d'Affaires Management

Analyse de sensibilité de la valeur d'Entreprise (M€)

Croissance normative	Taux d'actualisation				
	-100 bp	-50 bp	0 bp	+50 bp	+100 bp
-50 bp	187	173	161	150	141
-25 bp	192	178	165	154	144
0 bp	198	183	169	157	147
+25 bp	205	188	174	161	150
+50 bp	212	194	179	165	154

Analyse de sensibilité de la valeur unitaire de l'Action (€)

Croissance normative	Taux d'actualisation				
	-100 bp	-50 bp	0 bp	+50 bp	+100 bp
-50 bp	493 €	421 €	358 €	303 €	254 €
-25 bp	522 €	445 €	378 €	320 €	269 €
0 bp	553 €	471 €	400 €	339 €	285 €
+25 bp	587 €	500 €	424 €	359 €	302 €
+50 bp	626 €	531 €	450 €	381 €	321 €

(iii) Scénario Ledouble

Analyse de sensibilité de la valeur d'Entreprise (M€)

Croissance normative	Taux d'actualisation				
	-100 bp	-50 bp	0 bp	+50 bp	+100 bp
-50 bp	194	179	165	153	143
-25 bp	201	185	170	158	147
0 bp	209	191	176	163	151
+25 bp	218	199	182	168	156
+50 bp	227	206	189	174	161

Analyse de sensibilité de la valeur unitaire de l'Action (€)

Croissance normative	Taux d'actualisation				
	-100 bp	-50 bp	0 bp	+50 bp	+100 bp
-50 bp	530 €	450 €	380 €	318 €	264 €
-25 bp	568 €	482 €	408 €	342 €	285 €
0 bp	609 €	517 €	437 €	368 €	307 €
+25 bp	654 €	555 €	469 €	396 €	331 €
+50 bp	703 €	596 €	504 €	425 €	357 €

[150] Ce taux a été fixé au regard des taux d'inflation attendus à long terme dans les zones concernées et des hypothèses de croissance intégrées dans le modèle Ledouble sous-tendant le rendement de marché.
[151] Taux retenu par la Direction dans ses tests de dépréciation, que nous jugeons cohérent par rapport, d'une part, aux taux d'inflation attendus à long terme dans la zone AMOA et, d'autre part, au niveau de la prime pays intégrée dans le taux d'actualisation.

Nous relevons que :

- le scénario « intermédiaire » du Plan d'Affaires Management intègre un risque de non-réalisation qui n'est que partiellement pris en compte dans nos paramètres d'actualisation. Ce scénario fait ainsi ressortir des valeurs de l'Action positionnées en haut de la fourchette d'évaluation, comprises entre **468 €** et **588 €** ;

- la valeur de l'Action estimée à partir du scénario de « reprise lente » du Plan d'Affaires Management est comprise entre **339 €** et **471 €**, avec une valeur centrale de **400 €** égale au Prix d'Offre ;

- le Scénario alternatif Ledouble conduit à une valeur centrale de l'Action de **437€**, légèrement supérieure à l'ANC ajusté par Action de 428 € (§ 4.5), dans une fourchette de valeurs comprises entre **368 €** et **517 €** ;

- la matérialisation de la Valeur d'Entreprise repose en grande partie sur la capacité du Groupe à générer à plus long terme des résultats en nette amélioration par rapport aux résultats passés, ce qui se traduit par un poids significatif de la valeur terminale dans la Valeur d'Entreprise[152] ;

- environ un quart de la Valeur d'Entreprise est issue des participations mises en équivalence, que nous avons valorisées sur la base des prévisions de résultats qui nous ont été transmises, induisant ainsi une valeur de rentabilité sensiblement supérieure à leur valeur comptable et à la valeur implicite ressortant de la dernière transaction réalisée par EPC sur la participation Arex (§ 3.3.4.4) ;

- de manière générale, la valeur de l'Action est particulièrement sensible aux hypothèses et aux paramètres d'actualisation retenus, en raison du levier financier induit par le poids de la dette. À titre indicatif, dans le scénario Ledouble, une variation de +/- 15% de la Valeur d'Entreprise se traduit par une variation de +/- 35% de la valeur de l'Action.

4.4.2. Valorisation intrinsèque en DDM

Nous avons mis en œuvre, à titre de recoupement, la méthode de valorisation intrinsèque par actualisation des dividendes prévisionnels.

Nous avons exploité les mêmes données que celles retenues en DCF et modélisé les scénarios présentés ci-avant (§ 4.4.1.8).

Le modèle construit pour déterminer la valeur par Action selon cette méthode intègre, en sus des données susmentionnées, des hypothèses relatives :

- au taux de distribution des dividendes (§ 4.4.2.1) ;

- au coût des fonds propres retenu pour actualiser les dividendes futurs (§ 4.4.2.2) ;

- au taux de croissance normatif des dividendes (§ 4.4.2.3).

[152] Entre 70% et 80% en fonction du scénario retenu.

4.4.2.1. Taux de distribution des dividendes

Le taux de distribution des dividendes sur l'Horizon Explicite a été déterminé en prenant notamment en considération :

- le taux de distribution historique compris, sur la période 2010-2019, entre 15% et 55% du résultat net distribuable de la Société ; au cours des dix dernières années, le taux de distribution moyen ressort à environ 30%[153] ;
- le niveau actuel d'endettement net de la Société et de ses résultats prévisionnels.

A l'appui de l'ensemble des informations mises à notre disposition, nous avons retenu un taux de distribution croissant sur l'Horizon Explicite, évoluant dans un intervalle de 0% à 40%[154].

L'hypothèse du taux de distribution au-delà de l'Horizon Explicite influe marginalement sur la valorisation de l'Action[155] car les résultats non distribués sont réputés :

- être réinvestis et contribuer à la croissance future des résultats distribuables[156] ; ou
- contribuer au désendettement du Groupe et réduire ainsi le coût des fonds propres[157].

4.4.2.2. Coût des fonds propres

Le coût des fonds propres (« COE[158] ») a été calculé à l'aide de la formule issue du MEDAF, selon une méthodologie et à partir de données homogènes avec celles retenues pour le calcul du coût du capital.

Le coût des fonds propres ainsi estimé ressort, en fonction des scénarios modélisés et du niveau moyen d'endettement[159], entre 11% et 15%.

4.4.2.3. Taux de croissance normatif des dividendes

Le taux de croissance « g » des dividendes au-delà de l'Horizon Explicite a été déterminé à partir de la formule de Gordon Shapiro suivante :

g = ROE x (1-taux de distribution)

[153] Moyenne intégrant les exercices clôturés en situation de perte nette, sans distribution de dividendes.
[154] Nous comprenons que, compte tenu de la dégradation des résultats du Groupe liée à la crise sanitaire, l'Initiateur n'envisage pas de distribution de dividendes au cours des prochains exercices. Nos hypothèses ont toutefois été fixées sans préjuger de la politique de distribution de dividendes qui sera mise en place *in fine*.
[155] À titre indicatif, une variation de +/- 1.000 points de base sur le taux de distribution normatif a un impact d'environ 1% sur la valorisation de l'Action.
[156] En cas d'abaissement du taux de distribution, les résultats futurs du Groupe sont en effet ajustés à la hausse par le modèle, conduisant *in fine* à un montant distribué similaire.
[157] Le coût des fonds propres a été calculé à l'aide de la formule issue du MEDAF. Selon cette formule, une baisse (hausse) de l'endettement financier diminue (augmente) le coût des fonds propres utilisé pour actualiser les dividendes futurs.
[158] *Cost of Equity*.
[159] Le coefficient beta varie en fonction du poids de la dette, qui est lui-même conditionné par le scénario modélisé et les hypothèses de taux de distribution retenues.

Où ROE[160] correspond au rendement attendu des fonds propres, étant précisé qu'à long terme, le rendement attendu des fonds propres (ROE) est supposé converger vers le coût des fonds propres (COE)[161].

Compte tenu de nos hypothèses de taux de distribution et du coût des fonds propres, le taux de croissance annuel normatif des dividendes ressort entre 6% et 8%.

4.4.2.4. Synthèse de la valorisation DDM[162]

Nous présentons, ci-après, pour chacun des scénarios modélisés, une analyse de sensibilité de la valeur de l'Action aux variations croisées du taux d'actualisation et du taux de croissance normatif des dividendes.

(i) Scénario « intermédiaire » du Plan d'Affaires Management

Analyse de sensibilité de la valeur unitaire de l'Action (€)

Croissance	Taux d'actualisation				
normative	-100 bp	-50 bp	0 bp	+50 bp	+100 bp
-50 bp	515 €	490 €	466 €	445 €	425 €
-25 bp	535 €	508 €	**483 €**	459 €	438 €
0 bp	556 €	**527 €**	**500 €**	**476 €**	453 €
+25 bp	580 €	549 €	**520 €**	493 €	469 €
+50 bp	607 €	573 €	541 €	513 €	486 €

(ii) Scénario de « reprise lente » du Plan d'Affaires Management

Analyse de sensibilité de la valeur unitaire de l'Action (€)

Croissance	Taux d'actualisation				
normative	-100 bp	-50 bp	0 bp	+50 bp	+100 bp
-50 bp	399 €	377 €	357 €	339 €	322 €
-25 bp	417 €	394 €	**372 €**	352 €	334 €
0 bp	438 €	**412 €**	**388 €**	**367 €**	347 €
+25 bp	461 €	432 €	**407 €**	383 €	362 €
+50 bp	487 €	455 €	427 €	401 €	378 €

(iii) Scénario Ledouble

Analyse de sensibilité de la valeur unitaire de l'Action (€)

Croissance	Taux d'actualisation				
normative	-100 bp	-50 bp	0 bp	+50 bp	+100 bp
-50 bp	401 €	376 €	353 €	332 €	312 €
-25 bp	421 €	394 €	**370 €**	347 €	326 €
0 bp	445 €	**415 €**	**388 €**	**364 €**	341 €
+25 bp	470 €	438 €	**409 €**	382 €	358 €
+50 bp	499 €	464 €	432 €	403 €	376 €

[160] *Return on Equity.*
[161] Un rendement supérieur au coût des fonds propres entraîne à long terme l'entrée de nouveaux concurrents sur le marché, ce qui a pour effet de diminuer le rendement des acteurs déjà présents. À l'inverse, un rendement inférieur conduit à des phénomènes de concentration sur le marché.
[162] La méthode DDM nous conduisant à estimer directement la valeur de l'Action, nous ne présentons pas d'analyse de sensibilité relative à la Valeur d'Entreprise.

La méthode DDM, mise en œuvre à titre de recoupement, conduit à des valeurs proches de la méthode DCF (§ 4.4.1.8), bien qu'en léger retrait.

Nous rappelons que le scénario « intermédiaire » du Plan d'Affaires Management, qui extériorise en DDM une valeur centrale de 500 €, intègre un risque de non-réalisation qui n'est que partiellement pris en compte dans nos paramètres d'actualisation. Le scénario de « reprise lente » du Management et le scénario alternatif « Ledouble » convergent vers une valeur par Action légèrement inférieure au Prix d'Offre.

4.4.3. Valorisation analogique par les Comparables Boursiers

Nous développons dans le présent chapitre la valorisation analogique de l'Action par référence aux multiples d'EBITDA et d'EBIT d'un panel de comparables boursiers (les « **Comparables Boursiers** »).

4.4.3.1. Modalités de calcul des multiples de Valeur d'Entreprise (VE)

Nous avons écarté les multiples :

- de chiffre d'affaires, car il ne nous paraît pas pertinent de valoriser le Groupe selon le seul critère du volume d'activité sans tenir compte du critère de rentabilité d'exploitation, étant précisé qu'EPC affiche historiquement un niveau de rentabilité inférieur à celui des comparables ;
- de résultat net (PER), car les PER conduisent à des estimations biaisées du fait des écarts de structure financière et du différentiel de taux d'imposition applicable.

Nous avons ainsi examiné les multiples d'EBITDA et d'EBIT sur la période 2020 à 2022 couverte par les analystes. Pour déterminer les multiples, nous nous sommes référés :

- à la capitalisation de marché des Comparables Boursiers, en moyenne 1 mois ;
- à la dernière dette financière nette publiée[163], s'intercalant entre la capitalisation boursière et la valeur d'entreprise à partir de laquelle les multiples sont déterminés ;
- aux estimations d'EBITDA et d'EBIT issues des consensus d'analystes.

Les multiples ainsi obtenus ont été appliqués aux agrégats prévisionnels du Groupe[164].

Afin d'améliorer la fiabilité et la pertinence des résultats, nous avons :

- écarté les multiples observés sur l'exercice 2020, la crise sanitaire ayant eu des répercussions hétérogènes sur l'exercice en cours, susceptibles d'introduire des biais significatifs ;
- tenu compte de l'incidence de la norme IFRS 16 et procédé à certains retraitements de manière homogène entre les Comparables Boursiers, d'une part, et la Société, d'autre part (§ 4.1.6).

[163] La dette financière nette des Comparables Boursiers a été déterminée à partir de leurs derniers comptes consolidés publiés, en y intégrant les provisions non courantes afin d'aboutir à une base comparable à l'endettement net financier du Groupe.
[164] Pour les participations mises en équivalence, les multiples ont été appliqués à la quote-part estimée d'EPC dans les marges d'EBIT et d'EBITDA de ces sociétés.

4.4.3.2. *Échantillon des Comparables Boursiers*

Il n'existe pas, à notre connaissance, de sociétés cotées strictement comparables au Groupe réunissant des caractéristiques parfaitement identiques en termes d'activité, de taille, de taux de marge d'exploitation, de perspective de croissance et de zone d'exploitation.

En considérant les critères de secteur d'activité et de zone d'exploitation, nous avons constitué un panel composé de trois sociétés cotées évoluant principalement sur le marché des explosifs à usage civil. Notre échantillon de Comparables Boursiers est détaillé en **Annexe 8**.

L'examen du profil d'EPC, comparativement aux Comparables Boursiers, appelle les commentaires suivants :

- le Groupe est de taille modeste par rapport aux Comparables Boursiers. Au sein de notre échantillon, les groupes Orica et Incitec Pivot, de taille plus importante, affichent des multiples plus élevés. Ce constat pourrait justifier l'emploi d'une décote de taille que nous n'avons pas appliquée compte tenu des perspectives de croissance du Groupe attendues par la Direction, sensiblement supérieures à celles estimées par les analystes pour les Comparables Boursiers ;

- EPC a historiquement enregistré des niveaux de marge inférieurs à ceux des Comparables Boursiers, ce qui l'expose davantage aux aléas conjoncturels ;

- le *cash flow* rapporté à la marge d'EBITDA[165] du Groupe se positionne historiquement en net retrait par rapport aux Comparables Boursiers, de sorte que l'application des multiples VE / EBITDA aux agrégats d'EPC conduit à des valorisations « haut de fourchette » qui supposent que le Groupe parvienne à atteindre les ratios des Comparables Boursiers.

Les multiples moyens des valeurs d'entreprise, rapportées aux marges d'EBITDA et d'EBIT estimées par les analystes pour les exercices 2021 et 2022, se présentent comme suit :

Synthèse des multiples des Comparables Boursiers

Société	VE / EBITDA		VE / EBIT	
	2021	2022	2021	2022
Orica	9,1x	8,4x	15,0x	13,3x
Incitec Pivot	7,8x	6,9x	14,2x	11,7x
AECI	4,5x	4,3x	6,4x	6,0x
Moyenne	**7,1x**	**6,5x**	**11,9x**	**10,3x**

Source : Capital IQ, notes de brokers

Les Valeurs d'Entreprise des Comparables Boursiers ressortent en moyenne à :

- 7,1 fois la marge d'EBITDA et 11,9 fois la marge d'EBIT attendues en 2021 ;

- 6,5 fois la marge d'EBITDA et 10,3 fois la marge d'EBIT attendues en 2022.

[165] Ratio *Cash flow to EBITDA*, mesurant la capacité d'une entreprise à transformer sa marge d'EBITDA en flux de trésorerie.

4.4.3.3. *Contrôle de cohérence des multiples moyens issus de l'échantillon des Comparables Boursiers*

Compte tenu du faible nombre d'acteurs cotés intervenant sur les métiers d'EPC, nous avons calculé, à titre de recoupement, les multiples d'EBITDA et d'EBIT pour l'ensemble des sociétés françaises cotées appartenant à l'indice *CAC All-Tradable* et respectant, au même titre qu'EPC, les critères suivants :

- chiffre d'affaires compris entre 50 M€ et 1 Md€ ;
- taux d'EBITDA inférieur à 15% ;
- taux d'EBIT positif ;
- Ratio *Cash Flow* to EBITDA < 50%.

Bien que les secteurs d'activités diffèrent, la taille, la rentabilité et les perspectives de croissance du groupe EPC sont globalement comparables aux indicateurs médians de l'échantillon ainsi constitué[166] :

Comparaison des performances de la Société et de l'échantillon CAC All Tradable

Indicateur	Echantillon CAC All Tradable	Société		
Données historiques				
Croissance 2017-2019	✓✓✓		✓	
Marge d'EBITDA 2019	✓✓		✓✓	
Marge d'EBIT 2019	✓✓		✓	
Cash Flow to EBITDA 2019	✓✓		✓	
Données prévisionnelles		*Intermédiaire*	*Reprise lente*	*Ledouble*
Croissance attendue	✓	✓✓✓	✓✓	✓✓
Rentabilité opérationnelle	✓✓✓	✓✓✓	✓✓	✓✓
Cash flow to EBITDA	✓✓✓	✓✓✓	✓✓	✓✓

Sources : Capital IQ, analyses Ledouble

Nous relevons que les multiples médians obtenus sur cet échantillon confortent les multiples moyens observés sur l'échantillon des Comparables Boursiers[167].

[166] Le Groupe présente historiquement une croissance de son chiffre d'affaires et une rentabilité opérationnelle en retrait par rapport à celles de l'échantillon ; les écarts observés tendent toutefois à se réduire sur les données prévisionnelles.
[167] À titre indicatif, les multiples VE / EBITDA et VE / EBIT ressortent respectivement pour l'exercice 2022 à 6,5x et 9,5x.

4.4.3.4. *Synthèse de la valorisation par les Comparables Boursiers*

Nous présentons, ci-après, pour chacun des scénarios modélisés, les fourchettes de valeurs obtenues par l'application des multiples boursiers :

Synthèse de la valorisation par les Comparables Boursiers

Scénario	VE / EBITDA		VE / EBIT	
	Min	Max	Min	Max
Intermédiaire	428 €	737 €	n.a.	375 €
Reprise lente	363 €	516 €	n.a.	n.a.
Ledouble	388 €	609 €	n.a.	208 €

Sources : Capital IQ, analyses Ledouble

Nous sommes d'avis que :

- les multiples VE / EBIT ne permettent pas de capter le potentiel de valeur du Groupe, EPC n'étant pas encore parvenu à atteindre un niveau de rentabilité pouvant être considéré comme normatif au regard de son coût du capital ; compte tenu du poids de la dette, l'application des multiples d'EBIT conduit à sous-évaluer l'Action ;

- *a contrario*, l'application des multiples d'EBITDA extériorise des valeurs en haut de fourchette d'évaluation du fait de la moindre capacité du Groupe, comparativement aux Comparables Boursiers, à transformer historiquement sa marge d'EBITDA en *cash flow*.

4.4.4. Valorisation analogique par les Transactions Comparables

Nous avons également valorisé l'Action par référence aux transactions récentes intervenues sur le marché des explosifs (les « **Transactions Comparables** »). Nos résultats sont toutefois fournis à titre purement indicatif, dans la mesure où :

- le caractère parcellaire des informations exploitées ne permet d'estimer de manière fiable la valeur de l'Action, et conduit à une grande dispersion des valeurs obtenues ;

- les Transactions Comparables, intervenues avant la crise sanitaire, dégagent des multiples n'intégrant pas ses effets.

Nous avons appliqué les multiples implicites d'EBITDA [168], présentés en **Annexe 9**, l'information obtenue sur les Transactions Comparables étant insuffisante pour déterminer les multiples d'EBIT.

La valeur analogique de l'Action par référence aux multiples transactionnels est comprise entre :

- **481 €** et **704 €** sur la base des multiples bruts non retraités ;

- **185 €** et **339 €** après retraitement des primes de contrôle[169].

[168] Les multiples transactionnels médians ont été appliqués aux agrégats 2019 ainsi qu'au 30 juin 2020 (LTM). Compte tenu de leur récurrence, nous avons tenu compte dans les agrégats historiques des « autres produits et charges opérationnels ».
[169] Le retraitement des primes de contrôle a été réalisé pour chaque transaction en fonction du pourcentage de titres acquis, par référence aux primes de contrôle moyennes ressortant de l'analyse longitudinale intitulée « Primes

4.5. Positionnement du Prix d'Offre par rapport à l'ANC

Les capitaux propres part du Groupe s'élèvent au 30 juin 2020 à 82,0 M€, soit un ANC rapporté au Nombre Ajusté d'Actions égal à 428 €, déterminé comme suit :

Calcul de l'ANC ajusté par Action

Composants	30-juin-20
Capitaux propres part du Groupe (M€)	82,0
Nombre d'Actions Ajusté	191 497
ANC ajusté par Action	428 €

Sources : Rapport financier semestriel 2020, analyses Ledouble

Le Prix d'Offre de 400 € par Action extériorise ainsi une décote de l'ordre de 7% par rapport à l'ANC consolidé au 30 juin 2020.

Nous observons que la valeur comptable des capitaux propres du Groupe est notamment conditionnée par les résultats des tests de dépréciation réalisés dans le cadre de l'établissement de ses états financiers. Au 30 juin 2020, ces tests ont été effectués sur la base du scénario « intermédiaire » du Plan d'Affaires Management qui reflète des objectifs de croissance et d'amélioration de la rentabilité du Groupe que nous avons jugés particulièrement volontaristes (§ 4.4.1.2.ii).

Par ailleurs, nous comprenons que le périmètre des tests de dépréciation exclut certaines entités non-opérationnelles qui contribuent négativement aux flux de trésorerie consolidés.

A contrario, nous rappelons que l'actif net comptable n'intègre que partiellement la valeur de certains actifs dont la juste valeur :

- des participations mises en équivalence ;
- des déficits reportables, dont une partie seulement fait l'objet d'une activation en impôts différés actifs.

L'ensemble de ces éléments sont pris en compte dans l'évaluation en DCF fondée sur le scénario « intermédiaire » du Plan d'Affaires Management, qui aboutit, avec nos paramètres d'actualisation, à une valeur centrale de l'Action supérieure à l'ANC (§ 4.4.1.8).

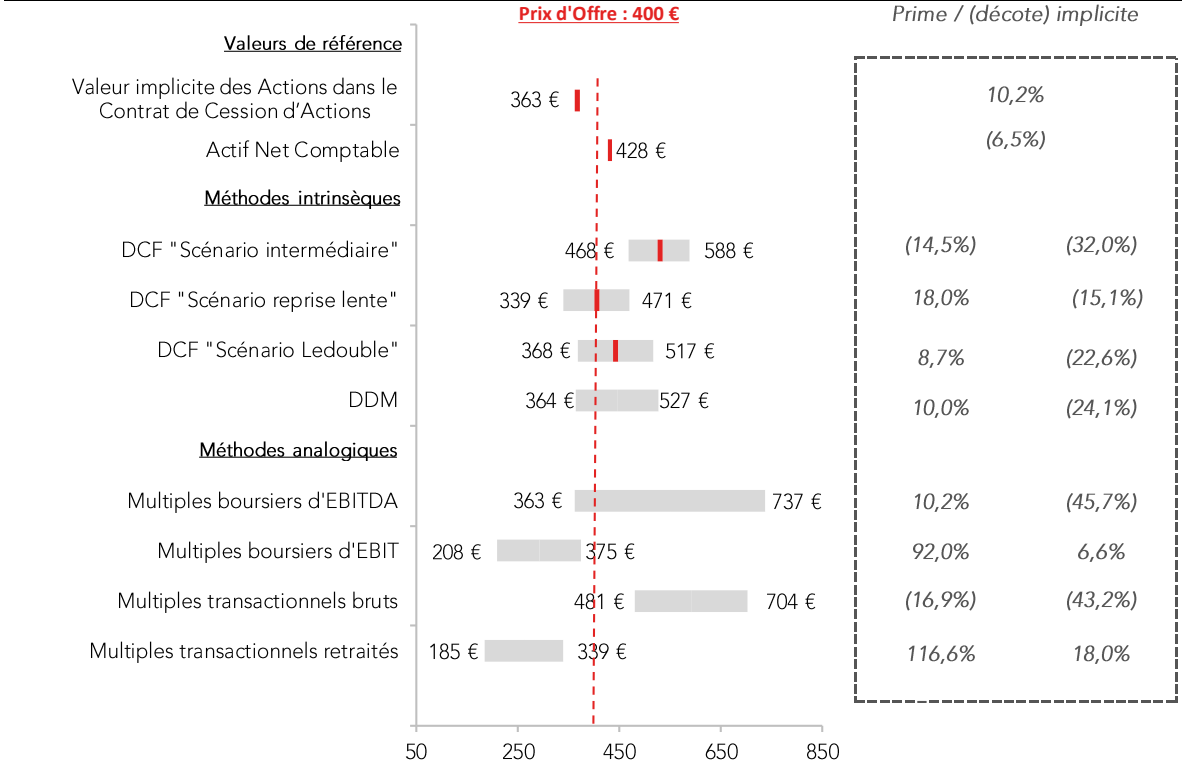
Nous apprécions *in fine* le caractère équitable du Prix d'Offre par rapport aux résultats de l'Evaluation Multicritère basés sur les différents scénarios du Plan d'Affaires Management que nous avons modélisés.

de contrôle » menée en 2018 par PwC sur une décennie (2006 à 2017) et à l'échelle européenne. Source : PwC (2018). « Primes de contrôle », janvier.

4.6. Synthèse de l'Évaluation Multicritère et appréciation des primes induites par le Prix d'Offre

Les valeurs obtenues à l'issue de l'Evaluation Multicritère sont résumées dans le tableau ci-dessous, mentionnant les niveaux de prime ou de décote induits par le Prix d'Offre, sur l'ensemble de nos critères et méthodes d'évaluation :

Synthèse de l'Evaluation Multicritère



À l'issue de nos travaux d'Evaluation Multicritère, nous relevons que :

- la méthode d'évaluation intrinsèque DCF[170] est à privilégier pour apprécier de manière fiable la valeur de l'Action ;
- l'actif net comptable reflète les anticipations de la Direction à la suite de la mise en œuvre des derniers tests de dépréciation ;
- le Prix des actions E.J. Barbier accepté par les Cédants pour la cession du Bloc de Contrôle résulte d'un processus compétitif de cession et constitue une valeur de référence.

Nous rappelons également que :

- en raison du niveau d'endettement du Groupe, la valorisation est particulièrement sensible aux hypothèses de développement[171] ;

[170] La méthode DDM a été mise en œuvre à titre de recoupement afin de corroborer les résultats d'évaluation obtenus à partir de la méthode DCF. Les résultats de la méthode DDM sont notamment impactés par les hypothèses relatives à la politique de distribution de dividendes sur l'Horizon Explicite.
[171] L'endettement constitue un effet de levier : la valeur de l'Action pourrait à l'avenir croître plus rapidement que la Valeur d'Entreprise si le Groupe parvient à se désendetter. À l'inverse, l'endettement du Groupe induit des

- au cours des derniers exercices, les réalisations du Groupe ont été significativement en retrait par rapport aux prévisions établies précédemment par la Direction ;

- compte tenu d'un degré d'incertitude plus élevé dans le contexte économique actuel, plusieurs scénarios de reprise ont été préparés par la Direction et approuvés par le Conseil d'Administration réuni le 25 août 2020 ;

- l'ensemble des scénarios qui sous-tendent nos travaux d'évaluation, en ce compris le scénario de « reprise lente », tablent dès 2023 sur la génération de flux de trésorerie supérieurs à ceux réalisés par le Groupe au cours des 10 dernières années. Nous sommes par conséquent d'avis que l'Evaluation Multicritère a été réalisée à l'appui de données prévisionnelles volontaristes.

S'agissant des critères et des méthodes d'évaluation examinés ou mises en œuvre à titre principal, le Prix d'Offre se positionne :

- en-deçà de la fourchette des valeurs obtenues en modélisant le DCF du scénario « intermédiaire » du Plan d'Affaires Management, qui sous-tend les tests de dépréciation, et en retrait d'environ 7% par rapport à l'ANC exprimé en valeur unitaire de l'Action ;

- au centre de la fourchette des valeurs obtenues en DCF à partir du scénario de « reprise lente » du Plan d'Affaires Management ;

- dans la fourchette des valeurs obtenues dans le scénario alternatif « Ledouble » ;

- en prime minimale de 10% par rapport à la valeur implicite des Actions déterminée par transparence à partir du prix accepté par les Cédants pour la cession du Bloc de Contrôle ; ce niveau de prime est susceptible de s'accroître en cas de mise en œuvre par 4 Décembre SAS de certaines garanties qui lui ont été octroyées par les Cédants.

Le Prix d'Offre s'inscrit également dans la fourchette des valeurs obtenues à partir des méthodes d'évaluation analogique mobilisées à titre de recoupement, dont le spectre élargi témoigne du contexte de marché perturbé et de la forte sensibilité de la valeur de l'Action aux paramètres et hypothèses d'évaluation.

risques supplémentaires pouvant ralentir le développement du Groupe et la création de valeur pour les actionnaires.

5. Examen des observations formulées par des actionnaires minoritaires

Nous avons examiné et apprécié, au regard des conditions financières de l'Offre, les arguments d'ordre financier qui ont été portés à notre connaissance verbalement et/ou par écrit par les actionnaires minoritaires.

Nous précisons que :

- les observations relatives au processus de conversion des Parts de Fondateur ont été prises en compte dans le rapport du Collège d'Experts sur le taux de conversion des Parts de Fondateur en Actions émis le 30 septembre 2020 ;

- les problématiques invoquées par nos interlocuteurs ne relèvent que partiellement de nos attributions, dans la mesure où aux termes de l'article 262-1.I, « *l'expert indépendant établit un rapport sur les conditions financières*[172] *de l'offre ou de l'opération dont le contenu est précisé par une instruction de l'AMF* » ; en sont notamment exclus les sujets liés :
  - à l'information financière publiée par la Société ;
  - à la gouvernance du Groupe ;
  - aux conventions réglementées ;
  - plus généralement, aux questions de nature juridique ou fiscale.

Les sujets portés à notre attention, qui concernent la Mission et sont susceptible d'avoir une incidence sur notre appréciation des conditions financières de l'Offre, sont repris ci-après avec les réponses que nous y avons apportées :

- **Référence au cours de bourse d'EPC** : compte tenu du constat sur très longue période d'une corrélation entre l'évolution historique du cours des Actions et de celui des Parts de Fondateur, le Collège d'Experts a exploité, dans le cadre de ses travaux, la parité de marché implicite en considérant raisonnablement que le marché avait apprécié historiquement la valeur relative des deux catégories de titres. Toutefois, à l'issue de notre analyse boursière (§ 4.2.1), nous sommes d'avis que le cours de bourse d'EPC ne constitue pas un critère de référence pertinent pour apprécier, sur un historique récent, la valeur absolue des deux catégories des titres.

- **Référence à l'actif net comptable** : nos constats relatifs au positionnement du Prix d'Offre par rapport à l'ANC sont présentés *supra* § (4.5).

- **Valorisation de l'Action sur la base d'un multiple de chiffre d'affaires** : un actionnaire minoritaire nous a transmis une évaluation d'EPC basée sur un multiple de chiffre d'affaires compris entre 0,7x et 1,0x[173] conduisant à une valeur de l'Action sensiblement supérieure au Prix d'Offre. Comme indiqué ci-avant (§ 4.4.3.1), nous avons écarté les multiples de chiffre d'affaires, dont l'hétérogénéité résulte des différentiels de rentabilité entre les différents acteurs. À titre d'information, nous relevons que :
  - au sein de l'échantillon de Comparables Boursiers, la cotation des titres de la société AECI, présentant le niveau de rentabilité le plus proche de celui d'EPC, extériorise un multiple[174] de 0,4 fois le chiffre d'affaires ;

[172] Souligné par nous.
[173] Multiples observés par l'actionnaire minoritaire sur des transactions intervenues sur le marché des explosifs.
[174] VE / Chiffre d'affaires.

- en retenant, au sein de l'échantillon *CAC All Tradable*, les sociétés ayant un niveau de rentabilité comparable à la rentabilité prévisionnelle[175] d'EPC, le multiple moyen ressort également à 0,4 fois le chiffre d'affaires de ces sociétés ;
- la valorisation d'EPC, sur la base d'un multiple de 0,4 fois le chiffre d'affaires, en incluant la quote-part de chiffre d'affaires réalisé par les co-entreprises, aboutirait à une valeur de l'Action en deçà du Prix d'Offre.

› **Transactions intervenues sur le segment des PME européennes** : un actionnaire minoritaire nous a fait part de son interrogation sur le décalage apparent entre le multiple implicite extériorisé par le Prix d'Offre et les multiples ressortant de l'indice « Argos Index mid-market » publié trimestriellement par Argos[176]. La publication de cet indice au titre du troisième trimestre 2020 fait état d'un multiple moyen de :

- 10,5 fois l'EBITDA payé par les acquéreurs qualifiés de « stratégiques » sur le segment des PME non cotées ;
- 8,5 fois l'EBITDA payé pour les PME cotées de la zone euro.

Le multiple de 8,5 fois l'EBITDA est supérieur à celui que nous appliquons dans la méthode d'évaluation analogique par les Comparables Boursiers à l'agrégat prévisionnel 2021 (§ 4.4.3.2). Nous notons toutefois que :

- l'étude visée par l'actionnaire précise que le niveau élevé des multiples s'explique notamment par la « *part importante des opérations dans les secteurs épargnés par la crise* », tels que « *les secteurs de la santé et de la technologie* »[177], étant rappelé que l'activité d'EPC n'a pas été épargnée par la crise ;
- il est également précisé que les multiples payés par les fonds d'investissement sont inférieurs à ceux payés par les « acquéreurs stratégiques » ;
- enfin, les multiples de l'étude sont calculés sur des agrégats historiques et non pas prévisionnels.

À titre indicatif, nos valeurs en DCF extériorisent au titre de l'exercice 2020 des multiples implicites de valeur d'entreprise[178] supérieurs à la moyenne des multiples payés pour les PME cotées de la zone euro, mentionnée dans l'étude.

En outre, nous rappelons que l'application de multiples moyens ne peut aboutir à des résultats pertinents sans avoir au préalable examiné les caractéristiques propres de l'entreprise dont les titres sont évalués et son environnement ; en particulier, l'application de multiples d'EBITDA doit intégrer le degré d'intensité capitalistique des métiers sur lesquels l'entreprise est positionnée. Par ailleurs, comme nous l'avons indiqué, le *cash flow* rapporté à la marge d'EBITDA du Groupe se positionne historiquement en net retrait par rapport aux ratios des Comparables Boursiers, de sorte que l'application de ces multiples aux agrégats d'EPC conduit à des valorisations « haut de fourchette » qui supposent que le Groupe parvienne à atteindre les ratios des Comparables Boursiers (§ 4.4.3.2).

[175] La sélection sur la base de la rentabilité historique conduirait à un multiple inférieur à 0,4 fois le chiffre d'affaires.
[176] Publication consultable sur les sites Internet d'Epsilon Research et d'Argos. [En ligne], https://argos.wityu.fund/wp-content/uploads/ARGOS-INDEX_Q3-2020_FR.pdf
[177] A la rubrique « Principales conclusions » de la publication précitée.
[178] VE / EBITDA Ajusté.

- **Transactions intervenues sur le marché des explosifs** : les transactions qui ont été portées à notre attention figuraient pour partie dans nos bases de données financières et ont été le cas échéant prises en compte dans notre évaluation analogique par les Transactions Comparables (§ 4.4.4). Nous avons toutefois restreint notre échantillon aux transactions réalisées depuis 2015, et exclu celles intervenues sur des cibles implantées dans des zones géographiques éloignées de celles d'EPC.

- **Actifs immobiliers susceptibles d'être valorisés par le Groupe** : nous avons mis en œuvre des diligences spécifiques relatives au portefeuille immobilier du Groupe et, en particulier, mandaté des experts immobiliers français et anglais pour analyser le potentiel de valorisation des sites détenus par le Groupe en France et au Royaume-Uni. Notre démarche et nos principaux constats à l'issue de ces diligences sont résumés *supra* (§ 4.1.12).

- **Incidence éventuelle de la procédure *ut singuli* sur la valeur de l'Action** : compte tenu des jugements prononcés dans cette affaire, en particulier du dernier en date du 10 juillet 2020, la procédure Candel and Partners est sans incidence sur notre estimation de la valeur de l'Action (§ 4.1.11).

- **Existence d'une captive de réassurance au sein du Groupe** : le capital de la société EPCapRé, captive de réassurance du Groupe, est détenu en totalité par la Société. EPCapRé est par conséquent consolidée en intégration globale, la trésorerie de la société étant ainsi intégrée dans le passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des capitaux propres du Groupe. Nous n'avons pas identifié d'autre problématique de nature financière, concernant la captive de réassurance, susceptible d'avoir une incidence sur notre estimation de la valeur de l'Action.

6. Analyse des éléments de valorisation de l'Établissement Présentateur

Nous avons analysé les travaux d'évaluation réalisés par l'Établissement Présentateur, dont la synthèse est exposée dans le Projet de Note d'Information[179].

Les références que nous avons examinées et les méthodes d'évaluation que nous avons mises en œuvre à titre principal sont dans l'ensemble comparables à celles auxquelles l'Établissement Présentateur a eu recours. Les principales convergences ou divergences constatées peuvent se résumer comme suit.

6.1. Nombre d'actions retenu pour le calcul de la valeur par Action

Nous avons, au même titre que l'Établissement Présentateur, retenu un nombre ajusté de 191.497 actions pour déterminer la valeur unitaire de l'Action.

6.2. Références et méthodes d'évaluation écartées

Au même titre que Ledouble, Natixis a écarté :

- la méthode d'évaluation patrimoniale qui consiste à estimer l'ANR en réévaluant les principaux actifs et passifs du Groupe. Cette méthode, habituellement appliquée pour des sociétés holdings, présente une pertinence limitée dans une optique de continuité d'exploitation, les principaux actifs du Groupe étant rattachés à l'exploitation ;

- la référence au cours de bourse de l'Action, compte tenu du manque de liquidité du titre et de l'incidence qu'ont pu avoir les échanges réalisés par le principal actionnaire minoritaire au cours des derniers exercices.

L'Établissement Présentateur a par ailleurs écarté :

- la référence à l'ANC qui, par construction, ne reflète que partiellement la juste valeur de certains actifs et engagements du Groupe. Nous sommes d'avis que l'ANC constitue néanmoins une valeur de référence et reflète les anticipations de la Direction à la suite de la mise en œuvre des derniers tests de dépréciation ;

- la méthode d'évaluation par actualisation des flux de dividendes, en considérant qu'elle pouvait difficilement être mise en œuvre en l'absence de politique stable de distribution de dividendes. Nous avons appliqué cette méthode à titre de recoupement, en reliant le coût des fonds propres et le taux de croissance des dividendes au taux de distribution, de sorte que cette dernière hypothèse a une incidence limitée sur les résultats obtenus ;

- la méthode d'évaluation analogique par application de multiples transactionnels, en raison du nombre limité de transactions récentes documentées par des informations fiables et suffisantes. Bien que disposant également d'un échantillon restreint de transactions comparables, nous fournissons les résultats de cette méthode à titre indicatif.

[179] Au chapitre « Eléments d'appréciation du Prix d'Offre par Action ».

6.3. Références et méthodes d'évaluation retenues

Natixis et Ledouble ont :

- examiné la référence de la valeur implicite de l'Action par le transfert du Bloc de Contrôle ;
- privilégié la méthode d'évaluation intrinsèque par actualisation des flux prévisionnels de trésorerie ;
- à titre de recoupement, utilisé la méthode d'évaluation analogique par application de multiples boursiers.

Comme indiqué ci-avant, nous avons en sus, et à titre de recoupement, valorisé l'Action à partir :

- de la méthode DDM ;
- des multiples transactionnels récents.

6.4. Évaluation intrinsèque en DCF

6.4.1. Paramètres d'actualisation

Bien que la méthodologie de calcul diffère, Natixis et Ledouble ont estimé un coût du capital proche. Ainsi, pour le scénario de « reprise lente » du Plan d'Affaires Management[180] :

- l'Établissement Présentateur a appliqué un taux d'actualisation de 9,6% ;
- nous avons actualisé les flux prévisionnels de trésorerie avec un taux de 9,0%.

Nous avons par ailleurs retenu des périodes d'actualisation légèrement différentes de celles de l'Établissement Présentateur, qui nous conduisent, toutes choses égales par ailleurs, à des estimations de la valeur de l'Action supérieures à celles de l'Établissement Présentateur.

Compte tenu du poids de la dette, le cumul de ces écarts, bien que mineurs d'un point de vue méthodologique, se traduit par un impact d'environ +72 € par Action[181].

6.4.2. Taux de croissance à l'infini

Les hypothèses de taux de croissance à l'infini, retenues par Natixis et par Ledouble, sont identiques.

[180] Scénario modélisé à la fois par Natixis et par Ledouble.
[181] Impact donné à titre indicatif, estimé par Ledouble pour le scénario de « reprise lente » du Plan d'Affaires Management, qui est le seul scénario modélisé à la fois par Ledouble et par l'Établissement Présentateur. La prise en compte des paramètres d'actualisation de l'Établissement Présentateur réduirait ainsi notre estimation de la valeur de l'Action.

6.4.3. Passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des capitaux propres

Nous avons, au même titre que l'Établissement Présentateur, procédé à un certain nombre d'ajustements pour déterminer la valeur des capitaux propres d'EPC à partir de la Valeur d'Entreprise.

Nous présentons, ci-après, pour le scénario de « reprise lente » du Plan d'Affaires Management, la comparaison du passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des capitaux propres[182] :

Comparaison du passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des capitaux propres

M€	Ledouble	Etablissement Présentateur	Ecart
Dette financière brute	76,8	77,5	(0,7)
(Trésorerie)	(10,6)	(6,4)	(4,2)
Dette nette comptable	**66,2**	**71,1**	**(4,9)**
+Intérêts minoritaires	8,2	1,0	7,2
+Provisions	36,3	31,2	5,1
+Ajustement du BFR	4,0	-	4,0
+/- Ajustements fiscaux	(11,0)	(12,1)	1,1
(Autres actifs financiers non courants)	(4,8)	(1,7)	(3,1)
Passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des capitaux propres	**99,0**	**89,5**	**9,5**

Sources : Analyses Ledouble, projet de Note d'Information

Les principales sources d'écarts sont les suivantes :

- **dette nette comptable** : l'Établissement Présentateur a procédé à des ajustements de la trésorerie, à l'appui d'un rapport établi par un conseil qu'il a mandaté, auquel nous n'avons pas eu accès ;
- **intérêts minoritaires** : nous avons estimé la valeur réelle des intérêts minoritaires à partir du détail des flux prévisionnels de trésorerie qui nous a été transmis pour chaque entité du Groupe (§ 4.1.9). L'Établissement Présentateur a retenu leur valeur comptable ;
- **provisions** : l'écart constaté résulte principalement du retraitement effectué par l'Établissement Présentateur, qui a exclu les provisions couvrant les risques assumés par les Cédants au travers les garanties octroyées à 4 Décembre SAS. Afin d'apprécier le caractère équitable du Prix d'Offre, nous avons tenu compte de ces provisions ;
- **ajustement du BFR** : l'Établissement Présentateur n'a procédé à aucun retraitement au titre du BFR. Nous avons tenu compte du décalage observé historiquement entre le niveau de BFR à la clôture et le niveau moyen au cours de l'année, en procédant à un ajustement de 4 M€ dans la modélisation du scénario de « reprise lente » (§ 4.1.10) ;

[182] Certains des éléments figurant dans la colonne « Ledouble » sont intégrés dans notre calcul de l'endettement net financier (§ 4.1.4) ; d'autres sont directement pris en compte au travers de notre modélisation des flux prévisionnels de trésorerie.

- **ajustements fiscaux :** bien que le stock de déficits reportables ait été pris en compte à la fois par Natixis et par Ledouble, les modalités de calcul ne sont pas identiques. Par ailleurs, l'Établissement Présentateur a intégré certaines créances et dettes fiscales que nous avons assimilées à des composantes du BFR ;

- **autres actifs financiers non courants :** l'écart constaté résulte principalement de la non prise en compte par l'Établissement Présentateur des créances rattachées aux participations. Ces créances n'étant pas provisionnées dans les comptes semestriels 2020, nous avons considéré qu'elles étaient recouvrables.

Ces différents écarts représentent en cumul 50 € par Action.

6.4.4. Trajectoires modélisées

L'Établissement Présentateur s'est référé au chiffre d'affaires et à la marge opérationnelle du scénario de « reprise lente » du Plan d'Affaires Management, correspondant à la vision la plus proche d'Argos ; s'agissant des hypothèses d'investissement et de variation de BFR, il a toutefois repris les hypothèses issues du scénario « intermédiaire ». Dans notre modélisation du scénario de « reprise lente » du Plan d'Affaires Management, nous avons déterminé un niveau d'investissements et un BFR normatifs en pourcentage du chiffre d'affaires.

En définitive, les hypothèses retenues par l'Établissement Présentateur conduisent à des trajectoires de flux de trésorerie plus conservatrices que les nôtres.

A contrario, la modélisation de la distribution des résultats prévisionnels des co-entreprises conduit l'Établissement Présentateur à une valorisation des participations mises en équivalence supérieure à notre estimation.

Au global, les écarts que nous avons identifiés, dans la modélisation des flux prévisionnels du scénario de « reprise lente » du Plan d'Affaires Management, qui est le seul que Natixis ait pris en considération[183], représentent environ 17 € par Action[184].

6.5. Évaluation analogique par les comparables boursiers

L'échantillon de comparables boursiers retenus par l'Établissement Présentateur est composé des sociétés cotées suivantes :

- AECI ;
- Incitec Pivot ;
- Omnia Holdings ;
- Orica ;
- Yara International.

[183] Les autres scénarios modélisés par Ledouble sont présentés § 4.4.1.2.
[184] La prise en compte des trajectoires de l'Établissement Présentateur diminuerait ainsi notre estimation de la valeur de l'Action.

Notre panel de Comparables Boursiers ne comprend que AECI, Incitec Pivot et Orica, considérés comme étant les compétiteurs dont les activités se rapprochent le plus de celles d'EPC ; nous en avons exclu les sociétés :

- Yara International, spécialisée dans les solutions chimiques et environnementales, dont l'exposition au marché des explosifs est limitée ;
- Omnia Holdings, pour laquelle nous ne disposons d'aucun consensus dans nos bases de données[185].

Les multiples médians issus de l'échantillon de l'Établissement Présentateur se situent en retrait par rapport à la moyenne de notre panel.

6.6. Synthèse

La comparaison chiffrée de nos travaux avec ceux de l'Établissement Présentateur est résumée ci-après[186] :

Comparaison synthétique des valeurs de l'Action entre Ledouble et l'Etablissement Présentateur

€ / Action	Ledouble			Prime / (décote)		Etablissement Présentateur	Prime / (décote)
	Min.	Cent.	Max.			Cent.	
Prix d'Offre		400				400	
Valeurs de référence :							
Valeur implicite des Actions dans le Contrat de Cession d'Actions		363		10%		363	10%
Actif Net Comptable		428		(7%)		428	(7%)
Méthodes intrinsèques :							
DCF	339		588	18%	(32%)	361	11%
DDM	364		527	10%	(24%)		
Méthodes analogiques :							
Multiples boursiers d'EBITDA	363		737	10%	(46%)	337	19%
Multiples boursiers d'EBIT	208		375	92%	7%		
Multiples transactionnels bruts	481		704	(17%)	(43%)		
Multiples transactionnels retraités	185		339	117%	18%		

Sources : Analyses Ledouble, Projet de Note d'Information

[185] À toutes fins utiles, nous relevons que les multiples calculés par l'Établissement Présentateur pour la société Omnia Holdings sont inférieurs aux multiples moyens que nous obtenons pour notre panel de Comparables Boursiers.
[186] L'Établissement Présentateur ne nous a pas précisé les bornes des fourchettes de valeurs qu'il souhaitait retenir. Par conséquent, seules les valeurs centrales qu'il obtient sont recensées dans le tableau.

7. Examen des Accords Connexes

En nous référant au Projet de Note d'Information, au Projet de la Note d'Information en Réponse, et aux informations qui nous ont été transmises dans le cadre de la Mission, nous avons identifié les Accords Connexes suivants susceptibles d'avoir une incidence sur le Prix d'Offre.

7.1. Projet d'Acquisition

Nous avons pris connaissance du corpus juridique relatif au Projet d'Acquisition composé :

- des lettres adressées par 4 Décembre SAS à la banque d'affaires mandatée pour organiser les enchères dans le cadre du processus de négociation, constitutives d'offres indicatives et non-engageantes, d'une part[187], et engageantes, d'autre part[188] ;
- d'une promesse unilatérale d'achat portant sur la totalité des actions de la holding E.J. Barbier[189] avec, en contrepartie, une exclusivité temporaire de négociation et de discussion octroyée à 4 Décembre SAS ;
- du Contrat de Cession d'Actions en date du 13 janvier 2020 et de la Lettre Complémentaire ;
- de la Première Lettre Avenant signée le 29 mai 2020 ;
- de la Deuxième Lettre Avenant signée le 25 septembre 2020 ;
- de la Troisième Lettre Avenant signée le 12 novembre 2020 ;
- de la notification des Cédants relative au montant de la trésorerie nette d'E.J. Barbier, adressée à 4 Décembre SAS en date du 8 décembre 2020[190].

À la date du transfert du Bloc de Contrôle, le patrimoine de la société E.J. Barbier sera essentiellement constitué de trésorerie[191], des Actions et des Parts de Fondateur émises par la Société, de sorte que la valeur implicite des titres de la Société a pu être fixée par les parties par transparence avec le Prix des actions E.J. Barbier auquel il est fait référence dans le Contrat de Cession d'Actions et ses avenants.

[187] Successivement : offre indicative en date du 22 février 2019 ; offre indicative confirmatoire en date du 20 mai 2019 amendée en date du 27 mai 2019.
[188] Offre ferme en date du 30 septembre 2019 révisée en date du 21 octobre 2019.
[189] Accord conclu le 14 novembre 2019.
[190] Les dispositions du Contrat de Cession d'Actions prévoient un ajustement du Prix des actions E.J. Barbier en fonction du montant estimé de la trésorerie nette ajustée de la holding à la date du transfert du Bloc de Contrôle.
[191] Le Prix des actions E.J. Barbier a été ajusté en fonction de l'estimation de la trésorerie nette d'E.J. Barbier à la date du transfert du Bloc de Contrôle, de sorte que la valeur implicite des Actions sera bien égale à 363 € avant réfactions à cette date.

Nous relevons que le Prix des actions E.J. Barbier renvoie *in fine* à une valeur implicite des Actions sensiblement inférieure au Prix d'Offre, étant précisé que :

- les parties sont convenues qu'une éventuelle modification du prix des Actions dans le cadre de l'Offre n'aurait aucun effet sur le Prix des actions E.J. Barbier ;
- les Cédants ont accordé des garanties[192] dont la mise en œuvre serait susceptible de minorer le Prix des actions E.J. Barbier[193]. En vue d'une éventuelle indemnisation, une somme de 5 M€, réduite au *prorata* du nombre d'actions apportées[194], sera retenue sur le prix de cession perçu par les Cédants[195] ;
- le Contrat de Cession d'Actions ne prévoit aucun complément de prix, de sorte que les actionnaires minoritaires apportant leurs titres à l'Offre percevront un prix par Action supérieur à la valeur implicite obtenue par les Cédants.

7.2. Réinvestissement

Le Projet d'Acquisition prévoit le Réinvestissement de certains Cédants et l'entrée de Managers au capital de 4 Décembre SAS. Nous avons pris connaissance des projets :

- de statuts de 4 Décembre SAS et du Pacte d'Actionnaires qui sera conclu entre 4 Décembre SAS, les Cédants ayant opté pour le Réinvestissement et un cercle de Managers ;
- des Traités d'Apport qui seront conclus entre les Cédants et 4 Décembre SAS en vue du Réinvestissement.

Le projet de Pacte d'Actionnaires prévoit notamment :

- différentes clauses ayant pour objectif d'encadrer la gouvernance au niveau du véhicule dans lequel investiront 4 Décembre SAS et les autres signataires du Pacte d'Actionnaires ;
- des règles de transfert des titres entre les signataires du Pacte d'Actionnaires (période d'inaliénabilité, droits de préemption, droits de sortie conjointe proportionnelle ou totale, droits de cession forcée) ;
- les modalités de financement des éventuelles opérations de croissance externe future ;
- l'attribution d'actions de préférence gratuites aux Managers ;
- des promesses croisées d'achat et de vente en cas de cessation de fonction d'un Manager. L'application de formules permet, en fonction du motif de départ, de déterminer le prix de rachat des actions du Manager ; ces formules intègrent notamment la notion de Prix Normal (§ 4.3.3).

[192] Le Contrat de Cession d'Actions prévoit plusieurs mécanismes d'indemnisation. Les Cédants ont octroyé, d'une part, des garanties ayant pour but de couvrir d'éventuelles inexactitudes dans leurs déclarations ; d'autre part, il a été mis en place une garantie couvrant des risques spécifiques, liés notamment à des contentieux.
[193] Les mécanismes d'indemnisation mis en place sont soumis à certains plafonds. Sont notamment prévus un plafond de 2 M€ au titre des déclarations relatives aux sociétés du Groupe faites par les Cédants et un plafond de 5 M€ au titre des risques spécifiques, avec un plafond global de 5 M€ au titre de ces deux catégories de garanties.
[194] Les Cédants ayant opté pour le Réinvestissement ont également accordé des garanties prenant la forme d'une promesse de vente portant sur les actions reçues en rémunération des actions apportées dans le cadre du Réinvestissement.
[195] La somme retenue sera, pour la part non appelée en garanties, rémunérée à un taux de 2,5%.

Le Réinvestissement concerne globalement environ un quart des actions actuellement détenues par les Cédants au capital d'E.J. Barbier, étant précisé que :

- plusieurs Cédants cèdent la totalité de leurs actions E.J. Barbier ;
- certains des Cédants réinvestissent au contraire la quasi-totalité de leurs actions E.J. Barbier ;
- la plupart des Cédants réinvestissent seulement partiellement leurs actions E.J. Barbier.

Nous n'avons relevé aucune clause inhabituelle à la lecture des projets de statuts de 4 Décembre SAS et des Traités d'Apport. Nous relevons par ailleurs que :

- les clauses ayant pour objectif d'encadrer la gouvernance au niveau de 4 Décembre SAS relèvent de clauses usuelles, n'appelant aucun commentaire de notre part ;
- le projet de Pacte d'Actionnaires prévoit que tout transfert de titres sera réalisé *pari passu*, de sorte que les transferts devraient être effectués dans des conditions de prix et de garantie identiques pour les différentes parties signataires ;
- conformément aux dispositions du projet de Pacte d'Actionnaires, les éventuelles opérations de croissance externe[196] devraient être financées en priorité par l'utilisation de la trésorerie disponible du Groupe et par le recours à des financements externes, non dilutifs pour les actionnaires d'EPC ;
- l'attribution d'actions de préférence gratuites vise un cercle large de Managers[197] et a pour objectif de les motiver et de les impliquer dans le développement du Groupe, étant précisé que :
  - ces actions seront émises par 4 Décembre SAS, de sorte que les actionnaires minoritaires n'apportant pas leurs titres à l'Offre ne seront pas dilués, mais devraient bénéficier des éventuels effets positifs de ce plan ;
  - la valeur de ces actions de préférence varie en fonction du taux de rendement interne ou du multiple net qui sera réalisé par Argos, cette valeur pouvant représenter au maximum 10% de la valeur totale[198] en cas d'atteinte de la borne haute des objectifs et au minimum 1 € en cas de non atteinte des objectifs ;
- la valeur implicite des Actions déterminée à partir de la formule du Prix Normal appliquée aux états financiers consolidés d'EPC[199], est inférieure au Prix d'Offre et à 363 € par Action.

[196] La Société et 4 Décembre SAS nous ont confirmé n'avoir à ce jour initié aucun process en vue de la réalisation d'une telle opération, susceptible de remettre en cause les données prévisionnelles que nous avons exploitées.
[197] Nous comprenons qu'il est prévu l'adhésion au Pacte d'Actionnaires d'une cinquantaine de Managers.
[198] Incluant tout droit dans les bénéfices de 4 Décembre SAS, dans son actif social et dans le boni de liquidation, toutes distributions, tout produit de cession ou autres sommes perçues en numéraire ou en actifs.
[199] Nous avons appliqué la formule du Prix Normal aux états financiers consolidés 2019 et au budget révisé 2020.

7.3. Synthèse

Les Accords Connexes se résument :

- au Projet d'Acquisition portant sur :
  - la totalité des titres de la société E.J. Barbier, dont le prix de transaction unitaire renvoie à une valeur implicite de l'Action sensiblement inférieure au Prix d'Offre ; et
  - les Actions détenues en direct par certains Cédants, acquises par Argos à un prix de 363 €, identique à la valeur implicite incorporée dans le Prix des actions E.J. Barbier ;
- au dispositif de Réinvestissement, selon des modalités prévues notamment au travers des projets des Traités d'Apport et du Pacte d'Actionnaires, dans lesquels nous n'avons pas relevé de clauses financières inhabituelles.

En synthèse, nous n'avons pas identifié dans les Accords Connexes[200] de dispositions susceptibles de préjudicier aux intérêts des actionnaires dont les titres sont visés par l'Offre.

[200] Nous nous sommes assurés que les versions signées des Accords Connexes étaient identiques aux versions en projet, portées préalablement à notre connaissance.

8. Conclusion

À l'issue de nos travaux, nous constatons que :

- le Prix d'Offre se positionne en-deçà de la fourchette des valeurs obtenues en modélisant le scénario « intermédiaire » du Plan d'Affaires Management, ainsi que de l'actif net comptable exprimé en valeur par Action ;
- l'endettement du Groupe pèse actuellement sur la valeur de l'Action ; en supposant que le Groupe parvienne à atteindre les objectifs fixés par sa Direction, l'éventuel désendettement pourrait constituer un effet de levier susceptible d'accroître la création de valeur pour les actionnaires ne souhaitant pas apporter leurs titres à l'Offre ;
- le Prix d'Offre est inférieur au cours de bourse observé au cours des cinq dernières années.

Nous notons toutefois que :

- au cours des derniers exercices, les réalisations du Groupe ont été en retrait par rapport aux prévisions ;
- le contexte économique dans lequel intervient l'Offre renforce le risque d'aléas, justifiant la pluralité des scénarios préparés par la Direction et approuvés par le Conseil d'Administration du 25 août 2020 ;
- le cours de bourse ne constitue pas une référence pertinente pour apprécier la valeur de l'Action, compte tenu de la très faible liquidité sur le marché et du poids significatif des transactions réalisées par le principal actionnaire minoritaire.

Nous relevons par ailleurs que :

- le Prix des actions E.J. Barbier accepté par les Cédants pour la cession du Bloc de Contrôle résulte d'un processus compétitif de cession et constitue une valeur de référence ;
- l'ensemble des scénarios qui sous-tendent l'Evaluation Multicritère traduisent des objectifs de développement volontaristes ;
- le Prix d'Offre se positionne au centre de la fourchette des valeurs obtenues en DCF à partir du scénario de « reprise lente » du Plan d'Affaires Management, et dans la fourchette des valeurs obtenues dans le Scénario alternatif Ledouble ;
- les actionnaires minoritaires peuvent choisir d'apporter leurs titres à l'Offre ou de se maintenir au capital de la Société ;
- la mise en œuvre de l'Offre présente l'intérêt, pour les actionnaires minoritaires, d'obtenir à court terme et dans un contexte de marché perturbé, une fenêtre de liquidité avec une prime minimum de 10% par rapport à la valeur implicite par Action acceptée par les Cédants pour la cession du Bloc de Contrôle.

Au vu de l'ensemble de ces éléments d'appréciation, et à l'issue de nos travaux d'évaluation :

- nous sommes d'avis que le Prix d'Offre de 400 € coupon attaché est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires d'EPC souhaitant apporter leurs titres à l'Offre ;

- nous n'avons pas identifié dans les Accords Connexes de dispositions susceptibles de préjudicier aux intérêts des actionnaires d'EPC dont les Actions sont visées par l'Offre.

Paris, le 17 décembre 2020

LEDOUBLE SAS

Agnès PINIOT	Romain DELAFONT
Présidente - Associée	Associé

ANNEXES

- Lettre de mission — Annexe 1
- Programme de travail et rémunération de Ledouble — Annexe 2
- Principales étapes de l'expertise — Annexe 3
- Interlocuteurs de Ledouble — Annexe 4
- Principales sources d'information exploitées — Annexe 5
- Composition de l'équipe Ledouble — Annexe 6
- Expertises financières réalisées par Ledouble — Annexe 7
- Présentation des Comparables boursiers — Annexe 8
- Présentation des Transactions Comparables — Annexe 9
- Principes de la revue qualité — Annexe 10

ANNEXE 1 : LETTRE DE MISSION

Madame Agnès PINIOT
LEDOUBLE SAS
8, rue Halévy
75009 Paris

Paris, le 18 mars 2020

Madame l'Expert,

Conformément aux dispositions de l'article 1er de l'instruction n°2006-08 de l'Autorité des marchés financiers (**AMF**) relative à l'expert indépendante, je vous indique, par la présente, les termes de la mission que le Conseil d'administration de la Société Anonyme d'Explosifs et de Produits Chimiques (**EPC**) vous a confiée le 13 janvier dernier, son fondement réglementaire, ainsi que les situations de conflit d'intérêts identifiées conformément à l'article 261-1 du Règlement Général de l'AMF (**RG AMF**).

Votre désignation par le Conseil d'administration est intervenue sur proposition du comité ad hoc, constitué le 14 novembre dernier et composé de deux administrateurs indépendants. Tous les autres administrateurs, pour les raisons exposées ci-après, se sont abstenues de participer au vote.

Dans le contexte particulier que vous connaissez, tenant à la décision du Conseil d'administration de d'initier la procédure de rachat ou de conversion des parts de fondateurs, selon la procédure prévue par l'article 8 ter de la loi du 23 janvier 1929 et son décret d'application n°67-452 du 6 juin 1967, pour satisfaire la condition suspensive de la convocation d'une assemblée générale extraordinaire statuant sur le rachat ou la conversion des parts stipulée par le contrat conclu entre les actionnaires de la société EJ Barbier (**EJB**) et 4 Décembre SAS (**l'Initiateur**) le 13 janvier 2020, le Conseil d'administration vous a confié une double mission :

- D'une part, il vous a chargé d'évaluer le prix de rachat et le taux de conversion des parts de fondateur, avec les pouvoirs et la mission prévus par les articles 4 et 5 du décret n°67-452 du 6 juin 1967. Cette mission doit être menée conjointement avec M. Gilles Chodron de Courcel, désigné avec les mêmes pouvoirs et mission par l'assemblée générale des porteurs de parts de fondateurs du 24 février 2020.

- D'autre part, il vous a désigné en qualité d'expert indépendant chargé de vous prononcer sur le caractère équitable des conditions financières de l'offre publique d'achat simplifiée visant le

SOCIÉTÉ ANONYME D'EXPLOSIFS ET DE PRODUITS CHIMIQUES
61, rue Galilée
75008 Paris - France
Tél. : +33 (0)1 40 69 80 00
Fax : +33 (0)1 40 69 80 50
www.epc-groupe.com
S.A. AU CAPITAL DE 5 220 400 €
SIREN : 542 037 361 - RCS PARIS

solde des actions la société EPC que sera tenu de déposer la société 4 Décembre SAS à la suite de l'acquisition de la totalité du capital d'EJB (l'**OPAS**).

Cette seconde mission vous a été confiée sur le fondement de l'article 261-1 I 2° et 4° du RG AMF. Ainsi que l'avait constaté le Conseil d'administration le 14 novembre 2019, l'opération est en effet susceptible de générer des conflits d'intérêts, dès lors que le conseil comprend une majorité d'administrateurs ayant des liens familiaux et tous actionnaires d'EJB, que l'opération va procéder de l'exécution d'accords conclus entre l'Initiateur, les actionnaires d'EJB, qui contrôlent EPC, et le management d'EPC, dont son président directeur général, et que certains actionnaires d'EJB et le Président directeur général ont vocation à réinvestir au capital de l'initiateur.

A la date des présentes, à notre connaissance, l'Initiateur ne détient, directement ou indirectement, aucune action d'EPC. Mais, par construction, à la date du dépôt de l'OPAS, il contrôlera EPC, au sens de l'article L.233-3 du code de commerce.

L'Initiateur a déclaré qu'il n'entendait pas mettre en œuvre un retrait obligatoire.

Je vous prie d'agréer, Madame l'Expert, l'assurance de ma considération distinguée.

Olivier OBST
Président directeur général

SOCIÉTÉ ANONYME D'EXPLOSIFS ET DE PRODUITS CHIMIQUES
61, rue Galilée
75008 Paris - France
Tél. : +33 (0)1 40 69 80 00
Fax : +33 (0)1 40 69 80 50
www.epc-groupe.com
S.A. AU CAPITAL DE 5 220 400 €
SIREN : 542 037 361 - RCS PARIS

ANNEXE 2 : PROGRAMME DE TRAVAIL ET REMUNERATION DE LEDOUBLE

- **Travaux préliminaires et prise de connaissance**
  - Revue de presse
  - Analyse des communiqués de presse
  - Recherches documentaires
  - Analyse de l'Opération et de son cadre juridique
  - Étude de marché et du positionnement d'EPC
  - Examen de l'évolution historique de la cotation des Actions
  - Prise de connaissance du processus compétitif de vente initié par les Cédants
- **Travaux de valorisation**
  - Revue détaillée des résultats historiques, de la structure financière et des évènements marquants du Groupe au cours des derniers exercices
  - Examen des *due diligences* de nature financière, juridique, environnementale et stratégique, réalisées par les différentes parties prenantes
  - Recherches d'informations sectorielles et financières dans nos bases de données
  - Requêtes documentaires et exploitation des réponses
  - Examen des différents scénarios du Plan d'Affaires Management et élaboration d'un scénario alternatif Ledouble
  - Constitution de panels de Comparables Boursiers et de Transactions Comparables
  - Mandat de plusieurs experts immobiliers pour la réalisation de diligences spécifiques sur le portefeuille immobilier du Groupe
  - Examen des observations formulées par les actionnaires minoritaires
  - Évaluation Multicritère et analyses de sensibilité
  - Comparaison de l'Evaluation Multicritère avec les éléments de valorisation de l'Etablissement Présentateur
  - Analyse des Accords Connexes et de leur incidence éventuelle sur le Prix d'Offre
- **Élaboration du Rapport**
  - Réunions et entretiens téléphoniques
  - Obtention de lettres d'affirmation de la part de la Direction, des Cédants et de 4 Décembre SAS
  - Rédaction du Rapport présenté au Conseil d'Administration du 17 décembre 2020
  - Administration et supervision de la Mission
- **Rémunération**

  Le montant des honoraires de Ledouble s'établit à 440.000 € hors taxes [201], correspondant à une enveloppe d'environ 2.200 heures consacrées à la réalisation de la Mission et à l'intervention de Ledouble au sein du Collège d'Experts pour la fixation du taux de conversion des Parts de Fondateur

[201] Hors honoraires des experts immobiliers que nous avons mandatés.

ANNEXE 3 : PRINCIPALES ETAPES DE L'EXPERTISE

- Janvier 2020 – Février 2020
  - Désignation de l'Expert Indépendant par le Conseil d'Administration
  - Réunions avec la Direction, Argos, les Conseils et l'Établissement Présentateur
  - Prise de connaissance des informations publiques relatives à la Société
  - Examen du corpus juridique de l'Opération
  - Requêtes documentaires
  - Ouverture d'une *data room*
- Mars – Avril 2020
  - Requêtes documentaires complémentaires
  - Travaux d'évaluation préliminaires sur la base des dernières prévisions établies par la Société
  - Contacts avec la Direction, le Comité *Ad Hoc*[202], les Conseils et l'Établissement Présentateur
- Mai 2020
  - Analyse des travaux d'évaluation préliminaires mis en œuvre par l'Établissement Présentateur
  - Mise à jour du calendrier de l'Opération, impliquant une suspension de nos travaux d'évaluation dans l'attente des résultats de l'analyse de l'impact de la crise sanitaire par la Direction et Argos
- Août - septembre 2020
  - Mise à jour des requêtes documentaires
  - Exploitation des informations comptables et financières relatives au premier semestre 2020
  - Actualisation des travaux d'Evaluation Multicritère sur la base du Plan d'Affaires Management
  - Analyse des travaux d'évaluation mis à jour par l'Établissement Présentateur
  - Réception des conclusions des experts immobiliers mandatés par Ledouble
  - Contacts avec la Direction, le Comité Ad Hoc[203], les Conseils et l'Établissement Présentateur
  - Émission par le Collège d'Experts de son rapport fixant le taux de conversion des Parts de Fondateur en Actions

[202] Réunions d'avancement en dates des 10, 24 et 27 mars 2020 et des 3 et 14 avril 2020.
[203] Réunion d'avancement en date du 16 septembre 2020.

ANNEXE 3 : PRINCIPALES ETAPES DE L'EXPERTISE (suite)

Octobre 2020

- Actualisation de l'Evaluation Multicritère sur la base des paramètres de marché à fin septembre 2020
- Présentation d'un premier projet de Rapport au Comité Ad Hoc le 12 octobre 2020, sur la base du prix d'Offre envisagé de 363 €
- Contacts avec la Direction, les Conseils et l'Établissement Présentateur

Novembre 2020

- Actualisation de l'Evaluation Multicritère sur la base des paramètres de marché à fin octobre 2020
- Présentation au Comité Ad Hoc de l'avancée de nos travaux[204]
- Analyse des travaux d'évaluation de l'Etablissement Présentateur
- Contacts avec la Direction, les Conseils et l'Établissement Présentateur

Décembre 2020

- Finalisation des travaux d'Evaluation Multicritère sur la base des paramètres de marché à fin novembre 2020 et du suivi budgétaire de la Société à la date la plus récente
- Prise de connaissance du Projet de Note d'Information et du Projet de Note d'Information en Réponse
- Présentation au Comité Ad Hoc de notre projet de Rapport
- Réception des lettres d'affirmation
- Consultation des versions signées des Accords Connexes et vérification de l'absence de modification apportée aux versions préalablement portées à notre connaissance en projet
- Remise du Rapport et de l'Attestation d'Equité en vue de l'émission de l'avis motivé du Conseil d'Administration

[204] Réunions d'avancement en dates des 18 et 24 novembre 2020.

ANNEXE 4 : INTERLOCUTEURS DE LEDOUBLE

- EPC
  - Olivier Obst — Président Directeur Général
  - Charles-Ernest Armand — Directeur Financier
  - Bertrand Pougny — Directeur du Développement
  - René Dubernard — Directeur Comptabilité et Fiscalité
- Comité Ad Hoc
  - Nathalie Brunelle-Soulas
  - Laurent Leriche
  - Patrick Jarrier
- Argos Wityu
  - Louis Godron — *Managing Partner*
  - Thomas Ribereau — Directeur
  - François Becque — Chargé d'affaires
  - Paola Alemanno — Analyste
- Représentant des Cédants
  - Rémi Loir
- Conseils des Cédants

  Rothschild & Cie
  - Pierpaolo Carpinelli — Associé Gérant

  Fidufrance
  - Denys Angeloglou — Avocat Associé

  Brandford Griffith & Associés
  - Henri Brandford-Griffith — Avocat Associé
- Conseil de la Société

  Villey Girard Grolleaud
  - Daniel Villey — Avocat Associé
  - Aubry Lémeret — Avocat Collaborateur

ANNEXE 4 : INTERLOCUTEURS DE LEDOUBLE (suite)

Conseil du comité Ad Hoc

Gide Loyrette Nouel

- Olivier Diaz — Avocat Associé

Conseils de l'Initiateur

Linklaters LLP

- Fabrice de La Morandière — Avocat Associé
- Nicolas le Guillou — *Counsel*
- Marie-Sarah Dib — *Associate*
- Jacques Mazé — *Associate*

Finexsi

- Olivier Péronnet — Associé
- Olivier Courau — Associé
- Thomas Libs — *Manager*

Établissement Présentateur

Natixis

- Françoise Negroni — *Managing Director*
- Vincent Rietzler — *Managing Director*
- Kevin Bègue — *Vice President*
- Alexie Veslot — *Associate*

Actionnaires minoritaires et Représentants des porteurs de Parts de Fondateur

- Allan Green
- Denis Hanotin
- Hubert Jeannin Naltet

ANNEXE 5 : PRINCIPALES SOURCES D'INFORMATION EXPLOITEES

- Documentation relative à l'Opération
  - Corpus juridique du Projet d'Acquisition, détaillé dans le Rapport (§ 2 et § 7)
  - Rapports de *due diligences* réalisées par les parties prenantes dans le cadre de l'Opération
  - Courriers adressés par les actionnaires minoritaires et les porteurs de Parts de Fondateur à la Société
  - Projet de note d'information relative au projet d'offre publique d'achat simplifiée visant les actions de la société EPC
  - Projet de note d'information établie par EPC en réponse au projet d'offre publique d'achat simplifiée visant les actions d'EPC
  - Projet de quatrième lettre avenant au Contrat de Cession d'Actions
- Documentation juridique
  - Procès-verbaux du Conseil d'Administration (2017 à 2020)
  - Procès-verbaux des Assemblées Générales (2017 à 2020)
  - Statuts de la Société
  - Documentation relative aux litiges du Groupe
- Documentation comptable
  - Rapports financiers semestriels et annuels (2011 à 2020)
  - Derniers rapports des commissaires aux comptes au comité d'audit
  - Rapports financiers des sociétés mises en équivalence (2018 et 2019)
  - Comptes sociaux et consolidés de la société E.J. Barbier (2018 et 2019)
  - Comptes sociaux de la société Adex SNC (2018 et 2019)
  - États contributifs consolidés (2017 à 2020)
- Documentation financière
  - Communiqués de presse d'EPC relatifs au Projet d'Acquisition et à l'Offre
  - Communiqués sur les comptes, les résultats et le chiffre d'affaires (2011 à 2020)
  - Ventilation des déficits fiscaux au 31 décembre 2019
  - Détail des provisions au 30 juin 2020
  - Liste des actifs immobiliers du Groupe
  - Rapports des experts immobiliers mandatés par Ledouble
  - Détail des tests de dépréciation (2015 à 2019)
  - Plan d'Affaires Management
  - Suivi budgétaire à fin octobre 2020
  - Plan d'Affaires Argos
  - Travaux d'évaluation de l'Établissement Présentateur
  - Notes d'analystes en charge du suivi des titres des Comparables Boursiers

ANNEXE 5 : PRINCIPALES SOURCES D'INFORMATION EXPLOITEES (suite)

- Bases de données
  - *Capital IQ*
  - *Bloomberg*
  - *Mergermarket*
  - *Xerfi 7000*
- Sites d'informations des Comparables Boursiers[205]
  - AECI, https://www.aeciworld.com/corporate-library-annual-results.php
  - Incitec Pivot, https://investors.incitecpivot.com.au/
  - Orica, https://www.orica.com/investors#.XrFQCnduLMI
- Autres sites d'informations
  - AMF, http://www.amf-france.org/
  - Banque de France, https://www.banque-france.fr/
  - EPC, http://www.epc-groupe.com/
  - FMI, https://www.imf.org/external/french/index.htm
  - Legifrance, https://www.legifrance.gouv.fr/

[205] Espaces « Investisseurs ».

ANNEXE 6 : COMPOSITION DE L'EQUIPE LEDOUBLE

Ledouble est un cabinet spécialisé dans l'expertise financière. À ce titre, il a réalisé de nombreuses missions d'expertise indépendante, notamment dans le cadre d'offres publiques. Les principales missions d'expertise et d'analyse financière indépendante effectuées dans ce domaine sur la période la plus récente (2014 à 2020) figurent en **Annexe 7**.

Ledouble est membre fondateur de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI), association professionnelle agréée par l'AMF en application de l'article 263-1 de son règlement général, de la Société Française des Evaluateurs (SFEV), et suit les règles déontologiques décrites sur son site Internet : http://www.ledouble.fr.

Les membres de l'équipe Ledouble conduisent régulièrement des missions d'expertise indépendante et d'évaluation :

- **Agnès PINIOT, Associée, Présidente de Ledouble**
  - Expert-comptable et commissaire aux comptes
  - Expert auprès de la Cour d'appel de Paris
  - MSTCF, Université Paris IX – Dauphine
  - Présidente de l'APEI
  - Membre de la SFEV
  - Membre de la Commission « Évaluation, Commissariat aux apports et à la fusion » de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes (CNCC)
  - Membre de l'association nationale des Directeurs Financiers et de Contrôle de Gestion (DFCG)
- **Romain DELAFONT, Associé**
  - Master 225 « Finance d'entreprise et d'ingénierie financière » de l'Université Paris IX – Dauphine
  - Diplôme Supérieur de Comptabilité et de Gestion
  - Membre de la SFEV
- **Jonathan NILLY, Directeur de mission**
  - EM Lyon Business School – Mastère Spécialisé en Ingénierie Financière
  - École Nationale Supérieure des Mines de Douai – Master en Ingénierie
  - Membre de la SFEV
- **Thomas WOESTELANDT, Manager**
  - Université Paris V-Descartes – Master Comptabilité, Contrôle, Audit (CCA)
- **Tatiana VELANDIA ARDILA, Analyste**
  - IESEG School of Management – Master Grande Ecole, spécialisation Gestion d'Actifs
  - Universidad Externado de Colombia – Licence en Finance d'Entreprise et Affaires Internationales

ANNEXE 6 : COMPOSITION DE L'EQUIPE LEDOUBLE (suite)

Olivier CRETTÉ, Associé

Revue indépendante

Olivier Cretté n'a pas pris part directement aux travaux diligentés dans le cadre de l'expertise indépendante ; il est intervenu au titre de contrôleur qualité interne au sein de Ledouble conformément à l'article 3-12 de l'instruction AMF n°2006-08, et selon les principes exposés en **Annexe 10**.

- Expert-comptable et commissaire aux comptes
- EM Lyon, docteur en sciences de gestion
- Membre de l'APEI et de la SFEV
- Membre de la Commission Evaluation de l'association nationale des Directeurs Financiers et de Contrôle de Gestion (DFCG)
- Membre de la Commission des Normes Professionnelles de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes (CNCC)
- Professeur associé au Conservatoire National des Arts et Métiers (CNAM)

ANNEXE 7 : LISTE DES EXPERTISES FINANCIERES REALISEES PAR LEDOUBLE[206]

Expertises financières réalisées par Ledouble

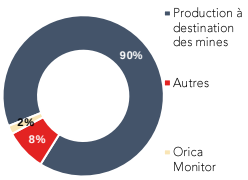
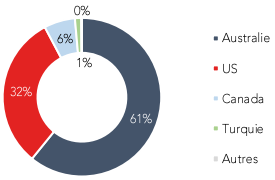
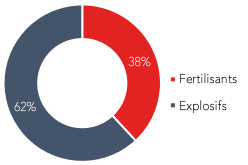
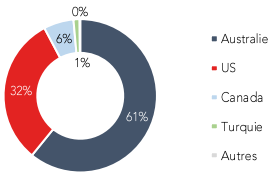
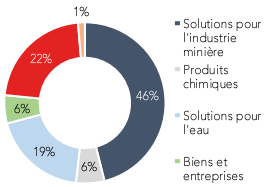
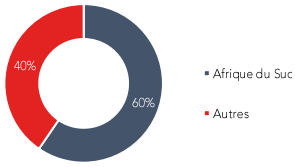
Année	Société	Établissement(s) présentateur(s)
2020	EasyVista	Natixis
2020	Spir Communication	Kepler Cheuvreux
2020	Lafuma	Société Générale
2020	Ingenico	BNP Paribas, Morgan Stanley, Natixis, Société Générale
2019	Terreïs (2)	Goldman Sachs Paris Inc. et Cie, Natixis
2019	Terreïs	Goldman Sachs Paris Inc. et Cie, Natixis
2019	MBWS	*
2019	Selectirente	Rothschild Martin Maurel
2019	Locindus	Natixis
2018	Baccarat	Société Générale
2018	Aufeminin (2)	Rothschild
2018	Direct Energie	Lazard Frères Banque, Société Générale CIB
2018	Altamir	CA-CIB
2018	Spir Communication	Kepler Cheuvreux
2018	Business & Decision	Portzamparc - Groupe BNP Paribas
2018	Aufeminin	Rothschild
2018	A2micile	Swiss Life Banque Privée
2017	Assystem	CA-CIB, BNP Paribas, Société Générale
2017	CGG	*
2017	Eurosic	Deutsche Bank, Natixis
2017	Etam Développement	Natixis, Rothschild
2016	Radiall	Oddo Corporate Finance
2016	Octo Technology	Société Générale
2016	Maurel et Prom	Crédit Agricole
2016	Tronics Microsystems	Kepler Cheuvreux
2016	Medtech	BNP Paribas
2016	Cegid	Natixis
2016	Technofan	Banque Degroof Petercam France
2016	Cegereal	JP Morgan
2015	Leguide.com	Natixis
2015	Norbert Dentressangle	Morgan Stanley
2015	Latécoère	*
2015	Linedata Services	Banque Degroof, HSBC, Natixis
2015	Euro Disney SCA	BNP Paribas
2014	Euro Disney SCA	*
2014	Siic de Paris	Natixis
2014	Bull	Rothschild

** : Restructuration financière / Augmentation de capital réservée*

[206] Depuis 2014.

ANNEXE 8 : PRESENTATION DES COMPARABLES BOURSIERS

Descriptif des Comparables Boursiers

Société	Pays	Description	Cap. boursière (M€)	CA (M€)	Répartition du CA par activité	Répartition du CA par région
Orica		Orica Limited fabrique et vend des explosifs commerciaux et des systèmes de dynamitage aux marchés des mines, des carrières, du pétrole et du gaz et de la construction en Australie, aux États-Unis et dans le monde. Orica emploie environ 11 500 salariés.	4 115	3 437		
Incitec Pivot		Incitec Pivot Limited fabrique et distribue des explosifs industriels, des produits chimiques industriels et des engrais en Australie, aux États-Unis, au Canada, et dans le monde. Incitec Pivot emploie environ 5 000 salariés.	2 649	2 430		
AECI		AECI fournit des produits et services liés à l'exploitation minière, au traitement de l'eau, à la santé végétale et animale, à l'alimentation et aux boissons, aux infrastructures et au secteur industriel général en Afrique, en Europe, en Asie du Sud-Est, en Amérique du Nord, en Amérique du Sud et en Australie. AECI emploie 7 500 salariés.	503	1 579		

Sources : Capital IQ, Documents de référence

ANNEXE 9 : PRESENTATION DES TRANSACTIONS COMPARABLES

Detail des Transactions Comparables

Date	Acquéreur	Cible	Avec prime de contôle	Sans prime de contrôle
févr-20	Orica Limited	Exsa S.A	10,5x	7,3x
août-18	Rhone Capital LLC	MaxamCorp	8,9x	7,9x
août-16	SSE Holding SA	Orica Limited (Germany, Poland, Czech Republic and Slovakia)	14,1x	8,6x
avr-15	Enaex SA	Davey Bickford	7,1x	4,3x
Moyenne			10,1x	7,0x

Source : Capital IQ, MergerMarket, Communiqués

ANNEXE 10 : PRINCIPES DE LA REVUE QUALITE

L'article 3-12 de l'instruction AMF n°2006-08 prévoit que le rapport d'expertise comporte « *une description de la mission, du rôle et des diligences effectuées par la personne en charge de la revue qualité du rapport d'expertise, ainsi que la description des garanties d'indépendance dont celle-ci bénéficie* ».

En l'espèce, le contrôleur qualité :

- n'a pas pris part directement à la réalisation de la Mission et est intervenu en totale indépendance à l'égard des deux signataires du Rapport et des autres membres de l'équipe Ledouble ;
- a été consulté lors de l'acceptation de la Mission sur l'indépendance de Ledouble et sa propre indépendance ;
- est intervenu pour :
  - valider la structure du Rapport et en tester la cohérence avec le champ de la Mission tel que défini dans la lettre de mission de la Société **Annexe 1** ;
  - procéder à l'examen des points de saisine de Ledouble ;
  - s'assurer, dans le contexte de la Mission, de la prise en compte des dispositions du règlement général de l'AMF, de l'instruction AMF n°2006-07, de l'instruction AMF n°2006-08 et de la recommandation AMF n°2006-15 ;
  - vérifier le respect des procédures internes à Ledouble applicables en matière d'expertise indépendante ;
  - questionner les signataires du Rapport sur les hypothèses et paramètres structurant l'évaluation de l'Action, leur appréciation de l'incidence des Accords Connexes, ainsi que la synthèse de leurs échanges avec les interlocuteurs de Ledouble en **Annexe 4** ;
  - examiner le contenu des fichiers de synthèse sous-tendant l'évaluation de l'Action ;
  - suivre la rédaction du Rapport sur le plan formel en relation avec les signataires du Rapport, par la formalisation de « questions-réponses » ;
  - vérifier *in fine* la cohérence entre le contenu du Rapport et en conclusion l'Attestation d'Equité.

ANNEXE 2

RAPPORT DU COLLEGE D'EXPERTS SUR LE TAUX DE CONVERSION DES PARTS DE FONDATEUR EN ACTION

LEDOUBLE
8 rue Halévy
75009 Paris

Gilles de Courcel
RICOL LASTEYRIE
2 avenue Hoche
75008 Paris

Société Anonyme d'Explosifs et de Produits Chimiques
EPC GROUPE

61 rue Galilée
75008 Paris

Rapport du Collège d'Experts

sur le taux de conversion des Parts de fondateur en actions

30 septembre 2020

Sommaire

1. Présentation de l'Opération et de la Mission 4

1.1 Contexte de l'Opération 4

1.2 Mission des Experts 4

1.21 Mission et désignation des Experts 4

1.22 Limites de la Mission 6

1.23 Indépendance des Experts 7

2. Conduite de la Mission 7

2.1 Diligences effectuées 7

2.2 Principales sources d'informations exploitées 8

3. Présentation des Parts de fondateur 9

3.1 Structure de détention 9

3.2 Cadre réglementaire 9

3.3 Principales caractéristiques des Parts de fondateur émises par EPC 10

4. Analyse des trajectoires boursières des Parts de fondateur et des actions EPC 10

4.1 Examen de la liquidité 10

4.2 Cours de bourse historique des Parts de fondateur et des actions EPC 11

4.3 Parité des Parts de fondateur et des actions EPC issue de leur cours respectif 12

5. Méthodes employées pour déterminer le taux de conversion en actions 13

5.1 Présentation de la méthode retenue 13

5.2 Données prévisionnelles exploitées 13

5.3 Hypothèses clés retenues par les Experts 14

5.4 Résultats et analyses de sensibilité 16

6. Analyse du positionnement du taux de conversion 18

6.1 Prime implicite par rapport à la parité de marché 18

6.2 Décote implicite par rapport au Ratio d'affectation des bénéfices distribués 18

6.21 Absence de droits de vote 19

6.22 Absence de prime de contrôle 19

6.23 Invariabilité de la répartition statutaire 19

6.24 Fiscalité des plus-values 19

6.25 Différentiel de liquidité 20

6.26 Synthèse 20

7. Observations formulées par les porteurs de Parts de fondateur et les Représentants de la Masse 20

7.1 Sur la désignation des Experts 20

7.2 Sur la valorisation des Parts de fondateur 21

7.21 Synthèse des observations formulées sur la valorisation des Parts de fondateur 21

7.22 Réponses apportées par les Experts 21

7.3 Sur le taux de conversion des Parts de fondateur en actions EPC 21

7.31 Synthèse des observations formulées sur le taux de conversion 21

7.32 Réponses apportées par les Experts 22

8. Conclusion 23

1. Présentation de l'Opération et de la Mission

1.1 Contexte de l'Opération

Créée en 1893 par Monsieur Eugène-Jean Barbier, la Société Anonyme d'Explosifs et de Produits Chimiques (ci-après la « **Société** » ou « **EPC** ») est la société de tête du groupe éponyme (ci-après le « **Groupe** ») spécialisé dans le stockage, la fabrication, et la distribution d'explosifs, notamment dans le secteur du forage-minage.

EPC est une société anonyme dont le capital social est composé de 168.400 actions d'une valeur nominale unitaire de 31 € détenues majoritairement par la famille du fondateur par l'intermédiaire d'une société holding, la société EJ Barbier (ci-après « **EJ Barbier** »), qui possède 113.603 actions représentant environ 67% du capital et 78% des droits de vote de la Société.

Par ailleurs, la Société a émis 29.473 Parts de fondateur (ci-après « **Parts de fondateur** ») sans valeur nominale, pour l'essentiel dès son origine, dont 3.777 parts sont détenues par EJ Barbier, ce qui représente 13% des Parts de fondateur.

Par un communiqué de presse en date du 15 novembre 2019, la Société annonçait que les actionnaires d'EJ Barbier étaient entrés en négociation exclusive pour la cession de la totalité du capital et des droits de vote d'EJ Barbier à 4 Décembre SAS (ci-après « **4 Décembre** »), société de reprise contrôlée par quatre fonds gérés par la société de gestion Argos Wityu SAS (ci-après « **Argos** » ou « **l'Acquéreur** ») et dans laquelle certains actionnaires actuels d'EJ Barbier et dirigeants d'EPC détiendraient une participation minoritaire (ci-après « **l'Opération** » ou « **la Transaction** »).

La réalisation de l'Opération est soumise à certaines conditions suspensives, dont notamment, la convocation d'une assemblée générale extraordinaire des actionnaires d'EPC aux fins de se prononcer sur le rachat des Parts de fondateur dans les conditions et à un prix fixé en application de l'article 8ter de la loi de 1929 sur les parts de fondateur[1] et aux dispositions du décret n°67-452 du 6 juin 1967.

Conformément à la réglementation applicable en cas de réalisation de l'Opération, 4 Décembre déposera une offre publique d'achat simplifiée (ci-après « **OPAS** ») sur le solde des actions composant le capital d'EPC sans qu'Argos n'ait l'intention de solliciter un retrait obligatoire.

1.2 Mission des Experts

1.21 Mission et désignation des Experts

Dans le contexte de l'Opération précédemment décrit, il était procédé à la désignation des deux experts (ci-après « **le Collège** » ou « **les Experts** ») chargés d'établir « *un rapport commun exposant les méthodes employées pour calculer le prix de rachat des parts ou le taux de conversion desdites parts [indiquant] en conclusion du rapport, le prix de rachat ou le taux de conversion en actions qui leur parait*

[1] Article 8ter de la loi de 1929 sur les parts de fondateur : *« À compter de la vingtième année de leur émission, la société est en droit de procéder au rachat ou à la conversion en actions de l'ensemble des parts existantes, sur la seule décision de l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires. À dater de cette décision, les droits attachés aux parts sont éteints et les anciens porteurs de parts exercent des droits attachés aux actions provenant de la conversion ou deviennent créanciers du prix de rachat. Le taux de conversion ou le prix de rachat sont déterminés par voie d'expertise.*
Est réputée non écrite toute clause contraire aux dispositions du présent article, dont les modalités d'application seront fixées par décret. »

équitable » (ci-après « **la Mission** ») conformément aux dispositions de l'article 8ter de la loi de 1929 sur les parts de fondateur et du décret n°67-452 du 6 juin 1967 :

- Le Conseil d'administration de la Société du 13 janvier 2020, sur recommandation du comité *ad hoc* d'administrateurs constitué le 14 novembre 2019, désignait le cabinet Ledouble, représenté par Madame Agnès Piniot, en tant qu'expert appelé à se prononcer sur le taux de conversion et la valorisation des Parts de fondateur. En accord avec l'Autorité des Marchés Financiers et sur la recommandation du comité *ad hoc*, le cabinet Ledouble était également désigné en qualité d'expert indépendant au sens des articles 261-1 et suivants du Règlement Général de l'AMF (ci-après « **l'Expert Indépendant** ») chargé d'établir un rapport sur le caractère équitable des conditions financières de l'OPAS portant sur le solde du capital d'EPC.
- L'assemblée générale des porteurs de Parts de fondateur, réunie le 26 février 2020 :
  - désignait Monsieur Gilles de Courcel, associé du cabinet Ricol Lasteyrie, en qualité d'expert chargé d'évaluer le taux de conversion et le prix de rachat des Parts de fondateur, conjointement avec le cabinet Ledouble ;
  - nommait des représentants des porteurs de Parts de fondateur (ci-après « **les Représentants de la Masse** »).

Les Experts devaient remettre leur rapport dans un délai de deux mois à compter de la désignation du dernier d'entre eux, soit au plus tard le 24 avril 2020.

Dans son communiqué du 30 mars 2020 relatif aux résultats 2019, la Société mentionnait que la crise sanitaire mondiale liée à la Covid-19 aurait nécessairement des impacts très significatifs tant en termes de production que de marché, notamment en Europe où le Groupe est très présent. Elle indiquait par ailleurs que, dans ces circonstances, elle procédait à une étude de l'impact de la crise sanitaire sur l'activité, la performance et les perspectives du Groupe. À la demande des Experts, la date limite de dépôt de leur rapport commun a été reportée au **8 juin 2020**[2].

Ultérieurement, et par un communiqué de presse du 3 juin 2020, la Société indiquait que les mesures prises en France et au Luxembourg pour proroger les délais échus pendant la période d'urgence sanitaire ne permettaient plus la réalisation de l'ensemble des conditions suspensives, indispensable à la finalisation de la Transaction, dans le calendrier initialement prévu par les parties.

À cette même date, le Conseil d'administration de la Société :

- prenait acte de l'avenant conclu entre les parties à la Transaction et du nouveau calendrier qui y est prévu ;
- rappelait qu'une condition suspensive de la Transaction était la convocation d'une assemblée générale extraordinaire de la Société statuant sur la conversion et/ou le rachat des Parts de fondateur dont la tenue était toutefois susceptible d'intervenir après réalisation de la Transaction ;
- considérait alors qu'il était dans l'intérêt de la Société et de l'ensemble des parties prenantes, que le rapport commun des Experts soit établi à une date la plus proche possible de la réalisation de la Transaction et sur le fondement de l'information la plus à jour, afin de garantir le caractère équitable de la parité de conversion des Parts de fondateur en actions et/ou du prix de rachat des Parts de fondateur proposés à l'assemblée générale extraordinaire de la Société.

[2] Communiqué de presse d'EPC Groupe du 22 avril 2020.

Le communiqué de presse du 3 juin 2020 rappelait également que, dans l'hypothèse où le rapport de l'Expert Indépendant ne conclurait pas au caractère équitable du prix d'offre, 4 Décembre pourrait encore décider de ne pas réaliser la Transaction.

Dans ce contexte modifié, la mission des Experts a été interrompue, et le Conseil d'administration a convoqué une nouvelle assemblée générale des porteurs de Parts de fondateur ayant pour ordre du jour la désignation, à nouveau, de Monsieur Gilles de Courcel en qualité d'expert chargé d'évaluer le taux de conversion et le prix de rachat des Parts de fondateur.

En conséquence, par une assemblée générale des porteurs de Parts de fondateur en date du 22 juillet 2020, Monsieur Gilles de Courcel a été à nouveau désigné en qualité d'expert chargé d'évaluer le taux de conversion et le prix de rachat des Parts de fondateur.

Le Conseil d'administration de la Société s'est réuni le 31 juillet 2020, et a désigné, à nouveau, le cabinet Ledouble représenté par Madame Agnès Piniot en qualité d'expert ayant la même mission.

À l'issue de ces désignations, les Experts doivent rendre leur rapport commun le 30 septembre 2020 au plus tard.

Le Conseil d'administration de la Société, qui s'est réuni le 29 septembre 2020, a décidé de ne pas soumettre à l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires de proposition tendant au rachat des Parts de fondateur.

Suite à cette décision du Conseil d'administration de la Société, le présent rapport porte exclusivement sur le taux de conversion des Parts de fondateur en actions EPC[3].

Notre mission prenant fin avec le dépôt du présent rapport, il ne nous appartient pas de le mettre à jour pour tenir compte des faits et circonstances postérieurs à sa date de signature.

1.22 Limites de la Mission

Conformément à la pratique en matière d'évaluation, nos travaux n'ont pas pour objet de valider les informations historiques et prévisionnelles qui nous ont été communiquées, et dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence.

À cet égard, nous avons considéré que les informations qui nous ont été communiquées par nos interlocuteurs étaient fiables et transmises de bonne foi.

Le présent rapport n'a pas de valeur de recommandation aux actionnaires sur leur vote des résolutions soumises à l'assemblée générale extraordinaire de la Société, et portant sur la conversion des Parts de fondateur en actions.

[3] Étant précisé que, préalablement à la décision du Conseil d'administration de renoncer au rachat des Parts de fondateur, le Collège n'avait communiqué aucune estimation du prix de rachat qui aurait pu trouver à s'appliquer.

1.23 Indépendance des Experts

Nous confirmons notre indépendance :

- vis à vis d'EPC, d'Argos, de 4 Décembre, d'EJ Barbier, ainsi que de leurs conseils juridique et financier respectifs ;
- au sens des articles 261-1 et suivants du Règlement Général de l'AMF.

Nous attestons de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu avec les personnes morales et physiques impliquées dans l'Opération, susceptible d'affecter notre indépendance et l'objectivité de notre jugement dans l'exercice de la Mission.

Nous rappelons que le cabinet Ledouble a été également désigné en qualité d'Expert Indépendant (§ 1.21).

Nous sommes donc en mesure d'accomplir la Mission en toute indépendance. Nous disposons par ailleurs des moyens humains et matériels nécessaires à sa réalisation.

2. Conduite de la Mission

2.1 Diligences effectuées

Nos diligences ont essentiellement consisté :

- en la prise de connaissance (i) des caractéristiques juridiques et financières des Parts de fondateur, (ii) de l'activité et des données financières du Groupe et (iii) des caractéristiques de l'Opération ;
- à partir de ces informations, en la détermination du taux de conversion des Parts de fondateur en actions EPC.

Nous avons notamment :

- examiné le contexte spécifique dans lequel se situe l'Opération et la documentation juridique qui la sous-tend ;
- pris connaissance des statuts d'EPC et étudié les caractéristiques financières et juridiques des Parts de fondateur ;
- réalisé un diagnostic stratégique et financier approfondi du Groupe incluant :
  - un examen de ses activités ;
  - une analyse du marché et de l'environnement concurrentiel d'EPC ;
  - une revue approfondie des comptes historiques de la Société ;
  - un examen détaillé du dernier plan d'affaires prévisionnel de la Société établi après la crise sanitaire avec différents *scenarii* de reprise de l'activité[4] ;
  - la comparaison de ce plan d'affaires avec les précédentes projections établies avant la crise sanitaire.
- mené une analyse boursière des actions et des Parts de fondateur ;
- revu les travaux d'évaluation réalisés par la Société dans le cadre de ses tests de dépréciation ;

[4] Plan d'affaires approuvé le 25 août 2020 par le Conseil d'administration d'EPC.

- défini une méthode permettant de déterminer de manière parfaitement homogène le taux de conversion des Parts de fondateur en actions EPC ;
- pris connaissance des observations et des remarques formulées par certains porteurs de Parts de fondateur afin d'y répondre ;
- déterminé le taux de conversion des Parts de fondateur en actions EPC ;
- apprécié le positionnement du taux de conversion par rapport à la parité induite par les cours de bourse ainsi que par rapport au ratio d'affectation des bénéfices distribués entre les porteurs de Parts de fondateur et les actionnaires (ci-après « **Ratio d'affectation des bénéfices distribués** »).

Ces diligences ont été conduites parallèlement aux réunions, entretiens et échanges de courriels et documents que nous avons eus avec :

- les représentants de la Société ;
- les représentants d'Argos et des vendeurs ;
- les représentants de la masse des porteurs de Parts de fondateur ;
- les conseils juridiques et financiers en charge du suivi de l'Opération.

2.2 Principales sources d'informations exploitées

Nous avons obtenu auprès de la Direction de la Société les éléments significatifs exploités dans le cadre de la Mission. Les principaux documents obtenus[5] auprès de la Direction de la Société et d'Argos sont présentés ci-après :

- Offres présentées par Argos et les accords connexes :
  - Offre indicative du 22 février 2020,
  - Lettres d'intention des 20 mai 2019 et 23 juillet 2019,
  - Offres fermes des 30 septembre 2019 et 21 octobre 2019,
  - Promesse d'achat et *Management Term sheet* du 14 novembre 2019,
  - Contrat de cession d'actions du 13 janvier 2020,
  - Première lettre avenant au contrat de cession d'actions, en date du 29 mai 2020[6],
  - Seconde lettre avenant au contrat de cession d'actions, en date du 25 septembre 2020 ;
- Informations juridiques relatives à la Société (organigramme juridique, répartition du capital, extrait KBis, statuts, procès-verbaux des Conseils d'administration de 2019 et 2020) ;
- Rapports de *due diligence* établis à la demande de la Société dans le cadre du processus de cession de la participation détenue par EJ Barbier dans la Société (financières, stratégiques et juridiques) ;
- Comptes sociaux et consolidés de la Société de 2009 à 2019 et projet des comptes consolidés semestriels au 30 juin 2020 présenté au Conseil d'administration de la Société le 22 septembre 2020 ;
- Synthèse des commissaires aux comptes au Comité d'audit, Rapport des commissaires aux comptes, lettres d'affirmation signées par la direction d'EPC au titre de l'exercice clos le 31 décembre 2019 ;
- Travaux de test de valeur de ses actifs réalisés par la Société du 31 décembre 2015 au 30 juin 2020 ;

[5] Sans que cette liste indicative ne soit exhaustive.
[6] Contresignée le 30 mai 2020.

- Plan d'affaires prévisionnel de la Société établi dans le cadre de la clôture des comptes de l'exercice 2019 ;
- Plan d'affaires prévisionnel intégrant différents *scenarii* de reprise de l'activité qui a été approuvé par le Conseil d'administration d'EPC du 25 août 2020 ;
- Comptes des sociétés mises en équivalence au 31 décembre 2019.

Nos travaux reposent également sur :

- des informations financières disponibles sur nos bases de données financières (S&P Capital IQ, Bloomberg) ;
- des études de marché et des notes d'analystes établies sur des sociétés concurrentes du Groupe.

3. Présentation des Parts de fondateur

3.1 Structure de détention

Constituée le 1er octobre 1892, la Société a émis 168.400 actions d'une valeur nominale de 31 € chacune et 29.473 Parts de fondateur[7], sans fixation de valeur nominale.

Les structures de détention respectives des actions et des Parts de fondateur, disponibles à la date la plus récente, se présentent comme suit :

Détention des Parts de fondateur

Noms des détenteurs	Nb d'actions ordinaires	%	Nb de Parts de fondateur	%
Détenteurs connus				
EJ Barbier	113 610	67,5%	3 775	12,8%
Autodétention	16 102	9,6%	n/c	
Allan Green et affiliès	19 035	11,3%	450	1,5%
Hubert Jeannin-Naltet	n/c		5 005	17,0%
HMG	n/c		4 752	16,1%
Famille de Brancion	n/c		59	0,2%
Denis Hanotin	n/c		2 037	6,9%
Jean-Pierre Berthier (indivision)	n/c		1 930	6,5%
SSE - Sté des explosifs	n/c		2 747	9,3%
Sous total	*148 747*	*88,3%*	*20 755*	*70,4%*
Flottant	**19 653**	**11,7%**	**8 718**	**29,6%**
TOTAL GENERAL	**168 400**		**29 473**	

Source : Comptes annuels EPC Groupe 2019, Feuille de présence de l'Assemblée Générale des Porteurs de parts du 24 /02 /2020
n/c : non communiqué

3.2 Cadre réglementaire

Les Parts de fondateur sont des titres négociables réglementés par la loi du 23 janvier 1929 sur les parts de fondateur émises par les sociétés, qui a été modifiée par la loi n°53-148 du 25 février 1953 relative à diverses dispositions d'ordre financier intéressant l'épargne.

Il peut leur être attribué un droit fixe ou proportionnel dans les bénéfices sociaux.

[7] La Société a attribué, en représentation partielle des apports en nature dont elle a bénéficié lors de sa constitution, 2.800 Parts de fondateur, depuis divisées en 28.000 parts sans fixation de valeur nominale. Pour satisfaire aux prescriptions de l'ordonnance du 15 août 1945, il a été créé le 5 février 1946 un total de 1.473 parts nouvelles.

L'article 264 de la loi n°66-537 du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales interdit l'émission de parts de fondateur nouvelles à compter de son entrée en vigueur le 1er avril 1967. Les parts de fondateur antérieurement émises restent soumises aux textes les concernant.

L'article 6 de la loi n° 66-538 du 24 juillet 1966 permet aux sociétés de procéder au rachat des parts de fondateur existantes ou à leur conversion en actions, à compter de la vingtième année suivant leur émission, sur la seule décision de l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires. Les prix de rachat ou le taux de conversion sont le cas échéant déterminés par voie d'expertise.

3.3 Principales caractéristiques des Parts de fondateur émises par EPC

Les caractéristiques détaillées des Parts de fondateur, qui sont rappelées dans les statuts de la Société, peuvent se résumer comme suit.

Les Parts de fondateur sont des instruments financiers *sui generis* à durée indéterminée. Elles ne bénéficient d'aucun droit de présence aux assemblées générales des actionnaires, ni d'immixtion dans les affaires de la Société. Elles ne donnent non plus aucun droit de propriété sur l'actif social.

Conformément aux dispositions prévues aux articles 33, 34 et 36 des statuts de la Société :

- les Parts de fondateur perçoivent, en cas de distribution de dividendes, 25% des bénéfices distribués ;
- les droits des Parts de fondateur à leur part de bénéfices sont invariables, quelles que soient les variations du capital social, et leur diminution ne peut avoir lieu qu'après l'approbation d'une assemblée générale des porteurs de Parts de fondateur ;
- en cas de dissolution anticipée, les Parts de fondateur bénéficient de 25% du produit net de liquidation.

Compte tenu de la structure actuelle du capital d'EPC et du nombre d'actions autodétenues par la Société, la répartition des dividendes prévue statutairement conduit à un ratio de dividendes par titre de 1,72[8].

4. Analyse des trajectoires boursières des Parts de fondateur et des actions EPC

4.1 Examen de la liquidité

L'analyse boursière met en évidence une faible liquidité des actions et des Parts de fondateur, se traduisant par :

- un nombre de journées de cotation limité ;
- un volume restreint d'échanges impliquant des délais de rotation du flottant et des titres en circulation relativement longs.

[8] 1,72 = [(quote-part revenant aux Parts de fondateur / nombre de Parts de fondateur)] / [(quote-part revenant aux actionnaires / nombre d'actions hors autocontrôle)].

Nous constatons que :

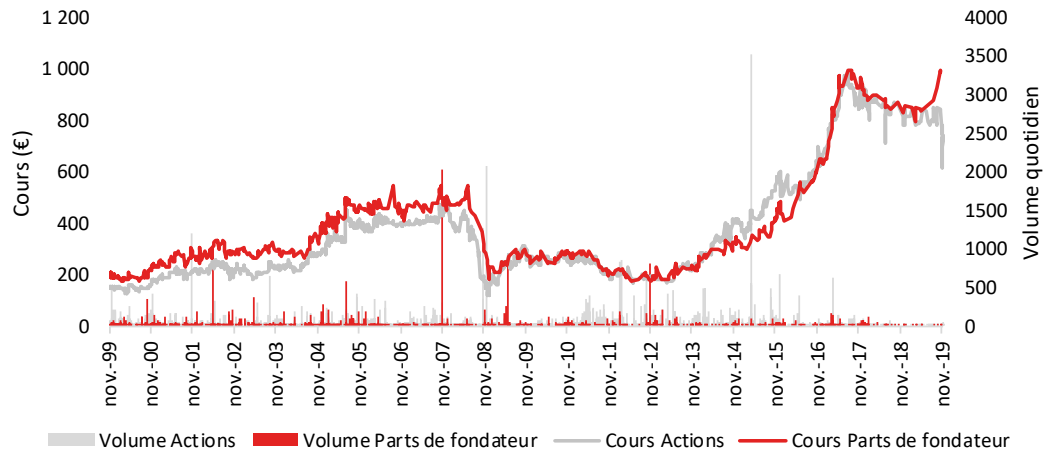
- avant annonce de l'Opération, le délai de rotation du flottant des Parts de fondateur est compris entre 5 et 6 ans[9] ;
- le délai de rotation de la totalité des Parts de fondateur est d'environ 14 ans[10].

Les actions EPC présentent également une faible liquidité avec un délai de rotation de l'ordre de 19 ans[11] pour la totalité des titres en circulation.

4.2 Cours de bourse historique des Parts de fondateur et des actions EPC

Nous présentons, ci-après, l'évolution du cours de bourse des Parts de fondateur et des actions EPC sur la période historique de 1999 à 2019[12] :

Cours de bourse historique des Parts de fondateur et des actions



Source : Bloomberg

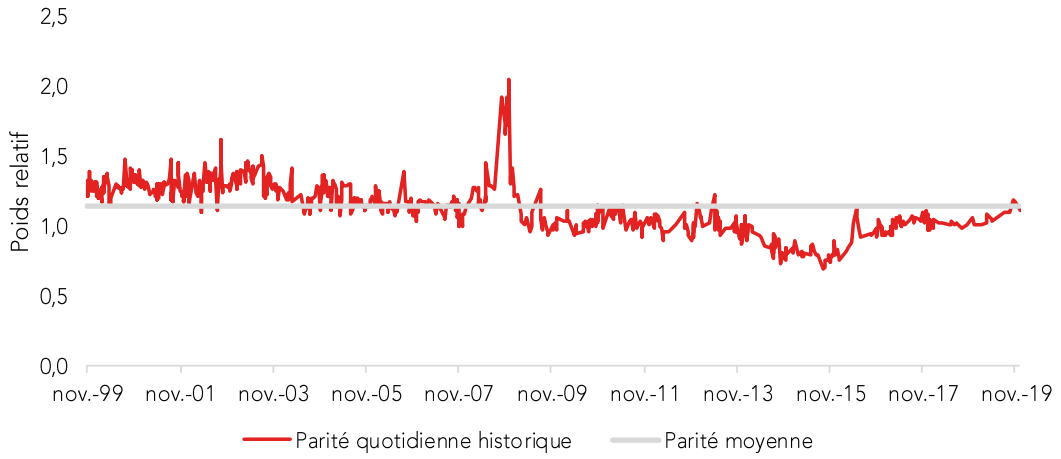
Malgré la faible liquidité du titre (§ 4.1), nous observons une forte corrélation entre l'évolution du cours des actions EPC et de celui des Parts de fondateur[13]. Ce constat nous permet de considérer raisonnablement que le marché a apprécié historiquement la valeur relative des deux catégories de titres.

[9] Ce délai est donné à titre purement indicatif, certains échanges ayant pu être réalisés sur le marché par des porteurs situés en dehors du flottant tel que présenté *supra* § 3.1.
[10] Sur la période 2006 à 2019, 29.469 Parts de fondateur ont été échangées sur le marché.
[11] Source : Bloomberg.
[12] Soit un historique de 20 ans jusqu'à la date d'annonce de l'Opération.
[13] Sur la période examinée, le coefficient de détermination (R2), correspondant au carré du coefficient de corrélation linéaire, permettant de juger de la qualité d'une régression linéaire, est égal à 93%.

4.3 Parité des Parts de fondateur et des actions EPC issue de leur cours respectif

Nous présentons, ci-après, l'évolution de la parité[14] observée entre la cotation des Parts de fondateur et celle des actions EPC sur la période 1999 à 2019 :

Parité du cours des Parts de fondateur et du cours des actions EPC



Source : Bloomberg

Sur la période examinée, nous observons que :

- le pic constaté en 2008 s'inscrit dans un contexte de marché perturbé[15], la faible liquidité des Parts de fondateur et des actions EPC ne permettant pas des ajustements rapides des cours respectifs ;
- environ deux tiers des échanges extériorisent une parité comprise entre 1,0 et 1,3[16] ;
- **la parité moyenne ressort à 1,15**[17].

[14] La parité est exprimée en nombre d'actions EPC Groupe pour 1 Part de fondateur. Ainsi, une parité de 1,15 à un instant T signifie que le cours des Parts de fondateur extériorise une prime de 15% par rapport au cours de l'action EPC Groupe.
[15] Crise financière mondiale de 2007-2008.
[16] Cours des Parts de fondateur ramené au cours de l'action EPC Groupe.
[17] Cours des Parts de fondateur ramené au cours de l'action EPC Groupe.

5. Méthodes employées pour déterminer le taux de conversion en actions

Nous exposons dans la présente partie la méthodologie mise en œuvre par les Experts pour déterminer le taux de conversion des Parts de fondateur en actions EPC.

Celle-ci a été définie au regard des caractéristiques propres des Parts de fondateur et des actions EPC, étant précisé qu'un taux de conversion doit être déterminé **sur la base de méthodes et de données homogènes afin d'aboutir à un résultat pertinent.**

Certaines méthodes d'évaluation, habituellement mises en œuvre pour estimer la valeur d'une action[18], ne peuvent être appliquées aux Parts de fondateur compte tenu de la nature de ces titres et de la spécificité des droits qui leur sont attachés (§ 3).

5.1 Présentation de la méthode retenue

Le rendement des Parts de fondateur est constitué :

- sur la période de leur détention, par les dividendes revenant aux porteurs de parts selon la répartition prévue statutairement, sous réserve de la distribution effective de bénéfices ou de réserves distribuables dont la décision revient aux seuls actionnaires ;
- de leur valeur de sortie, correspondant :
  - en cas de procédure de rachat au prix de rachat ou en cas de conversion au taux de conversion rapporté à la valeur d'une action EPC, fixés de manière équitable par les experts désignés conformément à la législation en vigueur ;
  - en l'absence d'une telle procédure à la main de la Société, au prix pouvant être obtenu dans le cadre d'une transaction de gré à gré ou, au cas d'espèce, par une cession sur le marché.

Afin de prendre en compte les caractéristiques et les droits des Parts de fondateur, nous avons mis en œuvre une méthode d'évaluation du Groupe par actualisation des flux prévisionnels de dividendes (« **DDM**[19] »), puis calculé les rendements obtenus par les porteurs de Parts de fondateur qui :

- perçoivent pendant « X » années 25% des bénéfices distribuables prévisionnels ;
- sortent au bout de « X » années sur la base d'une parité observée sur le marché.

La comparaison des rendements obtenus, par les porteurs de Parts de fondateur, d'une part, et par les actionnaires, d'autre part, permet d'obtenir, pour un horizon d'investissement donné, un taux de conversion en actions EPC équitable.

Nous présentons, ci-après, les principales données employées et les hypothèses structurantes du modèle.

5.2 Données prévisionnelles exploitées

La méthode DDM a été mise en œuvre à partir du plan d'affaires révisé qui nous a été transmis et présenté par la Direction du Groupe, traduisant les perspectives opérationnelles du Groupe sur la période prévisionnelle 2020-2025 (ci-après l'« **Horizon Explicite** »).

[18] À titre d'exemples : valorisation intrinsèque par actualisation des flux prévisionnels de trésorerie (DCF), valorisation analogique par application de multiples boursiers.
[19] *Dividend Discount Model*.

À l'appui d'une étude réalisée par un cabinet de conseil en stratégie, la Direction du Groupe a établi plusieurs *scenarii* tablant sur des niveaux de croissance et de rentabilité plus ou moins élevés sur l'Horizon Explicite (scénario de « reprise lente », scénario « intermédiaire » et scénario de « reprise rapide »).

Au regard des réalisations observées sur les dernières années, nous sommes d'avis que l'ensemble de ces *scenarii*, présentés et approuvés par le Conseil d'administration d'EPC du 25 août 2020, traduisent des objectifs de développement volontaristes. À titre indicatif, le scénario de « reprise lente » table sur :

- une croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires de l'ordre de 3% sur l'Horizon Explicite[20] ; associée à
- une amélioration de plus de 250 points de base du taux de marge d'EBITDA par rapport à la moyenne des trois derniers exercices[21].

Nous avons intégré dans nos analyses de sensibilité différents *scenarii*, étant précisé que le choix du scénario a une incidence marginale[22] sur le taux de conversion obtenu.

5.3 Hypothèses clés retenues par les Experts

Le modèle construit pour déterminer le taux de conversion des Parts de fondateur en actions EPC intègre, en sus des données prévisionnelles transmises par la Direction, des hypothèses sur :

- le taux de distribution des dividendes ;
- le coût des fonds propres retenu pour actualiser les dividendes futurs et la valeur de sortie ;
- le taux de croissance normatif des dividendes ;
- le multiple théorique de sortie ;
- la durée moyenne de détention des Parts de fondateur ;
- la parité de sortie.

Taux de distribution des dividendes

Le taux de distribution des dividendes sur l'Horizon Explicite a été déterminé au regard notamment :

- du taux de distribution historique compris, sur la période 2010-2019, entre 15% et 55% du résultat net distribuable de la Société ; sur les dix dernières années, le taux de distribution moyen ressort à environ 30%[23] ;
- du niveau actuel d'endettement net de la Société et de ses résultats prévisionnels.

Sur la base de l'ensemble des informations mises à notre disposition, nous avons retenu un taux de distribution croissant sur l'Horizon Explicite, évoluant dans une fourchette comprise entre 0% et 40%.

[20] Au cours des 5 derniers exercices, le Groupe a enregistré une croissance annuelle moyenne de 2%.
[21] Nous comparons l'EBITDA prévisionnel hors quote-part des sociétés mises en équivalence avec le résultat opérationnel historique retraité de la part du résultat des mises en équivalence et des dotations aux amortissements et aux provisions.
[22] À titre indicatif, les *scenarii* « intermédiaire » et « dégradé » conduisent à un écart sur la parité obtenue inférieur à 2%.
[23] Moyenne intégrant les exercices clôturés en situation de perte nette, sans distribution de dividendes.

L'hypothèse du taux de distribution au-delà de l'Horizon Explicite a un impact limité sur la valorisation[24] car les résultats non distribués sont réputés :

- être réinvestis et contribuer à la croissance future des résultats distribuables[25] ; ou
- contribuer au désendettement du Groupe et réduire ainsi le coût des fonds propres[26].

Coût des fonds propres

Le coût des fonds propres (« **COE**[27] ») a été calculé à l'aide de la formule suivante issue du modèle d'évaluation des actifs financiers (MEDAF) :

$$COE = Rf + \beta * PRM + primes\ spécifiques$$

Où :

- Rf est le taux sans risque ;
- β est le coefficient beta actions, indicateur du risque systématique ;
- PRM correspond à la prime de risque de marché ;
- les primes spécifiques intègrent le risque pays.

Le coût des fonds propres ainsi estimé ressort, en fonction des *scenarii* de plan d'affaires et du niveau moyen d'endettement[28], entre 11% et 14%.

Taux de croissance des dividendes au-delà de l'Horizon Explicite

Le taux de croissance « g » des dividendes au-delà de l'Horizon Explicite a été déterminé à partir de la formule de Gordon Shapiro suivante :

$$g = ROE * (1\text{-taux de distribution})$$

Où ROE[29] correspond au rendement attendu des fonds propres étant précisé qu'à long terme le rendement attendu des fonds propres (ROE) est supposé converger vers le coût des fonds propres (COE)[30].

Compte tenu de nos hypothèses de taux de distribution et du coût des fonds propres, le taux de croissance annuel normatif des dividendes ressort entre 6% et 9%.

[24] À titre indicatif, une variation de +/- 1000 points de base sur le taux de distribution normatif a un impact d'environ 2% sur le taux de conversion obtenu.
[25] Ainsi, en cas d'abaissement du taux de distribution, les résultats futurs du Groupe sont ajustés à la hausse par le modèle, conduisant *in fine* à un montant distribué similaire.
[26] Le coût des fonds propres a été calculé à l'aide de la formule issue du modèle d'évaluation des actifs financiers (MEDAF). Selon cette formule, une baisse (hausse) de l'endettement financier diminue (augmente) le coût des fonds propres utilisé pour actualiser les dividendes futurs.
[27] *Cost of Equity*.
[28] Le coefficient beta varie en fonction du poids de la dette, qui est lui-même conditionné par le scénario modélisé et les hypothèses de taux de distribution retenues.
[29] *Return on Equity*.
[30] Un rendement supérieur au coût des fonds propres entraîne à long terme l'entrée de nouveaux concurrents sur le marché, ce qui a pour effet de diminuer le rendement des acteurs déjà présents. À l'inverse, un rendement inférieur conduit à des phénomènes de concentration sur le marché.

Multiple théorique de sortie

La valeur à terme des capitaux propres d'EPC a été déterminée à partir :

- des résultats nets prévisionnels[31] ;
- des multiples cibles de résultat net (« **PER**[32] »).

Afin d'aboutir à des résultats parfaitement cohérents par rapport aux paramètres d'actualisation retenus par ailleurs, nous avons estimé le multiple de PER cible entre 10x et 13x, à partir de la formule de Gordon Shapiro d'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie[33].

Durée moyenne de détention des Parts de fondateur

La masse des porteurs de Parts de fondateur regroupe des profils d'investissement différents compte tenu notamment de leurs objectifs de détention, de leur aversion au risque, des contraintes de gestion de leur patrimoine, de la période à laquelle ils ont acquis leurs titres ou encore de leurs attentes quant aux perspectives opérationnelles du Groupe.

Le taux de conversion, pour être qualifié d'équitable, ne peut être déterminé en fonction du seul point de vue d'un profil d'investissement particulier (*i.e.* stratégie de détention à court terme ou, au contraire, à très long terme).

Nous avons par conséquent retenu une durée de détention de 14 ans, correspondant au délai de rotation observé historiquement sur le marché pour la totalité des Parts de fondateur en circulation[34] (§ 4.1).

Parité de sortie

Nous avons retenu une parité de sortie de 1,15[35], correspondant au poids relatif des cours observés sur le marché sur une période historique de 20 ans (§ 4.3).

5.4 Résultats et analyses de sensibilité

Résultats

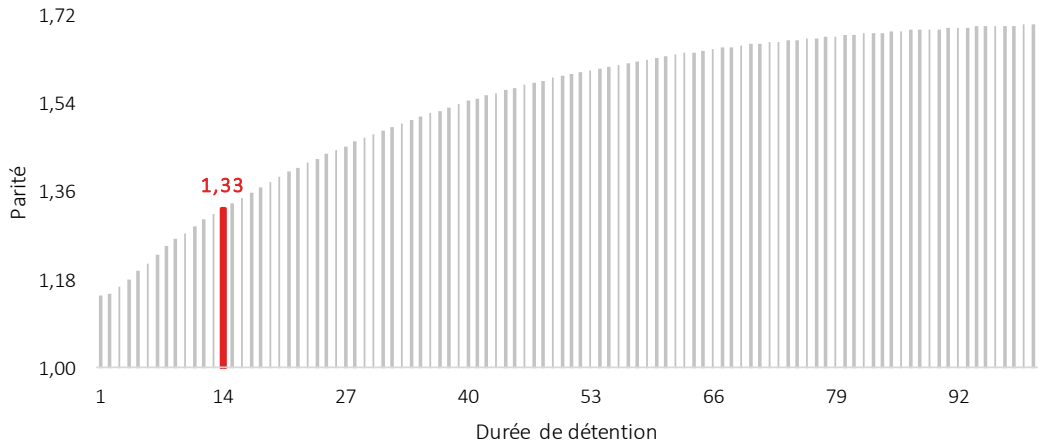
La comparaison des rendements obtenus par les porteurs de Parts de fondateur, d'une part, et les actionnaires d'EPC, d'autre part, extériorise une parité comprise entre :

- 1,15 correspondant à la parité marché pour une détention à très court terme, inférieure à 1 an[36] ;
- 1,72 correspondant à la parité issue de la répartition statutaire des dividendes distribués pour une détention à l'infini[37].

---

[31] Ayant servi au calcul des dividendes prévisionnels.
[32] *Price Earning Ratio*.
[33] Pour une entreprise générant un flux de trésorerie F croissant à un taux g, il est possible d'écrire la relation suivante : VE = F / (WACC – g) où VE est la valeur d'entreprise et WACC le coût du capital.
En considérant à long terme une variation de BFR négligeable et une convergence des investissements et des dotations aux amortissements, la formule précédente peut s'écrire : VE / EBIT = (1-T) / (WACC – g).
En supposant par ailleurs une structure d'endettement neutre et l'absence de résultat exceptionnel, la formule précédente peut s'écrire : PER = 1 / (WACC-g).
[34] Ne pouvant préjuger de la structure de détention et du délai de rotation qui pourraient être observés dans le futur en l'absence de conversion des Parts de fondateur, nous n'avons procédé à aucun retraitement.
[35] Soit 1,15 actions EPC pour 1 Part de fondateur.
[36] Parité obtenue pour un porteur dont le rendement résulte en totalité du prix de sortie.
[37] Parité obtenue pour un porteur dont le rendement résulte en totalité des dividendes perçus pendant la période de détention, la valeur de sortie actualisée étant alors négligeable.

Parité obtenue en fonction de la durée de détention



Source : Société, Bloomberg, Experts

La parité déterminée sur un horizon moyen de détention de 14 années, calculée à partir de nos hypothèses centrales, ressort à 1,33[38], et constitue le taux de conversion des Parts de fondateur en actions.

Analyses de sensibilité

Nous avons réalisé des analyses de la sensibilité du taux de conversion aux paramètres et aux hypothèses sous-tendant notre modèle et, en particulier :

- au scénario de plan d'affaires modélisé ;
- au taux de distribution des dividendes ;
- au coût des fonds propres ;
- à la parité de sortie ;
- à la durée moyenne de détention.

Il convient de noter que la parité est peu sensible aux paramètres techniques d'évaluation (coût des fonds propres, taux de distribution des dividendes, taux de croissance des dividendes) ainsi qu'au scénario modélisé.

Les hypothèses de parité de sortie et de durée moyenne de détention ont été fixées à partir de l'ensemble des informations dont nous disposions, sans toutefois pouvoir préjuger de l'évolution future de ces paramètres en l'absence de rachat ou de conversion des Parts de fondateur.

À titre indicatif :

- les différents *scenarii* de plan d'affaires modélisés par les Experts conduisent, toutes choses égales par ailleurs, à un impact sur la parité de l'ordre de 2%, soit une parité comprise entre 1,32 et 1,34 ;
- une variation du taux de distribution normatif de +/- 1.000 points de base a un impact sur la parité compris entre 2% et 3%, soit une parité comprise entre 1,29 et 1,38 ;

[38] Soit 1,33 actions EPC pour 1 Part de fondateur.

- une variation du coût des fonds propres de +/-100 points de base a un impact sur la parité inférieur à 1%, soit une parité comprise entre 1,32 et 1,34, selon les *scenarii* étudiés ;
- une variation de la parité de sortie de +/- 50 points de base a un impact sur la parité de l'ordre de 3%, soit une parité comprise entre 1,28 et 1,38, selon les *scenarii* étudiés ;
- une variation de la durée moyenne de détention de 3 ans a un impact sur la parité de l'ordre de 3%, soit une parité comprise entre 1,28 et 1,38, selon les *scenarii* étudiés.

6. Analyse du positionnement du taux de conversion

Le taux de conversion ainsi calculé entre les Parts de fondateur et les actions EPC de 1,33 (§ 5) extériorise :

- une prime d'environ 19%[39] par rapport à la parité envisagée initialement par les parties, à l'issue d'un processus de négociation ;
- une prime d'environ 16%[40] par rapport à la parité de marché observée sur longue période ;
- une décote d'environ 23%[41] par rapport au Ratio d'affectation des bénéfices distribués (§ 3.3).

Nous analysons, ci-après, le positionnement du taux de conversion de 1,33 par rapport à la parité de marché historique (§ 6.1) et au Ratio d'affectation des bénéfices distribués (§ 6.2).

6.1 Prime implicite par rapport à la parité de marché

Le taux de conversion de 1,33 s'inscrit dans la fourchette des parités induites historiquement par les cours de bourse des Parts de fondateur et des actions EPC. Nous constatons toutefois que la parité de marché se situe, en moyenne, en retrait par rapport à ce taux de conversion.

Ce décalage est notamment lié à la prise en compte de la durée de détention des Parts de fondateur et des bénéfices perçus par ces derniers pendant la période de détention.

6.2 Décote implicite par rapport au Ratio d'affectation des bénéfices distribués

Le Ratio d'affectation des bénéfices distribués, égal à 1,72, ne tient pas compte des facteurs suivants :

- **Absence de droits de vote** (§ 6.21)
- **Absence de prime de contrôle** (§ 6.22)
- **Invariabilité de la répartition statutaire des dividendes** (§ 6.23)
- **Fiscalité des plus-values** (§ 6.24)
- **Différentiel de liquidité** (§ 6.25)

[39] Prime déterminée par comparaison entre 1,33 et 1,12 (parité implicite ressortant des modalités envisagées dans le contrat de cession d'actions signé le 13 janvier 2020).
[40] Prime déterminée par comparaison entre 1,33 et 1,15.
[41] Décote déterminée par comparaison entre 1,33 et 1,72.

L'examen de ces facteurs permet d'apprécier le positionnement du taux de conversion de 1,33 par rapport au Ratio d'affectation des bénéfices distribués de 1,72 (§ 6.26).

6.21 Absence de droits de vote

Contrairement aux actionnaires, les porteurs de parts ne disposent d'aucun droit de vote et ne participent notamment pas aux décisions relatives aux distributions de dividendes.

L'examen des primes et décotes dans le cadre des évaluations financières a conduit le groupe de travail de la SFEV[42] à considérer que la valeur du droit de vote est conditionnée par :

- la « *probabilité qu'un droit de vote marginal affecte le transfert du contrôle* » ;
- l' « *importance des bénéfices additionnels […] qui peuvent être captés en détenant le contrôle de la société (i.e. en supprimant les coûts explicites et implicites liés à la présence d'actionnaires minoritaires)* ».

Compte tenu de la structure actuelle de l'actionnariat d'EPC Groupe, la probabilité qu'un droit de vote marginal affecte le transfert du contrôle est nulle ou quasiment nulle.

Toutefois, la Société a la possibilité de procéder à tout moment[43] au rachat des Parts de fondateur existantes ou à leur conversion en actions, permettant le cas échéant, à ses actionnaires, de capter des bénéfices additionnels et en particulier, la totalité des bénéfices distribuables ainsi qu'une éventuelle prime de contrôle en cas de revente ultérieure de leurs actions (§ 6.22).

6.22 Absence de prime de contrôle

Les actions sont susceptibles de bénéficier d'une prime en cas de changement de contrôle, alors que les porteurs de Parts de fondateur ne bénéficient pas d'une telle opportunité.

6.23 Invariabilité de la répartition statutaire

La clause d'invariabilité prévue statutairement constitue une mesure de protection des droits des porteurs de Parts de fondateur. Sur le plan théorique, ce mécanisme pourrait justifier une prime ; nous observons toutefois, qu'en pratique, cette clause est susceptible d'avoir freiné le développement du Groupe et, en conséquence, d'avoir pénalisé à la fois les porteurs de Parts de fondateur et les actionnaires.

En tout état de cause, cette protection a été intégrée dans notre estimation de la parité, le modèle que nous avons mis en œuvre prévoyant un prélèvement systématique de 25% des dividendes prévisionnels au bénéfice des Parts de fondateur.

6.24 Fiscalité des plus-values

Les Parts de fondateur ne sont pas éligibles aux plans d'épargne en actions et sont soumises par conséquent à une fiscalité moins avantageuse que les actions pour les petits porteurs sans que l'on puisse mesurer si cette différence a un impact sur les cours.

---

[42] Société Française des Evaluateurs (SFEV) (2018), Prime et décotes dans le cadre des évaluations financières, 42-44.
[43] À compter de la vingtième année suivant la date d'émission des Parts de fondateur.

6.25 Différentiel de liquidité

Nous observons que les Parts de fondateur ont historiquement coté moins souvent que les actions. *A contrario*, le volume total échangé, exprimé en pourcentage du nombre de titres en circulation, est légèrement supérieur pour les Parts de fondateur.

Le volume médian quotidien échangé (permettant d'écarter l'incidence des transactions non récurrentes) est également légèrement supérieur pour les Parts de fondateur.

Nous sommes par conséquent d'avis que le différentiel de liquidité entre les actions EPC et les Parts de fondateur ne constitue pas un facteur déterminant dans l'appréciation de leurs valeurs relatives.

6.26 Synthèse

Bien que l'incidence des différents facteurs non pris en compte dans le Ratio d'affectation des bénéfices distribués soit difficilement chiffrable, eu égard aux caractéristiques spécifiques des Parts de Fondateur[44], nous sommes d'avis que la décote implicite de 23% est cohérente par rapport à l'ensemble des caractéristiques juridiques et financières respectives des Parts de fondateur et des actions EPC.

7. Observations formulées par les porteurs de Parts de fondateur et les Représentants de la Masse

Dans le cadre de nos travaux, nous avons eu des échanges avec les Représentants de la Masse et nous avons reçu des courriers de la part de certains porteurs de Parts de fondateur.

Nous présentons, ci-après en synthèse, les éléments qui nous ont été adressés concernant les modalités de désignation des Experts (§ 7.1), la valeur des Parts de fondateur (§ 7.2) et le taux de conversion des Parts de fondateur en actions EPC (§ 7.3).

7.1 Sur la désignation des Experts

Un porteur de Parts de fondateur a notamment attiré notre attention sur la difficulté liée à la double mission prévue initialement, à savoir la détermination (i) d'une parité de conversion des Parts de fondateur en actions EPC et (ii) d'un prix de rachat des Parts de fondateur, situation qui ne lui paraissait pas conforme aux dispositions de l'article 3 alinéa 2 du décret du 6 juin 1967 car pouvant laisser la possibilité aux actionnaires majoritaires d'EPC de retenir l'option qui leur serait la plus favorable.

Nous rappelons qu'en définitive notre rapport ne porte que sur la détermination du taux de conversion des Parts de fondateur en actions EPC.

[44] En particulier, les décotes pour absence de droits de vote, observées sur d'autres catégories de titres, ne peuvent être directement appliquées aux Parts de fondateur compte tenu de la nature juridique de ces titres qui diffère des autres instruments actuellement observables sur le marché. Néanmoins, à titre d'information, nous avons mené une étude sur les décotes observées sur sociétés cotées lors d'opérations de conversion d'Actions de préférence sans droit de vote et de certificats d'investissement en actions ordinaires réalisées en France sur la période 1988 à 2009. Les résultats de cette étude confortent notre synthèse (§ 6.26).

7.2 Sur la valorisation des Parts de fondateur

7.21 Synthèse des observations formulées sur la valorisation des Parts de fondateur

S'agissant de la valorisation des Parts de fondateur, certains porteurs ont analysé les références et les méthodes de valorisation suivantes :

- référence au cours de bourse actuel des Parts de fondateur, en soulignant que celui-ci est significativement supérieur au prix de rachat unitaire envisagé des Parts de fondateur ;
- référence aux capitaux propres consolidés part du groupe, dont ils relèvent qu'ils impliquaient, au 31 décembre 2019, une valeur unitaire des titres significativement supérieure au prix d'offre et au prix de rachat envisagé des Parts de fondateur ;
- méthode des transactions comparables :
  - ils relèvent un cas de rachat de Parts de fondateur par la Banque Ottoman tout en considérant que la pertinence de cette référence est limitée ;
  - ils estiment par ailleurs que la méthode des transactions comparables peut être considérée comme pertinente pour les actions EPC dans la mesure où des transactions ont été réalisées au cours des 15 dernières années sur le marché des explosifs.

Dans la référence au Prix relevé dans le cadre de la transaction entre Argos et les actionnaires d'EJ Barbier, certains porteurs de Parts de fondateur ont mis en avant un risque d'asymétrie entre leur traitement en cas de rachat et celui des actionnaires d'EPC qui peuvent arbitrer entre un apport à l'Offre et leur maintien au capital d'EPC.

7.22 Réponses apportées par les Experts

La Société ayant renoncé au rachat des Parts de fondateur et n'envisageant plus qu'une conversion des Parts de fondateur en actions, le Collège ne se prononce pas sur la valeur intrinsèque des Parts de fondateur.

Après conversion, les Porteurs de Parts de fondateur auront des droits identiques aux autres actionnaires de la Société.

7.3 Sur le taux de conversion des Parts de fondateur en actions EPC

7.31 Synthèse des observations formulées sur le taux de conversion

Certains porteurs considèrent que :

- le taux de conversion pourrait être égal à environ 1,9, en comparant le montant des dividendes rapporté par unité de titre ;
- la référence aux cours de bourse n'est pas pertinente pour déterminer le taux de conversion, dès lors que ce critère ne serait pas retenu pour déterminer le prix de rachat. Par ailleurs, la parité de marché ne reflèterait pas correctement les caractéristiques des Parts de fondateur, dont les droits seraient méconnus du public ;
- une décote pour absence de droit sur l'actif net de la Société serait infondée ;
- s'agissant de la décote pour absence de droit de vote, les porteurs de Parts de fondateur relèvent que certaines décotes ont pu être observées sur des opérations précédentes concernant des certificats d'investissements. Ils considèrent toutefois que, compte tenu de la structure de l'actionnariat de la Société, la décote pour absence de droits de vote devrait être écartée ;

- l'absence d'éligibilité des Parts de fondateur aux PEA pourrait expliquer une partie de la décote observée sur le marché ; toutefois, ils estiment que la fiscalité constitue un facteur exogène qui ne devrait pas interférer dans notre appréciation du taux de conversion ;
- une décote pour absence de prime de contrôle pourrait en revanche trouver à s'appliquer ;
- *a contrario*, les porteurs de Parts de fondateur considèrent qu'ils pourraient bénéficier d'une prime liée à l'invariabilité de la répartition statutaire qui constitue un mécanisme anti-dilutif.

7.32 Réponses apportées par les Experts

Ratio d'affectation des bénéfices distribués

Le ratio de 1,9 mentionné par certains porteurs ne tient pas compte du fait que les dividendes revenant aux actions autodétenues par EPC Groupe ne sont en réalité pas décaissés. Ces dividendes demeurent dans l'actif social et viennent accroître le patrimoine des actionnaires.

Le ratio corrigé s'établit à 1,72. Ce ratio ne tient toutefois pas compte d'un certain nombre de facteurs, que nous avons listés *supra* § 6.2.

Référence au cours de bourse

Notre analyse du cours de bourse respectif des Parts de fondateur et des actions EPC est présentée *supra* § 4.1.
À l'issue de nos diligences, nous sommes d'avis que, bien que la référence au cours de bourse ne soit pas un critère pertinent pour apprécier la valeur absolue des actions EPC et des Parts de fondateur, le marché a historiquement apprécié les valeurs relatives des deux catégories de titres.

Nous n'avons toutefois pas retenu en l'état la parité de marché pour fixer le taux de conversion, la fixation d'un taux équitable devant intégrer d'autres facteurs et reposer également sur une approche de valorisation intrinsèque des deux catégories de titres. Nous avons examiné, *in fine*, le positionnement du taux de conversion par rapport à la parité de marché (§ 6.1).

Sur les décotes et primes applicables

Nous rappelons que le taux de conversion des Parts de fondateur en actions EPC a été calculé par la méthode d'évaluation DDM qui permet de prendre correctement en compte les caractéristiques propres des Parts de fondateur.

En outre, le positionnement du taux de conversion par rapport (i) à la parité de marché et (ii) au Ratio d'affectation des bénéfices distribués a été examiné par nos soins, afin de nous assurer du traitement équitable des actionnaires et des porteurs de Parts de fondateur (§ 6).

8. Conclusion

Sur la base de nos travaux, conformément aux dispositions de la loi du 23 janvier 1929 et du décret du 6 juin 1967, nous avons déterminé un taux de conversion des Parts de fondateur en actions EPC de 1,33[45]. Ce taux nous paraît équitable, tant pour les porteurs de Parts de fondateur que pour les actionnaires d'EPC Groupe.

Fait à Paris, le 30 septembre 2020

LEDOUBLE SAS

Agnès Piniot **Gilles de Courcel**

[45] Soit 1,33 action EPC pour 1 Part de fondateur.