

NOTE ÉTABLIE PAR LA SOCIÉTÉ



EN RÉPONSE
À L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIÉE SUIVIE D'UN RETRAIT OBLIGATOIRE
VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIÉTÉ BACCARAT
INITIÉE PAR LA SOCIÉTÉ
FORTUNE LEGEND LIMITED S.A.R.L



En application de l'article L. 621-8 du code monétaire et financier et de l'article 231-26 de son règlement général, l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») a apposé le visa n° 21-286 en date du 6 juillet 2021 sur la présente note en réponse (la « **Note en Réponse** »). Cette Note en Réponse a été établie par Baccarat et engage la responsabilité de ses signataires. Le visa, conformément aux dispositions de l'article L. 621-8-1, I du code monétaire et financier, a été attribué après que l'AMF a vérifié « *si le document est complet et compréhensible, et si les informations qu'il contient sont cohérentes* ». Il n'implique ni approbation de l'opportunité de l'opération, ni authentification des éléments comptables et financiers présentés.

AVIS IMPORTANT

Conformément aux dispositions des articles 231-19 et 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet Ledouble, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans la présente Note en Réponse.

La Note en Réponse est disponible sur le site internet de Baccarat (www.baccarat-finance.com) et de l'AMF (www.amf-france.org), et peut être obtenue sans frais au siège social de Baccarat (Rue des Cristalleries, 54120 Baccarat, France).

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques, notamment, juridiques, financières et comptables de Baccarat 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 diffusé pour informer le public des modalités de mise à disposition de ces informations.

SOMMAIRE

1.	RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES ET CONDITIONS DE L'OFFRE.....	3
1.1	Présentation de l'Offre	3
1.2	Motif et contexte de l'Offre	4
1.2.1	Motif de l'Offre.....	4
1.2.2	Contexte de l'Offre.....	5
1.2.3	Modalités de l'Offre	8
1.2.4	Restrictions concernant l'Offre à l'étranger	9
2.	AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE BACCARAT	10
2.1	Résumé des conditions dans lesquelles l'avis motivé du Conseil d'administration relatif à l'Offre a été obtenu	10
2.2	Avis motivé du Conseil d'administration.....	11
3.	INTENTIONS DE LA SOCIÉTÉ QUANT AUX ACTIONS AUTO-DÉTENUES	18
4.	INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIÉTÉ	19
5.	ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRÉCIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE.....	19
5.1	Contrat de Gage sur parts sociales.....	19
5.2	Pacte d'associés	19
5.3	Engagement d'apporter ses Actions à l'Offre.....	21
5.4	Investissement de l'équipe dirigeante.....	21
6.	ELEMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE ...	21
6.1	Structure du capital de la Société	21
6.2	Restrictions à l'exercice des droits de vote et au transfert d'Actions	21
6.3	Clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce	22
6.4	Participations directes ou indirectes au sein du capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de seuil ou d'une déclaration d'opération sur titres en application des articles L. 233-7 et L. 233-12 du Code de commerce.....	22
6.5	Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle et description de ceux-ci.....	22
6.6	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	22
6.7	Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier.....	22
6.8	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration et à la modification des statuts de la Société	22
6.8.1	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration...	22
6.8.2	Règles applicables à la modification des statuts de la Société	23
6.9	Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'Actions	23
6.10	Accords conclus par la Société étant modifiés ou prenant fin en cas de changement de contrôle de la Société	23
6.11	Accords prévoyant des indemnités pour les administrateurs de la Société et ses salariés, en cas de démission, de licenciement sans cause réelle ou sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'offre publique.....	23
7.	RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT	24
8.	MODALITÉS DE MISE À DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES À LA SOCIÉTÉ	25
9.	PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE EN RÉPONSE	25

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

1.1 Présentation de l'Offre

En application du Titre III du Livre II, et plus particulièrement de l'article 233-1, 2° et des articles 234-2 et suivants du règlement général de l'AMF, Fortune Legend Limited S.à.r.l., société à responsabilité limitée de droit luxembourgeois au capital de 1.012.000 euros, dont le siège social est situé 12C rue Guillaume J. Kroll, L-1882 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Luxembourg sous le numéro B 218.582 (l'« **Initiateur** » ou « **FLL** »), s'est engagée irrévocablement auprès de l'AMF à offrir aux actionnaires de Baccarat S.A., société anonyme à conseil d'administration au capital de 20.767.825 euros divisé en 830.713 actions ordinaires de 25 euros de valeur nominale chacune, entièrement libérées, dont le siège social est situé rue des Cristalleries, 54120 Baccarat, France, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nancy sous le numéro 760 800 060 (« **Baccarat** » 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 ISIN FR0000064123 (mnémonique : BCRA) (les « **Actions** ») d'acquérir à un prix de 190 euros par Action (le « **Prix d'Offre par Action** »), augmenté, le cas échéant, par un complément de prix (le « **Complément de Prix** »), tel que décrit au paragraphe 2.5 de la note d'information (la « **Note d'Information** »), sous réserve des termes et conditions de l'offre présentés dans la Note d'Information, la totalité des Actions de la Société qui ne sont pas déjà détenues par l'Initiateur, soit un nombre de 24.051 Actions représentant 2,9% du capital social et des droits de vote de la Société¹, conformément aux dispositions de l'article 231-6 du règlement général de l'AMF, à l'exception des 8.768 Actions inscrites sous le libellé « Legs de Chambrun » dans les registres d'actionnaires de la Société et détenues et administrées par la Société pour le bénéfice de certains membres du personnel retraité de Baccarat, conformément aux termes et conditions de ce legs. Par conséquent, le nombre d'Actions visées par l'Offre est égal à 15.283.

L'Initiateur entend acquérir la totalité des Actions de la Société qu'il ne détient pas déjà dans le cadre d'une offre publique d'achat simplifiée, dont la procédure est régie par les dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF (l'« **Offre Publique d'Achat** »), qui sera ouverte pour une période de dix (10) jours de négociation.

L'Initiateur a indiqué que la procédure de retrait obligatoire sera mise en œuvre dès la clôture de l'Offre Publique d'Achat, conformément aux dispositions de l'article L. 433-4, II. 2. du Code monétaire et financier et des articles 237 et suivants du règlement général de l'AMF, dans la mesure où les conditions en sont déjà réunies (le « **Retrait Obligatoire** », ensemble avec l'Offre Publique d'Achat, l'« **Offre** ») à la date de la Note en Réponse. Dans ce cadre, les Actions qui n'auraient pas été apportées à l'Offre Publique d'Achat seront transférées à l'Initiateur moyennant une indemnisation en numéraire égale au Prix d'Offre par Action (soit 190 euros par Action augmenté, le cas échéant, par le Complément de Prix), nette de tous frais, à l'exclusion des Actions inscrites sous le libellé « Legs de Chambrun » dans les registres d'actionnaires de la Société et détenues et administrées par la Société pour le bénéfice de

¹ Sur la base d'un nombre total de 830.713 actions et 830.713 droits de vote théoriques de la Société, en application des dispositions de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

certaines membres du personnel retraité de Baccarat qui ne sont pas visées par l'Offre et ne feront pas l'objet du Retrait Obligatoire.

Il est précisé que la mise en œuvre du Retrait Obligatoire aura pour effet de mettre fin à la négociation des Actions de la Société sur Euronext Paris.

L'attention des actionnaires de la Société est attirée sur le fait que l'Offre Publique d'Achat étant réalisée selon la procédure simplifiée, elle ne pourra pas être réouverte après la publication du résultat définitif de l'Offre Publique d'Achat.

L'Offre a été présentée par Mediobanca – Banca di Credito Finanziario S.p.A (« **Mediobanca** » ou la « **Banque Présentatrice** »), le 4 juin 2021 pour le compte de l'Initiateur. Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, Mediobanca garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre, étant toutefois précisé que cette garantie ne s'applique pas au Complément de Prix visé au paragraphe 2.5 de la Note d'Information.

1.2 Motif et contexte de l'Offre

1.2.1 Motif de l'Offre

L'Initiateur est contrôlé par Tor Investment Management, LP (via les sociétés Tor Asia Credit Master Fund LP et Tor Asia Credit Opportunity Master Fund LP qu'elle contrôle). L'intégralité du capital social et des droits de vote de l'Initiateur est détenue par Tor Asia Credit Master Fund LP, Tor Asia Credit Opportunity Master Fund LP, Sammasan Capital GP No. 1 Limited, Dolphin Capital CV, CEOF Holdings LP et Corbin Opportunity Fund LP (les « **Associés** »), qui agissent ensemble, avec l'Initiateur, de concert vis-à-vis de la Société.

L'Offre fait suite à l'exercice le 23 décembre 2020 d'un gage sur parts sociales (le « **Gage** ») consenti par Fortune Fountain Holding Group Co., Limited et portant sur l'intégralité des parts sociales de l'Initiateur (la « **Réalisation du Gage** ») en vertu d'une convention de crédit conclue entre, notamment, (i) les Associés, en qualité de prêteurs et (ii) l'Initiateur, en qualité d'emprunteur, en date du 14 octobre 2019 (telle que modifiée par avenant en date du 29 octobre 2019) (le « **Prêt** »).

A la suite de la Réalisation du Gage et à la date de la Note en Réponse, à la connaissance de la Société, les Associés détiennent indirectement, et l'Initiateur détient directement, 806.662 Actions représentant 97,1% du capital et des droits de vote de la Société.

Conformément aux dispositions de l'article L. 233-7 du Code de commerce et de l'article 6 bis des statuts de la Société, l'Initiateur et les Associés ont déclaré le franchissement à la hausse des seuils légaux et des seuils prévus dans les statuts de Baccarat, tel que décrit au paragraphe 1.2.2 de la présente Note en Réponse.

Conformément aux dispositions des articles 233-1, 2° et 234-2 et suivants du règlement général de l'AMF, la Réalisation du Gage ayant entraîné le franchissement indirect par les Associés du seuil de 30% du capital et des droits de vote de la Société, les Associés ont déposé, par l'intermédiaire de l'Initiateur, cette Offre d'acquisition des Actions restantes non encore détenues, à l'exception des 8.768 Actions inscrites sous le libellé « Legs de Chambrun » dans les registres d'actionnaires de la Société, au Prix d'Offre par Action tel que décrit au paragraphe 2.4 de la Note d'Information, soit 190 euros par Action, augmenté, le cas échéant, par le Complément de Prix, tel que décrit au paragraphe 2.5 de la Note d'Information.

L'Initiateur a indiqué que le Retrait Obligatoire a pour objectif de mettre fin à la négociation des Actions sur Euronext Paris, simplifiant ainsi le fonctionnement opérationnel de la Société et par conséquent mettant fin aux contraintes législatives et réglementaires applicables aux sociétés dont les titres sont admis aux négociations. En outre, compte tenu de la structure actuelle de son actionnariat et du faible volume d'échange sur les Actions de la Société sur le marché, l'Initiateur considère qu'un maintien de la cotation des Actions n'est plus justifié.

1.2.2 Contexte de l'Offre

(i) Acquisition en 2018 par l'Initiateur de plus de 30% du capital et des droits de vote de la Société et offre publique d'achat obligatoire subséquente

Le 19 octobre 2017, Fortune Legend Limited a acquis un bloc d'Actions auprès de plusieurs anciens actionnaires de la Société correspondant à 737.546 Actions et représentant 88,78% du capital et des droits de vote de la Société. Le transfert des Actions est devenu effectif le 20 juin 2018, tel qu'indiqué par un communiqué de presse en date du 21 juin 2018.

Conformément aux dispositions de l'article L. 433-3 du Code monétaire et financier et des articles 234-2 et suivants du règlement général de l'AMF, Fortune Legend Limited a déposé auprès de l'AMF, le 13 novembre 2018, un projet d'offre publique d'achat simplifiée, dans la mesure où Fortune Legend Limited a, en conséquence de l'acquisition du bloc d'actions, franchi le seuil de 30% du capital et des droits de vote de la Société. L'initiateur a indiqué son intention de ne pas demander la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire à la suite de l'offre si les conditions étaient remplies.

A l'issue de l'offre publique d'achat simplifiée, l'Initiateur détenait directement 806.662 Actions de la Société, représentant 97,1% du capital et des droits de vote de la Société, tel qu'indiqué par l'AMF dans sa décision en date du 14 janvier 2019².

Afin de refinancer le prêt initial ayant financé l'acquisition de Baccarat en 2018, l'Initiateur a conclu (i) le Prêt et (ii) le Gage, dont les termes et conditions sont décrits au paragraphe 1 de la Note d'Information.

(ii) Réalisation du Gage et changement de contrôle de l'Initiateur

Comme indiqué dans la Note d'Information, le 23 décembre 2020, à la suite de multiples cas de défaut de l'Initiateur et de ses précédents actionnaires indirects au titre du Prêt, et conformément aux termes et conditions du Prêt et du Gage, les Associés sont devenus propriétaires de l'ensemble des parts sociales de l'Initiateur.

Par conséquent, les Associés détiennent désormais, de concert, 100% du capital et des droits de vote de l'Initiateur et, indirectement au travers de l'Initiateur, 97,1% du capital et des droits de vote de Baccarat.

Par ailleurs, tel qu'indiqué dans la Note d'Information, conformément aux dispositions de l'article L. 233-7 du Code de commerce et aux stipulations de l'article 6 *bis* des statuts de la Société, l'Initiateur et les Associés ont déclaré :

² D&I 219C0094 du 14 janvier 2019.

- par lettre adressée à l'AMF en date du 23 décembre 2020³, le franchissement à la hausse de concert le 23 décembre 2020 des seuils légaux de 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 1/3, 50%, 2/3, 90% et 95% du capital et des droits de vote de la Société, l'Initiateur détenant à cette date 806.662 Actions représentant 806.662 droits de vote de la Société ; et
- par lettre adressée à la Société en date du 23 décembre 2020, le franchissement à la hausse de concert (i) de tous les seuils légaux compris entre 5% et 95% du capital social et des droits de vote de la Société et (ii) de tous les seuils statutaires compris entre 1% et 97% du capital et des droits de vote de la Société.

(iii) *Répartition du capital social et des droits de vote de Baccarat à la suite de la Réalisation du Gage*

A la date de la présente Note en Réponse, le capital social de la Société s'élève à 20.767.825 euros, divisé en 830.713 actions ordinaires de 25 euros de valeur nominale chacune, conférant 830.713 droits de vote. Il est rappelé que la Société n'a pas mis en place de droits de vote double.

Le tableau ci-après représente, à la connaissance de la Société, la répartition du capital et des droits de vote de la Société à la date de la présente Note en Réponse :

Actionnaires	Nombre d'Actions détenues	% d'Actions détenues	Nombre de droits de vote théoriques (*)	% de droits de vote théoriques
Fortune Legend Limited	806.662	97,1%	806.662	97,1%
Actions inscrites dans les registres d'actionnaires de la Société sous le libellé « Legs de Chambrun » (**)	8.768	1,1%	8.768	1,1%
Autres (flottant)	15.283	1,8%	15.283	1,8%
TOTAL	830.713	100%	830.713	100%

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

(**) Actions détenues et administrées par la Société pour le bénéfice de certains membres du personnel retraité de Baccarat

A l'exception de l'Initiateur et préalablement à la Réalisation du Gage, ni les Associés, ni aucune des sociétés sous leur contrôle ou les contrôlant au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce, ne détenaient, directement ou indirectement, des Actions de la Société.

³ D&I 220C5559 du 28 décembre 2020.

(iv) *Nomination des administrateurs provisoires*

Il est rappelé que la Société a été temporairement dirigée par deux administrateurs provisoires désignés par ordonnance du tribunal de commerce de Nancy en date du 7 septembre 2020, ayant notamment pour mission d'assurer la gestion de la Société tout en clarifiant et en identifiant l'actionnariat de Baccarat.

A la suite de la Réalisation du Gage, les Associés (i) étant devenus les associés de contrôle de FLL, leur permettant de détenir indirectement 97,1% du capital et des droits de vote de Baccarat et (ii) disposant des ressources financières et humaines nécessaires pour soutenir le développement de la Société, les conditions relatives à la fin de la mission des administrateurs provisoires étaient remplies.

En conséquence, le tribunal de commerce de Nancy a demandé aux administrateurs provisoires de convoquer une assemblée générale des actionnaires de la Société afin d'approuver les comptes sociaux de l'exercice social clôturé le 31 décembre 2019, qui s'est tenue le 15 avril 2021. Par décision de l'assemblée générale des actionnaires de la Société, de nouveaux membres du conseil d'administration ont été élus afin de tenir compte de la nouvelle structure actionnariale indirecte de Baccarat.

Par conséquent, comme annoncé par la Société le 26 avril 2021, le tribunal de commerce de Nancy a décidé, par ordonnance rendue le 21 avril 2021, de mettre un terme à la mission des administrateurs provisoires et de commuer leur mission en mandat ad hoc.

Pendant une période transitoire, les mandataires ad hoc auront un rôle de suivi de l'activité de la Société et de son actionnariat, dans un souci de transparence.

(v) *Modification de la gouvernance de la Société*

La composition du conseil d'administration de la Société (le « **Conseil d'administration** ») a été modifiée en vue de la fin de la mission des administrateurs provisoires de la Société (décrite au (iv) du paragraphe 1.2.2 de la Note en Réponse) et afin de refléter la nouvelle structure actionnariale de Baccarat issue de la Réalisation du Gage.

A la date de la présente Note en Réponse et à la suite de la réunion du Conseil d'administration qui s'est tenue le 15 avril 2021, le Conseil d'administration est désormais composé comme suit :

- M. Hervé Martin, administrateur et Directeur général ;
- M. Bryant M. Stone III, administrateur et Président du Conseil d'administration ;
- M. Ben Burger, administrateur ;
- M. Stephen Ezekiel, administrateur ;
- M. Erwan Stervinou, administrateur ;
- Mme. Marie-Vorgan Le Barzic, administrateur indépendant ;
- Mme. Margareth Henriquez, administrateur indépendant ; et
- Mme. Laurence Nicolas, administrateur indépendant.

Le 15 avril 2021, le nouveau Conseil d'administration a également procédé à la désignation :

- d'un comité des comptes composé de Mme. Margareth Henriquez (en qualité de présidente du comité des comptes), M. Bryant M. Stone III et Mme. Laurence Nicolas ;
- d'un comité des rémunérations composé de Mme. Laurence Nicolas (en qualité de présidente du comité des rémunérations), Mme. Marie-Vorgan Le Barzic et M. Stephen Ezekiel ; et
- d'un comité *ad hoc* composé de Mme. Margareth Henriquez (en qualité de présidente du comité *ad hoc*), M. Bryant M. Stone III et Mme. Laurence Nicolas, en charge du suivi des travaux de l'expert indépendant et de préparer un projet d'avis motivé du Conseil d'administration.

A la même date du 15 avril 2021, le comité des rémunérations nouvellement formé a confirmé que Mme. Marie-Vorgan Le Barzic, Mme. Margareth Henriquez et Mme. Laurence Nicolas doivent être considérées comme des membres indépendants du Conseil d'administration, conformément aux critères figurant au sein du Code Afep-Medef de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées.

1.2.3 Modalités de l'Offre

Les modalités de l'Offre (y compris la procédure d'apport à l'Offre Publique d'Achat, le calendrier indicatif de l'Offre et les restrictions relatives à l'Offre applicables à l'étranger) figurent aux paragraphes 1 et 2 de la Note d'Information et sont disponibles sur le site internet de l'AMF (www.amf-france.org), et peuvent être obtenues, sans frais, au siège de la Banque Présentatrice.

La Société a déposé le projet de note en réponse auprès de l'AMF le 4 juin 2021. Un avis de dépôt a été publié le même jour par l'AMF sur son site internet (www.amf-france.org).

Le projet de note en réponse est tenu gratuitement à la disposition du public au siège social de Baccarat et a été mis en ligne sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (www.baccarat-finance.com).

Conformément aux dispositions de l'article 231-26 du règlement général de l'AMF, un communiqué de presse comportant les principaux éléments du projet de note en réponse a été diffusé par la Société.

A la connaissance de la Société, l'Offre Publique d'Achat ne fait l'objet d'aucune condition prévoyant un nombre minimum d'Actions devant être apportées à l'Offre Publique d'Achat pour que celle-ci puisse bénéficier d'une issue positive. Par ailleurs, l'Offre n'est soumise à l'obtention d'aucune autorisation relative au contrôle des concentrations ou auprès d'un quelconque régulateur.

L'AMF a publié sur son site internet (www.amf-france.org) une déclaration de conformité motivée sur l'Offre. Cette déclaration de conformité emporte visa de la Note d'Information préparée par l'Initiateur et de la Note en Réponse préparée par la Société.

Conformément aux dispositions de l'article 231-27 du règlement général de l'AMF, la Note en Réponse approuvée par l'AMF sera rendue disponible sur les sites internet de Baccarat (www.baccarat-finance.com) et de l'AMF (www.amf-france.org). La Note en Réponse sera également mise à disposition, sans frais, au siège social de Baccarat (Rue des Cristalleries, 54120 Baccarat, France).

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, le document « Autres Informations » relatif aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de Baccarat sera déposé auprès de l'AMF et mis à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre Publique d'Achat.

1.2.4 Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

Comme indiqué au paragraphe 2.11 de la Note d'Information, l'Offre n'a fait l'objet d'aucune demande d'enregistrement ou demande de visa auprès d'une autorité de contrôle des marchés financiers autre que l'AMF. Par conséquent, les actionnaires de la Société situés hors de France ne pourront valablement apporter leurs Actions à l'Offre Publique d'Achat que dans la mesure où le droit étranger auquel ils sont soumis le leur permet. En effet, la diffusion de la Note d'Information, de la Note en Réponse, de l'Offre et l'acceptation de l'Offre Publique d'Achat peuvent faire l'objet d'une réglementation spécifique ou de restrictions dans certains pays.

Par conséquent, l'Offre ne s'adresse pas aux personnes soumises à de telles restrictions, ni directement, ni indirectement et n'est pas susceptible de faire l'objet d'une quelconque acceptation à partir d'un pays où l'Offre fait l'objet de restrictions. Il revient aux actionnaires de la Société situés hors de France de se renseigner sur les restrictions qui leur sont éventuellement applicables et de s'y conformer. La Note d'Information, la Note en Réponse et les autres documents relatifs à l'Offre ne constituent ni une offre de vente, ni une sollicitation d'une offre d'achat de valeurs mobilières dans toute juridiction dans laquelle une telle offre ou sollicitation est illégale. Les personnes venant à entrer en possession de la Note en Réponse doivent se tenir informées des restrictions légales applicables et les respecter. Le non-respect de ces restrictions est susceptible de constituer une violation des lois et règlements applicables en matière boursière dans l'un de ces pays. La Société décline toute responsabilité en cas de violation par toute personne située hors de France des règles étrangères qui lui sont éventuellement applicables.

Etats-Unis d'Amérique

En particulier, l'Offre n'est pas étendue aux Etats-Unis et l'Offre n'est pas faite, directement ou indirectement, aux Etats-Unis, à des personnes se trouvant aux Etats-Unis, par les moyens des services postaux ou par tout moyen de communications ou tout autre moyen juridictionnel (*jurisdictional means*) (y compris, sans limitation, les transmissions par télécopie, télex, téléphone et courrier électronique) des Etats-Unis ou par l'intermédiaire des services d'une bourse de valeurs des Etats-Unis. En conséquence, aucun exemplaire ou copie du présent document, et aucun autre document relatif à celui-ci ou à l'Offre, ne pourra être envoyé par courrier, ni communiqué, ni diffusé par un intermédiaire ou toute autre personne aux Etats-Unis de quelque manière que ce soit. Aucun actionnaire de Baccarat ne pourra apporter ses Actions à l'Offre s'il n'est pas en mesure de déclarer (i) qu'il n'a pas reçu aux Etats-Unis de copie du présent document ou de tout autre document relatif à l'Offre et qu'il n'a pas envoyé de tels documents aux Etats-Unis, (ii) qu'il n'a pas utilisé, directement ou indirectement, les services postaux, les moyens de télécommunications ou tout autre moyen juridictionnel (*jurisdictional means*) ou les services d'une bourse de valeurs des Etats-Unis en relation avec l'Offre, (iii) qu'il n'était pas sur le territoire des Etats-Unis lorsqu'il a accepté les termes de l'Offre ou transmis

son ordre d'apport de titres et (iv) qu'il n'est ni agent ni mandataire agissant pour un mandant autre qu'un mandat lui ayant communiqué ses instructions en dehors des Etats-Unis. Les intermédiaires habilités ne pourront pas accepter des ordres d'apport de titres qui n'auront pas été effectués en conformité avec les dispositions ci-dessus sauf autorisation ou instruction contraire de la part de l'Initiateur ou en son nom, à la discrétion de l'Initiateur.

La Note d'Information et la Note en Réponse n'ont été ni déposés ni examinés par une quelconque autorité de marché ou autre autorité fédérale ou étatique de régulation aux États-Unis d'Amérique, et aucune de ces autorités ne s'est prononcée sur l'exactitude ou l'adéquation des informations contenues dans ces documents. Toute déclaration contraire pourrait constituer une infraction pénale.

Pour les besoins des deux précédents paragraphes, les États-Unis d'Amérique signifient les États-Unis d'Amérique et ses territoires et possessions.

2. AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE BACCARAT

2.1 Résumé des conditions dans lesquelles l'avis motivé du Conseil d'administration relatif à l'Offre a été obtenu

Le conseil d'administration de Baccarat est actuellement composé de :

- M. Bryant M. Stone III, Président du conseil d'administration ;
- M. Hervé Martin, Directeur général ;
- M. Ben Burger ;
- M. Stephen Ezekiel ;
- M. Erwan Stervinou ;
- Mme Margareth Henriquez* ;
- Mme Laurence Nicolas* ; et
- Mme Marie Vorgan Le Barzic*.

**Membres indépendants au sens du code de gouvernement d'entreprise Afep-Medef.*

Dans le contexte de l'administration provisoire ordonnée par le président du tribunal de commerce de Nancy le 7 septembre 2020, Baccarat n'a pas été en mesure de constituer le comité *ad hoc* mentionné au III de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF, préalablement à l'assemblée générale des actionnaires de la Société du 15 avril 2021.

Par conséquent, la Société a fait application des dispositions du I de l'article 261-1-1 du règlement général de l'AMF et indiqué à l'AMF son intention de désigner le cabinet Ledouble, représenté par Mme Agnès Piniot et M. Romain Delafont, en qualité d'expert indépendant chargé d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre. Dans ce cadre, les services de l'AMF ont par la suite confirmé aux administrateurs provisoires de la Société que le collège de l'AMF avait examiné cette demande et ne s'était pas opposé à une telle désignation dans le cadre de l'Offre.

Lors de la réunion du conseil d'administration de la Société tenue le 15 avril 2021 faisant suite à l'assemblée générale des actionnaires du même jour et ainsi que mentionné au (v) du paragraphe 1.2.2 de la Note en Réponse, le conseil d'administration a décidé de constituer un comité *ad hoc* composé de :

- Mme Margareth Henriquez (présidente du comité *ad hoc*) ;
- Mme Laurence Nicolas ; et
- M. Bryant M. Stone III.

2.2 **Avis motivé du Conseil d'administration**

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, les membres du conseil d'administration de la Société se sont réunis le 4 juin 2021, sous la présidence de M. Bryant M. Stone III, président du conseil d'administration, à l'effet d'examiner le projet d'Offre et de rendre un avis motivé sur l'intérêt et les conséquences du projet d'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés. L'ensemble des membres du conseil d'administration était présent (physiquement ou par visioconférence) ou représenté.

Préalablement à la réunion, les membres du conseil d'administration ont eu connaissance :

- du projet de note d'information devant être déposé par l'Initiateur auprès de l'AMF, contenant notamment le contexte et les motifs de l'Offre, les intentions de l'Initiateur, les caractéristiques de l'Offre et les éléments d'appréciation du Prix de l'Offre et du Complément de Prix ;
- du projet d'avis motivé préparé par le comité *ad hoc* conformément à l'article 261-1, III du règlement général de l'AMF ;
- du rapport du cabinet Ledouble, expert indépendant ;
- du projet de note en réponse de la Société, préparé conformément à l'article 231-19 du règlement général de l'AMF ; et
- du projet de document relatif aux informations notamment juridiques, financières et comptables de la Société.

Le conseil d'administration de la Société, lors de ladite réunion du 4 juin 2021, a ainsi rendu l'avis motivé suivant à l'unanimité de ses membres (en ce compris l'ensemble des administrateurs indépendants, les autres administrateurs ayant exprimé un vote en suivant la position recommandée par le comité *ad hoc*).

Un extrait de la délibération de cette réunion, incluant l'avis motivé du Conseil d'administration, est intégralement reproduit ci-après :

« [...] *Travaux de l'expert indépendant*

Le cabinet Ledouble a été désigné en qualité d'expert indépendant, conformément aux dispositions du règlement général de l'AMF et de ses instructions d'application, chargé d'apprécier le caractère équitable du prix de l'Offre lancée par FLL et de délivrer, en conclusion de son rapport d'expertise, une attestation d'équité sur les conditions financières de l'offre.

La mission du cabinet Ledouble sera étendue à l'analyse et au calcul du complément de prix tel qu'envisagé aux termes du projet d'Offre, conformément à la recommandation n°2006-15 de l'AMF.

*Le processus et le fondement de la désignation de l'expert indépendant seront rappelés par le comité *ad hoc* lors de la présentation de ses diligences.*

Le Président indique que le comité ad hoc a pu échanger à plusieurs reprises avec l'expert indépendant et a assuré le suivi de ses travaux.

Le cabinet Ledouble, représenté par Mme Agnès Piniot et M. Romain Delafont, résume alors les conclusions de ses travaux au conseil d'administration de la Société :

« Synthèse

Conformément au champ de saisine de l'Expert Indépendant (§ 1.4.1), nous nous sommes attachés à vérifier :

- *le caractère équitable des conditions financières de l'Offre au regard de la valeur de l'Action issue de l'Évaluation Multicritère ;*
- *l'absence de dispositions dans les Accords Connexes susceptibles de préjudicier aux intérêts des Actionnaires Minoritaires.*

Nous précisons que nous apprécions le Prix d'Offre par référence aux conditions financières de l'Offre et à l'évaluation de l'Action dans les circonstances actuelles, lesquelles, par définition, diffèrent des conditions dans lesquelles les Actionnaires Minoritaires ont pu, au cas par cas, acquérir leurs titres.

Nous constatons que les Actionnaires Minoritaires bénéficient d'une liquidité de leurs titres au Prix d'Offre de 190 €, appréciable au regard :

- *de la faible liquidité liée à l'étroitesse du flottant ;*
- *des valeurs résultant de l'Évaluation Multicritère et des fourchettes de primes qui en découlent ; et*
- *de la clause de Complément de Prix.*

Nous n'avons par ailleurs pas recensé dans les Accords Connexes d'informations ou de dispositions de nature à remettre en cause l'équité du Prix d'Offre.

Conclusion

À l'issue de nos travaux d'évaluation de l'Action, nous sommes d'avis que le Prix d'Offre de 190 €, susceptible d'être ajusté à la hausse par la clause de Complément de Prix, est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de Baccarat apportant leurs titres à l'offre publique d'achat simplifiée suivie d'un retrait obligatoire.

Nous n'avons pas relevé dans les Accords Connexes de disposition susceptible de porter préjudice aux intérêts des Actionnaires Minoritaires dont les titres sont visés par l'Offre. »

Travaux et recommandation du comité ad hoc

Mme Margareth Henriquez, en sa qualité de présidente du comité ad hoc, rend ensuite compte de la mission du comité ad hoc et résume ci-après succinctement les travaux accomplis dans ce cadre :

Processus de nomination de l'expert indépendant

Le cabinet Ledouble, représenté par Mme Agnès Piniot et M. Romain Delafont, a été identifié parmi d'autres cabinets pouvant répondre aux critères de compétence requis par la réglementation applicable puis désigné en qualité d'expert indépendant dans les conditions énoncées ci-avant, notamment en raison de son expérience dans des opérations comparables et complexes, de sa réputation et de l'absence de tout conflit d'intérêts.

Le cabinet Ledouble a confirmé ne pas être en situation de conflit d'intérêts (étant rappelé que leur intervention dans le cadre de la précédente offre publique visant les titres Baccarat en 2018 est antérieure de plus de 18 mois à la date de leur désignation pour la présente Offre) et disposer des moyens matériels suffisants et de la disponibilité nécessaire pour réaliser sa mission dans les délais envisagés.

Conformément aux dispositions du I de l'article 261-1-1 du règlement général de l'AMF, la Société, jusqu'à la tenue de l'Assemblée générale des actionnaires du 15 avril 2021 ayant procédé au renouvellement d'une partie du Conseil d'administration de la Société, n'ayant pas été en capacité de procéder à la nomination d'un comité ad hoc chargé d'assurer le suivi des travaux de l'expert indépendant, a informé l'AMF de son intention de désigner le cabinet Ledouble, représenté par Mme Agnès Piniot et M. Romain Delafont, en qualité d'expert indépendant, avec pour mission de préparer un rapport sur les conditions financières de l'Offre à venir. Les services de l'AMF ont confirmé à la Société que le collège de l'AMF, après avoir examiné cette demande, ne s'était pas opposé à une telle désignation.

Les contours de la mission du cabinet Ledouble auprès de la Société, ont été établis dans une lettre de mission en date du 9 mars 2021 contresignée par Maître Gelis, agissant au nom des administrateurs provisoires de la Société, le 12 mars 2021.

Lors de sa réunion du 15 avril 2021, le Conseil d'administration nouvellement formé a pris acte en tant que de besoin de la désignation du cabinet Ledouble en qualité d'expert indépendant, en relation avec le projet d'Offre, sur le fondement des dispositions de l'article 261-1, I, 1°, 4° et II du règlement général de l'AMF.

Travaux du comité ad hoc et interactions avec l'expert indépendant

- A compter de la constitution du comité ad hoc le 15 avril 2021, les membres du comité ad hoc ont participé au total à deux réunions (les 25 et 31 mai 2021, respectivement) pour les besoins de leur mission, l'ensemble de ces réunions ayant eu lieu en présence de l'expert indépendant, tel que détaillé ci-après. A chaque fois, le comité ad hoc s'est assuré que les travaux de l'expert indépendant avaient pu être menés dans des conditions satisfaisantes à chaque étape ;*
- En outre, les conseils juridiques de la Société et du comité ad hoc, en lien avec l'expert indépendant, ont régulièrement échangé avec les membres du comité ad hoc afin notamment de les tenir informés du processus de préparation du projet d'Offre et leur fournir l'ensemble des informations nécessaires à leur bonne compréhension du cadre juridique, des caractéristiques, des modalités et du calendrier envisagé de l'Offre ;*
- Compte-tenu des contraintes sanitaires liées à la pandémie de Covid-19, l'intégralité des réunions du comité ad hoc et des échanges de ses membres avec les différents intervenants ont eu lieu par voie de conférence téléphonique ou vidéoconférence ;*

- *Le 25 mai 2021, les membres du comité ad hoc ont participé à une réunion avec l'expert indépendant, en présence des conseils juridiques de la Société et du comité ad hoc, lors de laquelle (i) il leur a été présenté certains aspects juridiques et le calendrier envisagé du projet d'Offre, et (ii) l'expert indépendant leur a présenté les travaux ayant été menés depuis sa désignation et a notamment décrit en détail les méthodes et hypothèses de valorisation retenues afin d'établir le caractère équitable du prix de l'Offre et du complément de prix envisagé, en ce compris le plan d'affaires de la direction de Baccarat approuvé par le Conseil d'administration du 15 avril 2021. A cette occasion, le comité ad hoc et l'expert indépendant ont échangé notamment sur les travaux conduits par l'expert indépendant à date et sur ses conclusions préliminaires dans l'attente de la finalisation de son rapport. A l'issue de ces échanges, le comité ad hoc a pris note que l'expert indépendant avait, au cours de travaux de valorisation, pu échanger avec les conseils financiers de l'Initiateur et ne présentait pas d'éléments remettant en cause l'évaluation présentée par ces conseils ;*
- *Le 31 mai 2021, les membres du comité ad hoc ont participé à une nouvelle réunion avec l'expert indépendant au cours de laquelle les membres du comité ad hoc ont reçu et examiné divers documents en lien avec le projet d'Offre, en ce compris un projet de note d'information de l'Initiateur, un projet de note en réponse de la Société et le projet de rapport de l'expert indépendant. Les membres du comité ad hoc ont pu à cette occasion, accompagnés de leurs conseils juridiques, (i) examiner en détail les modalités et conditions financières du projet d'Offre ainsi que les conclusions proposées par l'expert indépendant et discuter des conséquences potentielles de l'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés et (ii) préparer sur cette base les recommandations du comité ad hoc au Conseil d'administration relativement à son avis motivé sur l'Offre ;*
- *Le 3 juin 2021, les membres du comité ad hoc ont reçu les versions définitives du projet de note d'information de l'Initiateur, du projet de note en réponse de la Société et du rapport de l'expert indépendant et constaté que ces documents comportaient des compléments et ajustements à la marge par rapport aux projets présentés lors de sa dernière réunion du 31 mai 2021 qui ne remettaient en cause ni les conclusions de l'expert indépendant ni le projet d'avis motivé arrêtés par le comité ad hoc ;*
- *Le comité ad hoc s'est assuré que l'expert indépendant avait bien reçu au long du processus l'ensemble des informations disponibles à dates utiles pour l'exécution de sa mission (en ce compris les accords connexes à l'Offre, tels que le pacte d'actionnaires relatif à FLL et l'avenant de prorogation aux contrats de prêt avec FLL) ;*
- *Le comité ad hoc s'est également assuré que le plan d'affaires de la Société présenté à l'expert indépendant (i) était le dernier plan d'affaires préparé par la direction de Baccarat et approuvé par le Conseil d'administration le 15 avril 2021 et qu'il traduisait donc, au moment de l'Offre, la meilleure estimation possible des prévisions de la Société et (ii) qu'il n'existait pas d'autres données prévisionnelles pertinentes. Le comité ad hoc s'est enfin assuré que la communication financière de la Société (notamment les perspectives 2021 données au marché le 30 avril 2021 lors de la publication des résultats annuels 2020) était cohérente avec les perspectives figurant dans le plan d'affaires ; et*
- *Le comité ad hoc a fait le constat (i) qu'aucune question ou observation d'actionnaires n'a été adressée au comité ad hoc ou à l'expert indépendant, en ce compris via l'AMF et (ii) que les questions écrites soumises par les actionnaires en amont de l'assemblée générale des actionnaires du 15 avril 2020 concernant l'Offre (telle qu'alors annoncée)*

ont toutes reçu une réponse de la part de la Société, étant précisé qu'en outre l'expert indépendant (à la section 6 de son rapport) a apporté des précisions en réponse à l'une de ces questions écrites qui concernait la méthode de valorisation de la Société par les comparables boursiers.

Conclusions et recommandations du comité ad hoc

- Le comité ad hoc a pris acte des éléments qui résultent des intentions et objectifs déclarés par l'Initiateur dans son projet de note d'information ;*
- Il a examiné l'intérêt de l'Offre pour la Société, pour les actionnaires et pour les salariés et a considéré que l'Offre était conforme aux intérêts de la Société, de ses salariés et de ses actionnaires. En conséquence, à la suite de sa réunion du 31 mai 2021, il recommande au conseil d'administration de se prononcer en ce sens.*

Avis motivé du Conseil d'administration de la Société

- Le Conseil d'administration prend acte des travaux du comité ad hoc et des recommandations de ce dernier sur l'Offre ainsi que des conclusions de l'expert indépendant.*
- S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour la Société, le Conseil relève que :*
 - l'Offre revêt un caractère obligatoire en application des dispositions de l'article L. 433-3, I du code monétaire et financier et de l'article 234-2 du règlement général de l'AMF, à raison du franchissement indirect par Tor Asia Credit Master Fund LP, Tor Asia Credit Opportunity Master Fund LP, Sammasan Capital GP No. 1 Limited, Dolphin Capital CV, CEOF Holdings LP et Corbin Opportunity Fund LP, agissant de concert vis-à-vis de la Société, du seuil de 30% du capital et des droits de vote de la Société, à travers la société Fortune Legend Limited (qui elle-même détient 97,1% du capital et des droits de vote de Baccarat et est désormais contrôlée par Tor Investment Management), faisant suite à la réalisation d'un gage sur parts sociales consenti en garantie d'un accord de financement conclu entre lesdits fonds et Fortune Legend Limited ;*
 - l'Initiateur et ses associés ont l'intention de « stabiliser, soutenir et renforcer la position de leader de Baccarat sur ses marchés » et leur « ambition pour Baccarat est, selon le cas, de poursuivre ou adapter les principales orientations stratégiques de la Société et de l'accompagner dans leur mise en œuvre cohérente et efficace », étant précisé qu'ils (i) sont « prêt à soutenir, directement ou indirectement, [de nouveaux investissements à court terme, notamment en ce qui concerne la modernisation de ses fours et fourneaux, essentielle pour la préservation de l'outil industriel de Baccarat,] ainsi que les besoins de financement justifiés par Baccarat », et (ii) « n'envisagent pas de procéder à une cession de la marque 'Baccarat' » ;*
 - Le retrait obligatoire ayant vocation à intervenir à l'issue de l'Offre permettra de mettre fin aux contraintes législatives et réglementaires applicables aux sociétés dont les titres sont admis aux négociations et simplifiera le fonctionnement opérationnel de la Société, étant noté que l'Initiateur considère que « compte tenu de la structure actuelle de son actionnariat et du faible volume d'échange sur les Actions de la Société sur le marché, un maintien de la cotation des Actions n'est plus justifié » ; et*

- *ni l'Initiateur ni ses associés n'ont l'intention de fusionner FLL avec Baccarat ou d'entreprendre toute autre réorganisation juridique de la Société.*
- *S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour les actionnaires, au plan financier, le Conseil note que :*
 - *le prix d'Offre de 190 € par action extériorise une prime de 11 € (soit +16,8%) sur la valeur centrale par action de 179 € ressortant de la valorisation dite « intrinsèque » par flux de trésorerie prévisionnels actualisés (DCF) retenue à titre principal par l'expert indépendant, étant précisé que tant la banque présentatrice Mediobanca que l'expert indépendant ont considéré que le manque de liquidité de l'action Baccarat ne permet pas de considérer le cours de bourse comme un critère pertinent de valorisation de l'action Baccarat ;*
 - *l'Initiateur propose aux actionnaires un complément de prix dans l'hypothèse où un transfert de tout ou partie de ses actions Baccarat par l'Initiateur ou de tout ou partie de leurs parts de l'Initiateur par ses associés actuels venait à faire l'objet d'un accord avec, et/ou d'un engagement unilatéral contraignant par, un tiers au cours des cinq ans à compter de la décision de conformité de l'Offre (le cas échéant), égal à la différence positive entre le prix d'Offre et le prix par action au titre dudit transfert, tel que détaillé à la section 2.5 du projet de note d'information de l'Initiateur, étant précisé que l'Initiateur et ses associés « n'excluent pas la possibilité, après la réalisation de l'Offre Publique d'Achat et du Retrait Obligatoire, d'envisager toute opération de cession du capital de la Société à l'avenir ». A cet égard, le Conseil attire l'attention des actionnaires sur le fait qu'au regard de la déclaration de l'Initiateur et de ses associés selon laquelle ils « n'envisagent pas de procéder à une cession de la marque 'Baccarat' », les ventes potentielles d'actifs (marques ou autres) par Baccarat ne sont pas des événements déclencheurs du complément de prix proposé et (ii) que, conformément à la recommandation n°2006-15 de l'AMF, la mission de l'expert indépendant sera étendue à l'analyse et au calcul du complément de prix ;*
 - *l'expert indépendant a plus généralement relevé que le prix offert de 190 euros par actions faisait ressortir une prime par rapport à l'ensemble des critères d'évaluation qu'il a retenus à titre principal et que ce prix, susceptible d'être ajusté à la hausse par le complément de prix proposé par l'Initiateur, était équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de la Société qui choisiraient d'apporter leurs actions à l'Offre. Le comité ad hoc partage les conclusions de l'expert indépendant selon lesquelles les conditions financières offertes dans le cadre de l'Offre présentent un caractère équitable ;*
 - *l'Initiateur offre une liquidité immédiate aux actionnaires qui apporteront leurs actions à l'Offre, la liquidité des actions Baccarat étant faible sur le marché du fait de l'étroitesse du flottant ;*
 - *en matière de politique de distribution, l'Initiateur et ses associés « n'envisagent aucun paiement de dividendes tant que l'activité de Baccarat ne génère pas de bénéfices distribuables », étant précisé que « l'Initiateur se réserve la possibilité de revoir la politique de distribution de dividendes de la Société à l'issue de l'Offre ».*
- *S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour les salariés, le Conseil relève que :*
 - *Les instances représentatives du personnel compétentes de Baccarat (à savoir, son comité social et économique central (CSEC) (i) ont été dûment informées et consultées*

dans le cadre du changement de contrôle de la Société suivant la réalisation du gage sur les parts sociales de l'Initiateur par les fonds Tor Investment Management et Sammasan Capital, étant précisé que le CSEC a pu désigner un expert pour l'assister à cet égard et (ii) seront plus amplement informées sur le projet d'Offre après son dépôt auprès de l'AMF, conformément aux lois et règlements applicables ;

- *l'Initiateur indique que « [l]a production locale dans la ville de Baccarat sera préservée afin de conserver le luxe et la qualité que représente la marque Baccarat. Il n'y a aucune intention d'externaliser une partie de la production de Baccarat et il n'y a donc aucune conséquence négative prévue sur la main-d'œuvre de Baccarat, dont la qualité et le dévouement sont très appréciés » par les associés de l'Initiateur ;*
 - *l'Initiateur et ses associés « reconnaissent la qualité du travail effectué au cours des derniers mois par M. Hervé Martin, l'équipe de direction et tous les salariés de Baccarat et sont très satisfaits du fait que Baccarat puisse bénéficier de la continuité d'une équipe de direction de qualité ».*
- *Le Conseil d'administration prend acte que l'Initiateur a l'intention de mettre en œuvre un retrait obligatoire des actions Baccarat dans un délai de trois mois à compter de la clôture de l'Offre, dès lors que l'Initiateur détient plus de 90% du capital et des droits de vote de la Société.*

Au vu des éléments soumis et notamment (i) des objectifs et intentions exprimés par l'Initiateur, (ii) des éléments de valorisation préparés par la banque présentatrice Mediobanca, (iii) des conclusions du rapport de l'expert indépendant sur les conditions financières de l'Offre, (iv) des conclusions des travaux de revue du comité ad hoc, (v) du projet de communiqué de presse relatif au dépôt du projet de note en réponse de la Société et (vi) des éléments figurant ci-dessus, le Conseil d'administration, après en avoir délibéré, à l'unanimité de ses membres présents ou représentés, (en ce compris l'ensemble des administrateurs indépendants, les autres administrateurs ayant exprimé un vote en suivant la position recommandée par le comité ad hoc) considère que l'Offre est conforme aux intérêts de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés et décide :

- *d'émettre, à la lumière des travaux, conclusions et recommandations du comité ad hoc, un avis favorable sur le projet d'Offre, qui sera le cas échéant suivi d'un retrait obligatoire des actions de la Société dans les trois mois suivant la clôture de l'Offre, tel qu'il lui a été présenté ;*
- *de recommander en conséquence aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre ; [...] »*

*A la suite de la réception par le cabinet Ledouble (en sa qualité d'expert indépendant) de deux courriers adressés, respectivement, en date du 5 juin 2021 par un actionnaire minoritaire par l'intermédiaire de l'AMF et du 11 juin 2021 par le conseil juridique de deux actionnaires minoritaires, le cabinet Ledouble a préparé un *addendum* en date du 28 juin 2021 à son rapport établi le 3 juin 2021, motivé par la volonté d'apporter des éléments de réponse à certaines observations contenues dans ces lettres.*

*Les membres du comité ad hoc, en présence du cabinet Ledouble, se sont réunis le 1^{er} juillet 2021 pour prendre connaissance de l'*addendum* du 28 juin 2021 au rapport de l'expert indépendant du 3 juin 2021. A cette occasion, le comité ad hoc, à l'unanimité de ses membres présents ou représentés, a (i) pris acte des éléments de réponse de l'expert indépendant à*

certaines des observations formulées par les actionnaires minoritaires concernés, que l'expert indépendant a choisi de préparer alors que lesdites observations n'avaient pas été soumises selon les modalités prévues par l'article 1 de l'instruction AMF n° 2006-07 relatives aux offres publiques d'achat, des raisons pour lesquelles l'expert indépendant n'a pas tenu compte des autres observations, ainsi que de la réitération des conclusions de l'expert indépendant formulées dans l'attestation d'équité du 3 juin 2021, (ii) confirmé que ces nouveaux éléments n'affectent pas sa recommandation initiale au conseil d'administration rendue le 31 mai 2021 de (A) décider que l'Offre, qui sera suivie d'un retrait obligatoire des actions de la Société, est dans l'intérêt de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés et (B) recommander aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre et (iii) recommandé au conseil d'administration d'approuver le principe de l'extension de la mission du cabinet Ledouble à l'analyse et à la vérification du calcul du complément de prix prévu dans le cadre de l'Offre.

Le conseil d'administration de la Société s'est réuni le 1^{er} juillet 2021, postérieurement à la réunion du comité *ad hoc*, sur convocation et sous la présidence de M. Bryant M. Stone III, président du conseil d'administration, pour prendre connaissance du projet d'*addendum* au rapport de l'expert indépendant.

L'ensemble des membres du conseil d'administration était présent (physiquement ou par visioconférence) ou représenté.

Préalablement à la réunion, les administrateurs de la Société ont eu connaissance :

- de l'*addendum* du 28 juin 2021 au rapport du cabinet Ledouble, expert indépendant, confirmant les conclusions de son rapport en date du 3 juin 2021 ;
- des projets finaux de la note d'information de FLL et de la note en réponse de la Société, établie conformément à l'article 231-19 du RGAMF ; et
- d'un projet de lettre de saisine complémentaire du cabinet Ledouble concernant l'analyse et la vérification du calcul du complément de prix prévu dans le cadre de l'Offre.

Le conseil d'administration, à l'unanimité de ses membres (en ce compris l'ensemble des membres indépendants, les autres administrateurs ayant exprimé un vote en suivant la position recommandée par le comité *ad hoc*), au vu des informations qui ont été fournies et des éléments présentés, a (i) pris acte de la délibération du comité *ad hoc* du 1^{er} juillet 2021 ayant confirmé sa recommandation du 31 mai 2021 et lui-même confirmé l'avis motivé rendu le 4 juin 2021 et la recommandation du conseil d'administration aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre et (ii) approuvé le principe de l'extension de la mission du cabinet Ledouble à l'analyse et à la vérification du calcul du complément de prix prévu dans le cadre de l'Offre, tel que présenté.

3. INTENTIONS DE LA SOCIÉTÉ QUANT AUX ACTIONS AUTO-DÉTENUES

A la date de la présente Note en Réponse, la Société ne détient aucune Action inscrite en auto-détention.

Par ailleurs, il est précisé que 8.768 Actions sont inscrites dans les registres d'actionnaires de la Société sous le libellé « Legs de Chambrun » et détenues et administrées par la Société pour le bénéfice de certains membres du personnel retraité de Baccarat, conformément aux termes et conditions de ce legs. La Société détenant ces Actions pour le bénéfice de certains membres du personnel retraité de Baccarat, le conseil d'administration de Baccarat a décidé que la Société ne

les apporterait pas à l'Offre, étant précisé que, par conséquent, ces Actions ne sont pas visées par l'Offre et ne feront pas l'objet du Retrait Obligatoire.

4. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIÉTÉ

A la date de la présente Note en Réponse, les administrateurs ne détiennent aucune Action.

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

A la date de la présente Note en Réponse, la Société n'a connaissance d'aucun accord qui pourrait avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue, à l'exception des accords mentionnés au sein du présent paragraphe 5.

5.1 Contrat de Gage sur parts sociales

Tel que décrit au paragraphe 1 de la Note d'Information, l'Offre est consécutive à la Réalisation du Gage le 23 décembre 2020, par lequel les Associés détiennent, de concert, 100% du capital et des droits de vote de l'Initiateur et, par l'intermédiaire de l'Initiateur, 97,1% du capital et 97,1% des droits de vote de Baccarat.

Le Gage a été consenti par Fortune Fountain Holding Group Co., Limited (le « **Constituant** ») aux Associés, par l'intermédiaire de leur agent des sûretés, sur l'ensemble des parts sociales de l'Initiateur, conformément aux termes du Prêt, sous la forme d'un gage sur parts sociales de premier rang de droit luxembourgeois.

Les principaux termes du Gage étaient les suivants :

- **Biens Gagés** : le Constituant a consenti le Gage sur 100% des parts sociales de FLL et tous les droits y attachés, notamment tout droit au dividende.
- **Obligations garanties** : le Gage a été consenti afin de garantir toute dette ou obligation due à tout moment par FLL ou l'un de ses affiliés, au titre du Prêt et de la documentation de financement, à tout Associé ou à leur agent des sûretés.
- **Réalisation** : en cas de survenance d'un cas de réalisation du Gage, l'agent des sûretés peut, sans demande, publicité ou notification préalable de quelque nature que ce soit, réaliser le Gage en tout ou partie, conformément aux dispositions applicables de droit luxembourgeois, en ce inclus notamment le droit pour l'agent des sûretés de s'approprier tout Bien Gagé. Il peut être procédé à la réalisation du Gage en cas de défaut au titre du Prêt.

Le 23 décembre 2020, en raison de multiples cas de défaut de l'Initiateur et de ses précédents actionnaires indirects au titre du Prêt, les Associés ont réalisé le Gage.

5.2 Pacte d'associés

A la suite de la Réalisation du Gage, les Associés ont conclu un pacte d'associés en date du 23 décembre 2020 constitutif d'une action de concert vis-à-vis de l'Initiateur et de ses filiales (le « **Pacte d'Associés FLL** »). A la connaissance de la Société, les principales clauses du Pacte

d'Associés FLL applicables à la Société figurent au paragraphe 1.3.2 de la Note d'Information, et sont reproduits ci-après :

- **Gouvernance de Fortune Legend Limited S.à.r.l.** : la société FLL est dirigée et représentée à l'égard des tiers par un gérant (ou, en cas de pluralité de gérants, un conseil de gérance) ayant tous pouvoirs pour engager FLL. Cependant, certaines décisions du gérant ou du conseil de gérance ne peuvent être prises qu'après accord préalable de l'unanimité des associés de FLL (les « **Décisions Réservées à l'Unanimité des Associés** »). Tor Asia Credit Opportunity Master Fund LP et Tor Asia Credit Master Fund LP sont les seuls associés de FLL pouvant proposer la nomination ou la révocation du ou des Gérants de FLL, à condition de détenir ensemble plus de 50% des parts sociales de FLL. Dans le cas contraire, ce droit revient à l'associé de FLL détenant le plus grand nombre de parts sociales de FLL.
- **Décisions réservées** : les Décisions Réservées à l'Unanimité des Associés ne peuvent être prises qu'à l'unanimité des associés de FLL. Les Décisions Réservées à l'Unanimité des Associés relatives à Baccarat sont les suivantes :
 - Toute opération portant sur les Actions ou les droits de vote de Baccarat et notamment tout transfert, émission ou création d'Action ou de tout autre titre donnant, immédiatement ou à terme, accès au capital ou aux droits de vote de Baccarat, la prise de toute sûreté ou garantie sur ces titres et toute convention de vote ;
 - Toute opération relative aux actifs et propriétés de Baccarat et notamment toute cession, acquisition, fusion, scission, apport partiel d'actif et création de société commune ou de toute opération ou accord similaires impliquant Baccarat ou ses actifs, ainsi que l'octroi de tout prêt d'associé à Baccarat qui n'est pas accordé à des conditions normales et dans le cadre de l'activité habituelle de Baccarat ;
 - Toute opération, par Baccarat, d'acquisition (i) de tout bien non-visé au paragraphe (ii) ci-après, à l'exception de toute acquisition effectuée à des conditions normales et dans le cadre de l'activité habituelle de Baccarat et (ii) de tout engagement, entreprise, société ou titres d'une société ;
 - La création, la réorganisation, la liquidation ou la modification de la participation dans toute filiale ou succursale de FLL, en ce compris Baccarat, et de toute filiale ou succursale de Baccarat ;
 - L'octroi de toute dette financière ou de garantie par Baccarat non accordée dans le cadre de l'activité courante de Baccarat et l'octroi de tout prêt d'un montant supérieur à 50.000 euros ;
 - La conclusion de toute convention entre parties liées ;
 - La mainlevée ou la renonciation à toute obligation substantielle due à FLL par toute personne, en ce compris toute obligation due par Baccarat au titre de tout prêt d'associé dont le remboursement est dû à FLL ;
 - Toute modification des statuts ou de tout document constitutif de FLL ou de ses filiales ; et
 - L'engagement ou le règlement de tout litige, arbitrage ou autre procédure ou toute demande d'injonction provisoire ou autre demande ou action.

- **Inaliénabilité des parts sociales de FLL** : toute cession de parts sociales de FLL est soumise à l'approbation unanime des associés de FLL.
- **Durée** : le Pacte d'Associés FLL est conclu pour une durée indéterminée, jusqu'à la première des dates suivantes : (i) 15 ans à compter de la conclusion du Pacte d'Associés FLL, (ii) lorsque les associés de FLL conviennent d'y mettre fin, (iii) lorsqu'il ne reste plus qu'un seul associé de FLL ou (iv) lorsqu'une résolution est adoptée ou qu'un jugement exécutoire est rendu en faveur de la liquidation de FLL.

5.3 Engagement d'apporter ses Actions à l'Offre

A la date de la présente Note en Réponse, à la connaissance de la Société, il n'existe aucun engagement de la part d'un actionnaire de la Société d'apporter ses Actions à l'Offre.

5.4 Investissement de l'équipe dirigeante

Il n'existe pas de plan d'investissement de l'équipe dirigeante de la Société.

6. ELEMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

6.1 Structure du capital de la Société

A la date de la présente Note en Réponse, le capital social de Baccarat s'élève à 20.767.825 euros, divisé en 830.713 actions ordinaires de 25 euros de valeur nominale chacune, conférant 830.713 droits de vote. Conformément aux stipulations de l'article 10.6 des statuts de la Société, il est rappelé que la Société n'a pas mis en place de droits de vote double.

Le tableau figurant au paragraphe 1.2.2 de la présente Note en Réponse présente, à la connaissance de la Société, la répartition du capital social et des droits de vote de la Société.

6.2 Restrictions à l'exercice des droits de vote et au transfert d'Actions

Conformément aux stipulations de l'article 6 bis des statuts de la Société, le franchissement à la hausse ou à la baisse du seuil de 1% du capital de la Société, et le franchissement de tout multiple de ce seuil, doit être notifié à la Société dans un délai de quinze (15) jours suivant le franchissement de ce seuil. Dans le cas où le franchissement d'un tel seuil ne serait pas valablement notifié à la Société, les droits de vote correspondant à la fraction supérieure au seuil faisant l'objet de la notification seront temporairement annulés. Ces droits de vote ne seront plus exerçables lors des assemblées générales des actionnaires de la Société jusqu'à l'expiration d'un délai de trois mois suivant la régularisation de la notification, conformément aux dispositions du Code de commerce.

Les statuts de la Société ne prévoient aucune restriction à l'exercice des droits de vote ou au transfert d'Actions.

La Société n'a pas connaissance d'un pacte d'associés en vigueur dont les stipulations pourraient restreindre le transfert d'Actions et l'exercice de droits de vote, à l'exception du Pacte d'Associés FLL décrit au paragraphe 5.2 de la présente Note en Réponse.

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

La Société n'a connaissance d'aucune convention prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions de la Société et portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote de la Société.

6.4 Participations directes ou indirectes au sein du capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de seuil ou d'une déclaration d'opération sur titres en application des articles L. 233-7 et L. 233-12 du Code de commerce

A la connaissance de la Société, à la date de la présente Note en Réponse, le capital social de la Société est réparti ainsi qu'il est indiqué aux paragraphes 6.1 et 1.2.2 de la présente Note en Réponse.

Hormis les actionnaires mentionnés au paragraphe 1.2.2 de la présente Note en Réponse, aucun actionnaire détenant plus de 5 % du capital et des droits de vote de Baccarat ne s'est fait connaître auprès de Baccarat, et aucune modification n'a eu lieu depuis cette date dans le capital de Baccarat dont cette dernière aurait eu connaissance.

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

Les statuts de la Société ne prévoient pas de droit de contrôle spéciaux. Conformément aux stipulations de l'article 10.6 des statuts de la Société, la Société n'a pas institué de droits de vote double.

6.6 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

La Société n'a pas connaissance d'accords entre les actionnaires qui pourraient entraîner des restrictions au transfert d'Actions et à l'exercice des droits de vote, en dehors du Pacte d'Associés FLL décrit au paragraphe 5.2 de la présente Note en Réponse.

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

Non applicable.

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

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

Baccarat est administrée par un Conseil d'administration composé de trois membres au moins et de dix-huit membres au plus, sous réserve de la dérogation prévue par la loi en cas de fusion.

En cours de vie sociale, les administrateurs sont nommés ou renouvelés dans leurs fonctions par l'assemblée générale ordinaire des actionnaires. La durée des fonctions d'un administrateur est de trois années.

6.8.2 *Règles applicables à la modification des statuts de la Société*

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 échange ou d'un regroupement d'actions régulièrement décidé et effectué.

L'assemblée générale extraordinaire ne délibère valablement que si les actionnaires présents, représentés ou ayant voté par correspondance possèdent au moins, sur première convocation, un quart et, sur deuxième convocation, le cinquième des actions ayant le droit de vote. A défaut de ce dernier quorum, la deuxième assemblée peut être prorogée à une date postérieure de deux mois au plus à celle à laquelle elle avait été convoquée. Si l'assemblée générale extraordinaire statue sur une proposition d'augmentation de capital par incorporation de réserves, bénéfices ou primes d'émission, les conditions de quorum et de majorité sont exceptionnellement celles prévues pour les assemblées générales ordinaires.

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

En dehors des pouvoirs généraux qui lui sont accordés par la loi et les statuts de la Société, le Conseil d'administration de la Société ne dispose, à la date de la présente Note en Réponse, d'aucune délégation accordée par l'assemblée générale des actionnaires de la Société.

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

Il est précisé que l'Offre n'entraînera pas de changement de contrôle de la Société, qui est déjà contrôlée par l'Initiateur.

La Société n'a connaissance d'aucun accord conclu par la Société qui serait modifié ou qui prendrait fin en cas de changement de contrôle de la Société.

6.11 **Accords prévoyant des indemnités pour les administrateurs de la Société et ses salariés, en cas de démission, de licenciement sans cause réelle ou sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'offre publique**

Conformément aux stipulations de son mandat de Directeur général, la révocation sans juste motif par le Conseil d'administration de M. Hervé Martin lui donnera droit au versement du montant total de la part fixe de sa rémunération lui étant due jusqu'au 31 décembre 2021. Sous cette réserve, le Directeur général a renoncé à toutes indemnités de départ ou indemnités de départ à la retraite en cas de cessation de son mandat au sein de la Société, que cette cessation se produise avec ou sans motif⁴.

⁴ Les éléments de rémunération du Directeur général de Baccarat et les engagements pris par la Société au bénéfice du Directeur général et Directeur général délégué ont fait l'objet d'une publication de la Société en date du 26 avril 2021.

La Société n'a connaissance d'aucun autre accord prévoyant des indemnités pour les administrateurs de la Société ou ses salariés, en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse, ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique portant sur l'ensemble des Actions de la Société.

7. RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT

Conformément aux dispositions des articles 261-1, I, 1° et 4° et II, et 261-1-1 du règlement général de l'AMF, Ledouble, représenté par Mme. Agnès Piniot et M. Romain Delafont, a été désigné, le 12 mars 2021 par les administrateurs provisoires de Baccarat, pour le compte de la Société, en qualité d'expert indépendant, afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre. Le nouveau Conseil d'administration de la Société a pris acte de cette désignation lors de sa réunion du 15 avril 2021.

Ce rapport, en date du 3 juin 2021, ainsi que son *addendum* en date du 28 juin 2021, sont reproduits dans leur intégralité ci-dessous et font partie intégrante de la présente Note en Réponse :

[Bas de page laissé volontairement vierge]



Ledouble

BACCARAT

20, rue des Cristalleries
54120 Baccarat

OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIÉE
SUIVIE D'UN RETRAIT OBLIGATOIRE

ATTESTATION D'ÉQUITÉ

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	7
1.1.	Contexte et termes de l'Opération	7
1.2.	Périmètre de l'Offre	9
1.3.	Financement de l'Offre	9
1.4.	Contours de la Mission	9
1.5.	Diligences effectuées	11
1.6.	Limites de la Mission	12
1.7.	Plan du Rapport	13
1.8.	Conventions de présentation	13
2.	PRÉSENTATION DU GROUPE ET DE SON MARCHÉ	14
2.1.	Présentation de Baccarat	14
2.2.	Analyse historique de la performance du Groupe	20
2.3.	Structure bilancielle	26
2.4.	Matrice SWOT	29
3.	ÉVALUATION MULTICRITÈRE	30
3.1.	Données structurant l'Évaluation Multicritère	30
3.2.	Critères et méthodes d'évaluation écartés	33
3.3.	Références boursières	33
3.4.	Référence au Changement de Contrôle	36
3.5.	Critères et méthodes d'évaluation retenus	36
3.6.	Synthèse de l'Évaluation Multicritère	49
3.7.	Positionnement du Prix d'Offre par rapport au prix de l'OPAS 2018	50
3.8.	Complément de Prix	51
4.	ANALYSE DES ÉLÉMENTS DE VALORISATION DE L'ÉTABLISSEMENT PRÉSENTATEUR	52
4.1.	Critères et méthodes d'évaluation écartés	52
4.2.	Critères et méthodes d'évaluation retenus	52
4.3.	Passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des capitaux propres	52
4.4.	Valorisation intrinsèque par actualisation des flux prévisionnels de trésorerie	53

4.5.	Valorisation analogique par les Comparables Boursiers	54
4.6.	Valorisation analogique par les Transactions Comparables	55
4.7.	Synthèse sur la valorisation comparée de l'Action	55
<u>5.</u>	<u>ANALYSE DES ACCORDS CONNEXES</u>	<u>56</u>
5.1.	Changement de Contrôle	56
5.2.	Pacte d'actionnaires	57
5.3.	Avenant de prorogation aux contrats de prêt avec FLL	57
<u>6.</u>	<u>OBSERVATIONS FORMULÉES PAR DES ACTIONNAIRES MINORITAIRES</u>	<u>58</u>
<u>7.</u>	<u>SYNTHÈSE</u>	<u>58</u>
<u>8.</u>	<u>CONCLUSION</u>	<u>59</u>
<u>ANNEXES</u>		<u>60</u>

GLOSSAIRE, SIGLES ET ACRONYMES

Actionnaires de Référence	Tor Asia Credit Master Fund LP, Tor Asia Credit Opportunity Master Fund LP, Sammasan Capital GP No. 1 Limited, Dolphin Capital CV, CEOF Holdings LP et Corbin Opportunity Fund, L.P, anciens créanciers ayant consenti des prêts à la société Fortune Fountain Capital et sa filiale indirecte FLL, détiennent depuis la date du Changement de Contrôle, la totalité du capital et des droits de vote de FLL
Actionnaires Minoritaires	Actionnaires de Baccarat dont les Actions sont visées par l'Offre
Action(s)	Action(s) de la Société
Administrateurs Provisoires	SCP Abitbol & Rousselet agissant par Maître Frédéric Abitbol et SELARL Krebs-Suty-Gelis agissant par Maître Christophe Gelis
AMF	Autorité des Marchés Financiers
ANC	Actif Net Comptable
ANR	Actif Net Réévalué
Attestation d'Équité	Conclusion du Rapport
BFR	Besoin en Fonds de Roulement
CAF	Capacité d'autofinancement
CAGR	<i>Compound Annual Growth Rate</i>
Capex	Investissements ou <i>Capital Expenditures</i>
CFO	<i>Cash-flow</i> opérationnel
Changement de Contrôle	Intervenu le 23 décembre 2020, le changement de contrôle a résulté de l'exercice par les Actionnaires de Référence d'un gage sur parts sociales qui leur avait été consenti en garantie d'un accord de financement conclu avec FLL en octobre 2019
Complément de Prix	Complément de prix qui sera versé, le cas échéant, aux actionnaires ayant apporté leurs Actions dans le cadre de l'Offre, en cas de signature d'un accord et/ou d'un engagement unilatéral contraignant avec un tiers ayant pour objet (i) le transfert par tout ou partie des Actionnaires de Référence d'une ou de plusieurs actions qu'ils détiennent au capital de l'Initiateur à un tiers ou (ii) le transfert d'une ou de plusieurs Actions par l'Initiateur à un tiers, au cours des cinq ans à compter de la décision de conformité de l'Offre
CMPV	Cours Moyen Pondéré(s) par les Volumes
Collection Baccarat	Pièces de collection conservées par la Société à des fins notamment de réédition
Comité Ad Hoc	Comité au sein du Conseil d'Administration en charge du suivi des travaux de l'Expert Indépendant et de la préparation d'un projet d'avis motivé
Comparables Boursiers	Panel de sociétés constitué pour l'évaluation analogique du Groupe et de l'Action par les multiples boursiers
Conseil d'Administration	Conseil d'administration de la Société
Conseils	Conseils juridiques et financiers de l'Initiateur et de la Société

Conseils financiers de l'Initiateur	Messier & Associés, BDA Partners
Conseil financier de la Société	Accuracy
Conseil juridique de l'Initiateur	Linklaters LLP
Conseil juridique de la Société et du Comité Ad Hoc	Darrois Villey Maillot Brochier A.A.R.P.I.
Crise	Crise sanitaire liée à la pandémie de Covid-19
DCF	<i>Discounted Cash Flow</i>
Direction	Management de la Société
EBITDA	<i>Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation & Amortization</i>
EBIT	<i>Earnings Before Interests & Taxes</i>
Établissement Présentateur	Mediobanca
Évaluation Multicritère	Évaluation multicritère du Groupe et de l'Action
Expert Indépendant	Ledouble
FCF	Flux de trésorerie disponible ou <i>free cash-flow</i>
FLL	Fortune Legend Limited
Groupe	La Société et ses filiales (ensemble Baccarat)
Horizon Explicite	2021-2025
IFRS	<i>International Financial Reporting Standards</i>
Initiateur	Fortune Legend Limited
Ledouble	Ledouble SAS
Mission	Expertise Indépendante de Ledouble dans le cadre de l'Offre
OAT	Obligations Assimilables du Trésor
Offre	Offre Publique d'Achat Simplifiée initiée par Fortune Legend Limited, portant sur le solde du capital de la Société suivie d'un retrait obligatoire
OPAS 2018	Offre publique d'achat simplifiée initiée par Fortune Fountain Capital Limited sur les actions Baccarat, ouverte du 13 décembre 2018 au 11 janvier 2019 inclus
Opération	Changement de Contrôle et Offre
Pb	Point(s) de base
Plan d'Affaires	Plan d'affaires établi par la Direction et approuvé par le Conseil d'Administration du 15 avril 2021
Prix d'Offre	190 € par Action
Projet de Note d'Information	Projet de note d'information établi par l'Initiateur
Projet de Note d'Information en Réponse	Projet de note d'information en réponse établi par la Société

Rapport	Présent rapport établi par Ledouble
Société	Baccarat SA
SWOT	<i>Strengths, Weaknesses, Opportunities, Threats</i>
Transactions Comparables	Panel de transactions constitué pour l'évaluation analogique du Groupe et de l'Action par les multiples transactionnels
WACC	<i>Weighted Average Cost of Capital</i>

1. Introduction

Dans la perspective de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée initiée par Fortune Legend Limited (l'« **Initiateur** » ou « **FLL** »)¹ sur les actions de la société Baccarat (l'« **Offre** »), nous rendons compte dans le présent rapport (le « **Rapport** ») de l'ensemble des diligences que nous avons réalisées dans le cadre de l'Opération telle que présentée ci-après (§ 1.1), et au titre de laquelle Ledouble SAS (« **Ledouble** ») a été désigné le 3 mars 2021² par les administrateurs provisoires (les « **Administrateurs Provisoires**³ ») de Baccarat (la « **Société** »), puis confirmé par le conseil d'administration de la Société (le « **Conseil d'Administration** ») du 15 avril 2021 en qualité d'expert indépendant (la « **Mission** »).

L'attestation d'équité telle que définie aux termes de l'article 262-1⁴ du règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF), en conclusion du Rapport (l'« **Attestation d'Équité** »), porte sur le caractère équitable des conditions et modalités financières de l'Offre pour les actionnaires minoritaires de la Société (les « **Actionnaires Minoritaires** »), envisagée :

- au prix de 190 € par action (le « **Prix d'Offre** ») ;
- susceptible d'être ajusté à la hausse, le cas échéant, en cas de signature d'un accord et/ou d'un engagement unilatéral contraignant avec un tiers ayant pour objet (i) le transfert par tout ou partie des actionnaires de FLL (les « **Actionnaires de Référence** »)⁵ d'une ou de plusieurs actions qu'ils détiennent au capital de l'Initiateur à un tiers ou (ii) le transfert d'une ou de plusieurs Actions par l'Initiateur à un tiers, au cours des cinq ans à compter de la décision de conformité de l'Offre (le « **Complément de Prix** »).

1.1. Contexte et termes de l'Opération

La prise de contrôle préalable de la Société, évoquée ci-après, et l'Offre constituent les principales étapes de l'Opération, qui a été précédée des annonces et événements suivants :

¹ Fortune Legend Limited est une société à responsabilité limitée de droit luxembourgeois, dont la totalité du capital et des droits de vote est aujourd'hui détenue par les entités ayant consenti en 2018 et en 2019 des prêts à la société Fortune Fountain Capital, ancien actionnaire de référence.

² La Société n'étant initialement pas en mesure de constituer le comité *ad hoc* mentionné à l'article 261-1 III du règlement général de l'AMF, le principe de notre désignation a été préalablement soumis à l'AMF pour agrément, les Administrateurs Provisoires nous ayant par la suite adressé une lettre en date du 3 mars 2021, afin de nous préciser le fondement réglementaire de notre désignation. Les points de saisine nous ont par la suite été confirmés par le Conseil d'Administration, réuni le 15 avril 2021 dans sa nouvelle composition.

³ La SCP Abitbol & Rousselet, agissant par Maître Frédéric Abitbol, et la SELARL Krebs-Suty-Gelis agissant par Maître Christophe Gelis, ont été désignées en qualité d'administrateurs provisoires de la société Baccarat par ordonnance de référé émise le 7 septembre 2020 par le Tribunal de Commerce de Nancy. L'administration provisoire a pris fin le 21 avril 2021 et la mission des Administrateurs Provisoires a été commuée à cette même date en mandat *ad hoc* par ordonnance du juge des référés du Tribunal de Commerce de Nancy.

⁴ 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. [...]. Dans l'hypothèse où l'expert se voit confier une nouvelle mission constituant le prolongement de la première, il n'est pas tenu de respecter un nouveau délai additionnel de vingt jours de négociation. Il justifie dans son rapport du délai utilisé pour l'accomplissement de sa mission, telle que prolongée ».

⁵ La liste des Actionnaires de Référence figure dans le glossaire du Rapport.

- en août 2020⁶, la Société a informé le marché que les créanciers de Fortune Fountain Capital⁷ et de sa filiale indirecte FLL avaient nommé un nouveau gérant au sein de FLL, actionnaire de contrôle de Baccarat depuis juin 2018 ;
- en septembre 2020⁸, la Société a annoncé la nomination des Administrateurs Provisoires, ayant notamment pour mission :
 - de diriger la Société et d'établir un diagnostic sur sa situation financière et juridique, afin de faire le point complet sur la situation entre ses actionnaires de contrôle et les créanciers de FLL ;
 - d'établir un premier rapport au Président du Tribunal de commerce dans un délai de quatre mois ;
- début octobre 2020⁹, la Société a annoncé la nomination de M. Hervé Martin en qualité de Directeur Groupe, en charge de la direction opérationnelle de Baccarat sous le contrôle des Administrateurs Provisoires¹⁰.

Fin décembre 2020¹¹, les créanciers de FLL ont pris le contrôle de la Société (le « **Changement de Contrôle** »), en actionnant un gage sur parts sociales qui leur avait été consenti en garantie d'un accord de financement conclu avec FLL en octobre 2019. Depuis le Changement de Contrôle, ils exercent en concert leurs droits sur la totalité du capital et des droits de vote de FLL, société holding propriétaire de 97,1% du capital et des droits de vote de la Société, et sont ainsi devenus, au travers de FLL, les nouveaux Actionnaires de Référence.

Du fait des franchissements de seuils, les Actionnaires de Référence ont fait part à la Société de leur intention :

- de déposer, par l'intermédiaire de FLL, une offre publique d'achat obligatoire¹², l'Offre ne pouvant intervenir qu'à l'issue de la mission des Administrateurs Provisoires et une fois le Conseil d'Administration nouvellement formé¹³ ;
- de demander à l'AMF la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire.

Le 15 avril 2021, l'Assemblée Générale des actionnaires de Baccarat et le Conseil d'Administration se sont successivement réunis à l'effet notamment de permettre à la Société de recomposer ses organes de gouvernance. À cette même date, le Conseil d'Administration a décidé, sous réserve du dessaisissement des Administrateurs Provisoires intervenu le 21 avril 2021¹⁴, la constitution d'un comité *ad hoc* au sein du Conseil d'Administration (le « **Comité Ad Hoc** »), en charge du suivi des travaux de Ledouble (l'« **Expert Indépendant** ») et de la préparation d'un projet d'avis motivé.

⁶ Communiqué de presse de la Société du [14 août 2020](#) : « Chiffre d'affaires du premier semestre 2020 et gouvernance de la Société ».

⁷ Actuels Actionnaires de Référence.

⁸ Communiqué de presse de la Société du [8 septembre 2020](#) : « Baccarat annonce la nomination d'administrateurs provisoires et le report de son assemblée générale ».

⁹ Communiqué de presse de la Société du [5 octobre 2020](#) : « Baccarat annonce la nomination d'un Directeur Groupe de transition ».

¹⁰ M. Hervé Martin a par la suite été nommé administrateur et Directeur Général, à l'issue de l'Assemblée Générale des actionnaires de la Société et du Conseil d'Administration qui se sont successivement réunis le 15 avril 2021.

¹¹ Communiqué de presse de la Société du [24 décembre 2020](#) : « Évolution de l'actionnariat ».

¹² Selon la procédure simplifiée régie par les articles [233-1](#) et suivants du règlement général de l'AMF, conformément aux dispositions des articles [L.433-3](#) II du Code monétaire et financier et de l'article [234-2](#) du règlement général de l'AMF.

¹³ Suite à l'assemblée générale du 15 avril 2021.

¹⁴ Par ordonnance du Président de la première chambre du Tribunal de Commerce de Nancy en date du 21 avril 2021.

L'Initiateur a établi un projet de note d'information (le « **Projet de Note d'Information** ») auquel nous nous référons.

1.2. Périmètre de l'Offre

Depuis le Changement de Contrôle, la structure du capital de la Société se présente comme suit :

Répartition du capital à la date la plus récente

Actionnaires	Nombre d'actions	% détention
FLL	806 662	97,1%
Actions détenues et administrées par la Société	8 768	1,1%
Flottant	15 283	1,8%
Actions émises	830 713	100,0%

Source : Baccarat

L'Offre porte sur la totalité des actions non détenues par l'Initiateur à l'issue du Changement de Contrôle, exclusion faite des 8.768 Actions détenues et administrées par la Société pour le bénéfice de certains membres du personnel retraité de Baccarat, soit 15.283 Actions représentant 1,8% du capital et des droits de vote de la Société, étant rappelé que celle-ci :

- n'a émis aucun autre instrument financier ou droit pouvant donner accès immédiatement ou à terme au capital social ou aux droits de vote ;
- ne dispose d'aucune action d'autocontrôle.

1.3. Financement de l'Offre

L'Initiateur prévoit de financer l'Offre sur ses fonds propres¹⁵.

1.4. Contours de la Mission

1.4.1. Modalités de désignation de Ledouble

Dans le contexte de l'administration provisoire ordonnée par le Président du Tribunal de commerce de Nancy le 7 septembre 2020, Baccarat n'a pas été en mesure de constituer le comité *ad hoc* mentionné au III de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF, préalablement à l'Assemblée Générale des actionnaires de la Société du 15 avril 2021.

Par conséquent, la Société a fait application des dispositions du I de l'article 261-1-1 du règlement général de l'AMF et indiqué à l'AMF son intention de désigner Ledouble en qualité d'expert indépendant chargé d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre. Les services de l'AMF ont par la suite confirmé aux Administrateurs Provisoires que le collège de l'AMF avait examiné cette demande lors de sa réunion du 18 décembre 2020 et ne s'était pas opposé à cette désignation.

¹⁵ Hors frais et hors Complément de Prix, le coût de l'Offre, qui s'établit à 2,9 M€, correspond au nombre d'actions visées par l'Offre (15.283) multiplié par le Prix d'Offre (190 €).

Les Administrateurs Provisoires nous ont adressé¹⁶ le 3 mars 2021 une lettre de mission précisant le fondement réglementaire de notre désignation ainsi que les éventuelles situations de conflit d'intérêts identifiées. Le Conseil d'Administration, réuni le 15 avril 2021, a pris acte de notre nomination en tant que de besoin, et nous a confirmé à ce titre les points de saisine¹⁷. Notre désignation et le Rapport répondent ainsi aux dispositions de l'article 261-1 I 1°, 4° et II¹⁸ du règlement général de l'AMF, des instructions d'application AMF n°2006-07¹⁹ et n°2006-08²⁰, ainsi que de la recommandation AMF n°2006-15²¹.

La saisine de Ledouble est ainsi justifiée par :

- le contrôle de la Société par l'Initiateur avant le lancement de l'Offre ;
- l'existence d'accords et d'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 (§ 5) ;
- le souhait de l'Initiateur de procéder à un retrait obligatoire.

1.4.2. Indépendance et compétence de Ledouble

Ledouble est indépendant de la Société, des Actionnaires de Référence, de l'Initiateur, ainsi que de leurs conseils respectifs (les « **Conseils** »²²) et de l'établissement présentateur de l'Offre²³ (l'« **Établissement Présentateur** »).

Nous confirmons notre indépendance au sens des articles 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF conformément aux dispositions de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF, et 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 Présentateur²⁴ ;

¹⁶ En application de l'article 1 de l'instruction AMF n°2006-08.

¹⁷ La lettre des Administrateurs Provisoires, qui nous avait été adressée en date du 3 mars 2021 (**Annexe 1**), prévoyait l'éventualité d'accords conclus entre les dirigeants de la Société et l'Initiateur, visés par les dispositions de l'article 261-1 I 2° du règlement général de l'AMF. En l'absence de tels accords, le Conseil d'Administration a restreint notre désignation sur le fondement des dispositions de l'article 261-1 I 1°, 4° et II du règlement général de l'AMF.

¹⁸ 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° Lorsque la société visée est déjà contrôlée au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce, avant le lancement de l'opération, par l'initiateur de l'offre ; [...]

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 ; [...]

II. - La société visée désigne également un expert indépendant préalablement à la mise en œuvre d'un retrait obligatoire sous réserve des dispositions de l'article 237-3 ».

¹⁹ « Offres publiques d'acquisition ».

²⁰ « Expertise indépendante ».

²¹ « Expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières ».

²² La liste des Conseils figure dans le glossaire du Rapport.

²³ Mediobanca.

²⁴ Les expertises indépendantes publiques que nous avons réalisées au cours des dernières années (2015 à 2021) sont recensées avec le nom des établissements présentateurs en **Annexe 7**.

- nous ne nous trouvons dans aucun des cas de conflits d'intérêts visés à l'article 1 de l'instruction AMF n°[2006-08](#), étant rappelé que notre intervention dans le cadre de la précédente offre visant les titres Baccarat (l'« **OPAS 2018** »)²⁵ est antérieure de plus de 18 mois à la date de notre désignation pour la présente expertise indépendante.

Nous sommes donc en mesure d'accomplir la Mission en toute indépendance. Nous disposons par ailleurs des moyens humains²⁶ et matériels nécessaires à sa réalisation.

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**.

1.5. Diligences effectuées

Pour l'essentiel, nos diligences ont consisté en la prise de connaissance du contexte et du corpus juridique de l'Opération incluant les Accords Connexes, des caractéristiques de l'Initiateur, de l'activité et de l'environnement de la Société et de ses filiales (le « **Groupe** »), et en une valorisation multicritère du Groupe et de l'Action (l'« **Évaluation Multicritère** »), en vue d'apprécier :

- le caractère équitable, pour les Actionnaires Minoritaires, du Prix d'Offre ;
- l'absence d'éléments, dans les Accords Connexes, susceptibles de préjudicier aux intérêts des Actionnaires Minoritaires.

Ces diligences, qui ont été conduites parallèlement aux réunions, entretiens et échanges de courriels que nous avons eus, tout au long de la Mission²⁷, avec les représentants de la Société et de l'Initiateur, ainsi que les Conseils et l'Établissement Présentateur²⁸, se sont fondées notamment²⁹ sur :

- la prise de connaissance du contexte de l'Opération, en particulier des changements de gouvernance récents et des modalités du Changement de Contrôle ;
- la documentation juridique relative à l'Offre, incluant les Accords Connexes ;
- l'analyse du projet de Note d'Information, puis du projet de note d'information en réponse de la Société (le « **Projet de Note d'Information en Réponse** »), dans le cadre du dépôt du projet d'Offre auprès de l'AMF ;
- les informations publiques et réglementées disponibles sur le site Internet³⁰ de la Société ;
- les informations disponibles sur le marché et les secteurs sur lesquels le Groupe est positionné ;

²⁵ Offre publique d'achat simplifiée initiée par Fortune Fountain Capital Limited, ouverte du 13 décembre 2018 au 11 janvier 2019 inclus.

²⁶ 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**.

²⁷ Le programme de travail mis en œuvre et le montant des honoraires perçus dans le cadre de la Mission sont indiqués en **Annexe 2**. Les principales étapes de la Mission sont recensées en **Annexe 3**.

²⁸ La liste des principales personnes rencontrées et/ou contactées durant la Mission figure en **Annexe 4**.

²⁹ La base documentaire ayant servi de support à nos travaux figure en **Annexe 5**.

³⁰ <http://baccarat-finance.com/>

- la revue des délibérations du Conseil d'Administration et des décisions prises en Assemblée Générale des actionnaires antérieurement à l'Opération ;
- la consultation du rapport émis par les Administrateurs Provisoires dans le cadre de leur mission ainsi que des rapports de *due diligence* réalisés par des tiers à leur demande ;
- l'examen des performances opérationnelles du Groupe depuis le précédent changement de contrôle intervenu en 2018, ainsi que de l'impact de la crise sanitaire ;
- l'analyse du cours de bourse de la Société ;
- l'étude approfondie et critique des données budgétaires et des prévisions à moyen terme du Groupe élaborées par le management de Baccarat (la « **Direction** ») ;
- l'examen du suivi budgétaire jusqu'à l'émission du Rapport³¹ ;
- l'exploitation de nos bases de données sectorielles³² et financières³³, tant en ce qui concerne le Groupe que ses compétiteurs ;
- la recherche d'éventuelles manifestations d'intérêt récentes qui auraient pu être exprimées par des investisseurs pour l'acquisition des titres de la Société ou de tout ou partie du fonds de commerce du Groupe ;
- la revue des travaux de l'Établissement Présentateur et la comparaison avec notre Évaluation Multicritère ;
- l'appréciation du Prix d'Offre au regard de l'Évaluation Multicritère et de nos analyses de sensibilité à divers paramètres structurant la valorisation du Groupe, ainsi que des Accords Connexes.

Nous avons en outre obtenu la confirmation auprès de la Direction et de l'Initiateur de l'ensemble des éléments significatifs que nous avons exploités dans le cadre de la Mission.

1.6. Limites de la Mission

Conformément à la pratique usuelle en matière d'expertise indépendante, nos travaux n'avaient 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 l'ensemble des informations qui nous ont été communiquées par nos interlocuteurs était fiable et transmis de bonne foi.

Le Rapport 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 dans laquelle est inséré le Rapport, qui seul engage sa responsabilité.

³¹ Nous avons eu accès au suivi budgétaire à fin mars 2021, la Direction nous ayant indiqué que le *reporting* à fin avril 2021 n'était pas encore disponible.

³² Dont Xerfi.

³³ *Bloomberg*, *Capital IQ* (paramètres financiers et comparables boursiers) et *Mergermarket* (comparables transactionnels).

1.7. Plan du Rapport

Nous présentons, ci-après, successivement :

- l'environnement, l'activité et les performances du Groupe (§ 2) ;
- l'Évaluation Multicritère et la synthèse de nos travaux (§ 3) ;
- l'analyse des éléments de valorisation de l'Établissement Présentateur (§ 4) ;
- l'analyse des Accords Connexes (§ 5) ;
- les observations formulées par les Actionnaires Minoritaires (§ 6) ;
- la synthèse de nos diligences (§ 7) ;
- en conclusion l'Attestation d'Équité (§ 8).

1.8. 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 du Rapport.

2. Présentation du Groupe et de son marché

Nous présentons succinctement l'activité historique du Groupe (§ 2.1), en lien avec l'évolution récente de son environnement (§ 2.2), ainsi que ses performances historiques (§ 2.3).

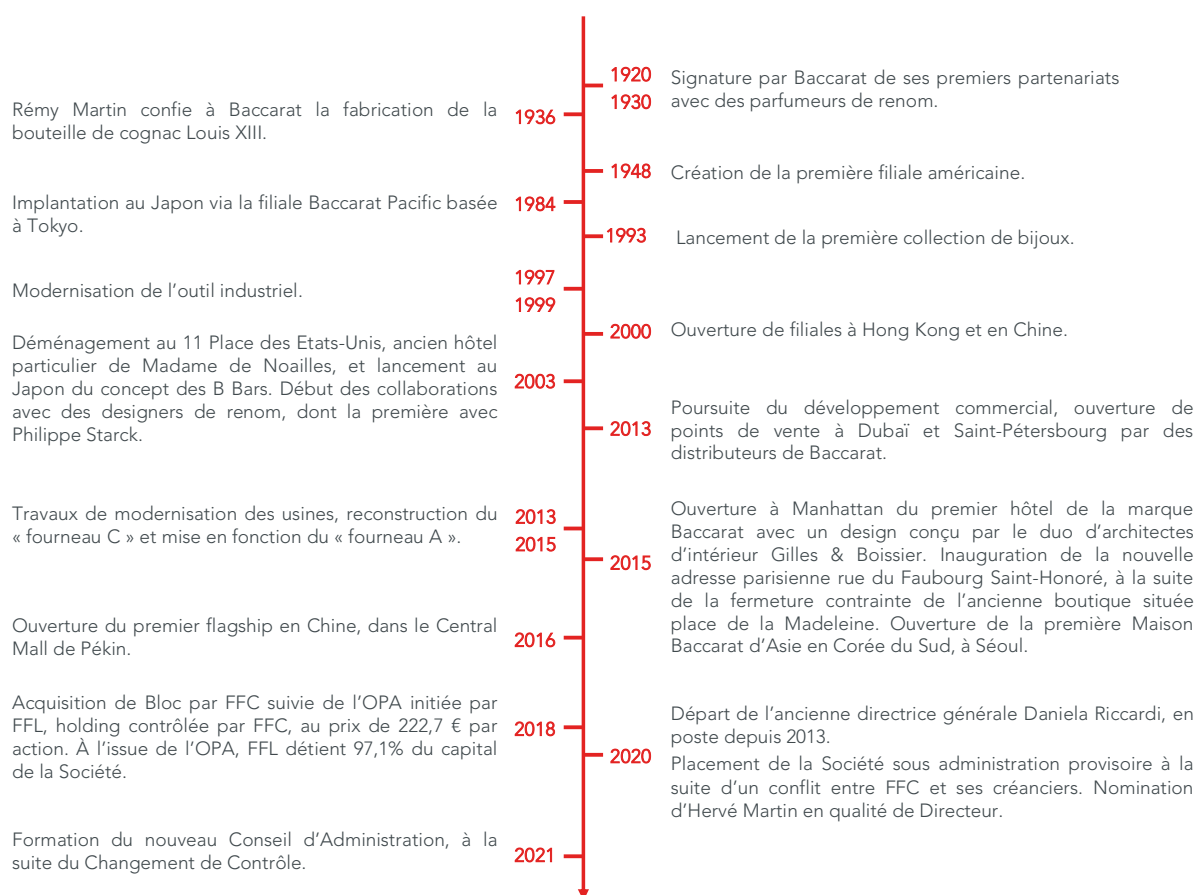
Ces informations, complétées par une analyse SWOT (§ 2.4), permettent d'apprécier les principaux facteurs de risques inhérents au Groupe et à son environnement pris en compte dans nos travaux d'évaluation.

2.1. Présentation de Baccarat

2.1.1. Historique du Groupe

Fondée en 1764, Baccarat est devenue une marque de luxe reconnue à l'international, et fait aujourd'hui partie des acteurs leaders sur le marché des produits en cristal haut-de-gamme.

Nous retenons, ci-après, quelques dates clés donnant un aperçu de l'historique du Groupe qui, depuis le 20^{ème} siècle, s'est développé et internationalisé par des partenariats, la création de filiales et l'ouverture de *flagships*³⁴ à l'étranger :



³⁴ Magasins phares ayant vocation à devenir la vitrine du Groupe.

2.1.2. Activités du Groupe

L'activité historique de Baccarat consiste essentiellement en la conception, la fabrication et la commercialisation d'objets en cristal haut-de-gamme, le Groupe ayant par ailleurs accordé des licences d'utilisation de la marque, en lien avec le développement d'activités d'hôtellerie³⁵ et de parfums et cosmétique.

Les grandes familles de produits commercialisés par Baccarat appartiennent aux univers des arts de la table, de la décoration, du luminaire, du flaconnage et des bijoux. À ce jour :

- les produits liés aux arts de la table et de la décoration représentent plus de la moitié des ventes du Groupe ;
- le solde est composé des revenus issus des ventes de luminaires et de bijoux, de l'activité de flaconnage³⁶ et des licences d'utilisation de la marque Baccarat.

La distribution des produits est réalisée par plusieurs canaux :

- vente directe au consommateur³⁷, opérée via un réseau de boutiques gérées en propre ou par des tiers avec lesquels le Groupe conclut des accords de distribution, ainsi que par l'intermédiaire de revendeurs multimarques en exécution de contrats de concession ;
- vente à des professionnels³⁸, le Groupe intervenant tant à la demande des architectes et des décorateurs que pour l'industrie du flaconnage ou des programmes de cadeaux d'entreprises ;
- le commerce en ligne qui, en dépit d'une forte croissance, représente aujourd'hui une part encore marginale du chiffre d'affaires consolidé.

Le Groupe dispose d'un site de production historique, situé à Baccarat en Lorraine, où la majorité des produits qu'il commercialise sont fabriqués. Le savoir-faire des employés du Groupe, dont certains reconnus « Meilleurs Ouvriers de France », contribue à la valeur de la marque Baccarat et à son attrait pour un « art de vivre à la française » qui séduit en particulier les consommateurs étrangers.

Le Groupe opère majoritairement à l'export, notamment en Asie³⁹, région portée par l'émergence d'une classe moyenne et aisée attirée par la consommation de produits de luxe. Baccarat dispose de boutiques qui participent également au rayonnement de la marque.

Au cours de l'année 2019, le Groupe a ouvert trois nouvelles boutiques⁴⁰. L'année 2020 a été marquée par l'ouverture et l'exploitation par Harrods d'un bar Baccarat dans l'enceinte du grand magasin londonien⁴¹. En 2021, le Groupe a procédé, dans le contexte de la crise sanitaire, à la fermeture des boutiques à Milan et à Shanghai.

³⁵ Activité d'hôtellerie lancée en 2007 avec la conclusion d'un contrat de licence de marque entre Baccarat et SCBA, filiale de Starwood Capital Group Global.

³⁶ Vente de contenants pour les industries opérant dans le domaine des spiritueux de luxe et des parfums et cosmétiques.

³⁷ *Business to consumers (B2C)*.

³⁸ *Business to business (B2B)*.

³⁹ En particulier au Japon, en Chine et à Hong Kong.

⁴⁰ Miami, Milan et Shanghai.

⁴¹ Dans le cadre d'un contrat de licence de marque consentie à Harrods. Source : Baccarat, rapport financier annuel 2020, p. 13 et p. 97.

L'implantation géographique du Groupe est la suivante :

Implantation géographique du Groupe



Source : Société

À ce jour, le Groupe opère directement 25 boutiques ainsi que 3 B bars au Japon, les bars et restaurants en Europe étant sous contrats de licence⁴². Baccarat dispose également de points de vente dans des grands magasins⁴³.

2.1.3. Contexte réglementaire

Les produits commercialisés historiquement par Baccarat, qui bénéficient de l'appellation « cristal », contiennent du plomb. Ce composant facilite le travail de la matière en la rendant plus souple, et influe également sur la sonorité, l'éclat et la finesse du produit fini.

L'évolution du cadre réglementaire et des attentes des consommateurs, en réaction aux conséquences des effets du plomb sur la santé, constitue un enjeu clé pour la manufacture dont les fours devront bientôt être remplacés⁴⁴.

Les acteurs du cristal ont historiquement bénéficié de certaines dérogations⁴⁵ mises en place dans le but de préserver leur savoir-faire et de limiter temporairement les impacts socio-

⁴² La boutique de Miami ouverte en propre en 2019 intègre une activité de bar et de petite restauration.

⁴³ Department stores.

⁴⁴ Les fours utilisés pour la production de cristal ont une durée de vie estimée de 8 ans, leur remplacement devant être décidé suffisamment en amont afin de garantir la continuité d'exploitation.

⁴⁵ À titre d'exemples :

- la commercialisation de luminaires en cristal est rendue possible par la directive déléguée (UE) 2019/174 de la Commission du 16 novembre 2018 modifiant, aux fins de son adaptation au progrès scientifique et technique, l'annexe III de la directive 2011/65/UE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne une exemption relative au plomb dans le verre cristal tel que défini dans la directive 69/493/CEE ;
- la commercialisation de bijoux en cristal est prévue par l'annexe 1 de la directive 69/493/CEE.

économiques de la filière. Dès les années 2000, certains verriers et industriels ont toutefois cherché à développer des formulations alternatives⁴⁶ aux propriétés proches du cristal⁴⁷.

Du fait de son positionnement haut de gamme et de ses procédés de fabrication artisanale, le Groupe doit satisfaire, en sus des contraintes réglementaires, les exigences de ses clients en matière de qualité, et offrir un matériau compatible avec les procédés utilisés par la manufacture.

Dans la mesure où les principales familles de produits qu'il commercialise sont affectées par le durcissement de la réglementation européenne⁴⁸ et internationale, le Groupe a initié en 2015 un projet de recherche et développement afin de concevoir un nouveau matériau sans plomb, devant répondre à ces différentes contraintes.

Bien que les premiers résultats du projet engagé par Baccarat soient encourageants, le Groupe est confronté :

- à court et moyen terme :
 - au risque de non-renouvellement de certaines dérogations et/ou de contrats (e.g. activité de flaconnage réalisée historiquement avec la maison de cognac Rémy Martin) ;
 - à d'éventuelles mesures spécifiques qui pourraient être rendues obligatoires (e.g. renforcement des contrôles qualité sur la chaîne logistique, informations aux consommateurs) ;
- à plus long terme :
 - aux risques inhérents à un changement de modèle économique et de procédé de fabrication. En particulier, l'abandon par Baccarat du cristal au profit d'un nouveau matériau constitue un choix stratégique comportant des risques en termes d'investissements, d'implémentation au niveau de la chaîne de production, d'image de marque et de perception des produits par la clientèle historique ;
 - de manière plus générale, aux problématiques environnementales susceptibles d'affecter l'activité et/ou la rentabilité du Groupe.

2.1.4. Environnement et tendances du marché du luxe⁴⁹

Le marché du luxe, qui repose sur des fondamentaux différents des autres secteurs économiques, est historiquement corrélé aux indicateurs de richesse et à la croissance du tourisme.

⁴⁶ Ces produits sont habituellement commercialisés sous l'appellation Cristallin.

⁴⁷ À titre d'exemple, le groupe Arc International a lancé en 2006 une gamme de verres produits à base de « Kwarx », matière sans plomb qui offre une qualité comparable à celle du cristal.

⁴⁸ À titre d'exemples, en Europe :

- le marché des arts de la table est soumis à la directive n°84/500/CEE « relative au rapprochement des législations des États membres en ce qui concerne les objets céramiques destinés à entrer en contact avec les denrées alimentaires », en cours de révision par la Commission Européenne ;
- la production des luminaires doit répondre aux exigences des directives relatives aux produits électriques et électroniques.

⁴⁹ 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.

En relation avec les marchés sur lesquels Baccarat intervient, nous présentons ci-après les principales caractéristiques des « biens personnels de luxe » (§ 2.1.4.1) et de « l'hôtellerie de luxe et de l'hospitalité » (§ 2.1.4.2). Nous évoquons également l'incidence de la crise sanitaire sur l'environnement du Groupe et ses perspectives (§ 2.1.4.3).

2.1.4.1. Marché des biens personnels de luxe

Les études menées sur le marché des biens personnels de luxe portent sur des segments plus ou moins étendus. Ce marché regroupe notamment les métiers de la couture et de la mode, de l'horlogerie et de la joaillerie, du parfum et des arts de la table. Il est dominé par des multinationales disposant de larges portefeuilles de marques telles que LVMH, Kering ou Richemont.

Quel que soit l'univers, les produits et services sur ce marché présentent certaines spécificités :

- les maisons officiant sur le marché du luxe cherchent à introduire une relation d'exclusivité fidélisant leur clientèle, et non à plaire au plus grand nombre. Les marques de luxe doivent par conséquent s'adapter aux caractéristiques et aux exigences d'une clientèle internationale exigeante, notamment sur les nouveaux marchés ;
- l'élasticité de la demande au prix n'évolue pas de la même manière que pour les produits de base ; par exemple, la demande d'une clientèle attachée au caractère sélectif des produits et à la qualité peut s'accroître lorsque le prix augmente ;
- la communication est axée davantage sur la marque et sur le savoir-faire de l'entreprise que sur la qualité intrinsèque des produits commercialisés, dans le but de créer un univers autour des codes du luxe, et de vendre au consommateur une « expérience ».

Selon le cabinet de conseil en stratégie et management Bain & Company, le marché du luxe a connu une croissance régulière de l'ordre de 8% par an sur la période 2014 à 2019⁵⁰.

Sur cette période, la croissance a été essentiellement tirée par l'Asie, et plus particulièrement la Chine, à l'origine de près de 90% de la croissance du secteur en 2019 et représentant désormais près de 35% du marché en termes de valeur⁵¹.

En dehors de l'Asie, les principales évolutions régionales ont été les suivantes :

- en Europe, le marché a connu une croissance limitée à 1% à taux de change constant ; cette croissance est contrastée entre les pays, l'Espagne et le Royaume-Uni ayant connu des niveaux de croissance plus importants⁵² ;
- aux États-Unis, le niveau élevé du dollar et la guerre commerciale avec la Chine ont pénalisé le tourisme qui génère une part significative de la consommation des produits de luxe ;
- au Japon, la croissance nationale a été soutenue par la consommation des touristes chinois.

⁵⁰ En tenant compte des biens personnels de luxe et du mobilier *design*. Source : Bain & Company, Altagamma (2020), [*Worldwide luxury market monitor*](#)

⁵¹ Source : Bain & Company (2020), [*2019 Luxury Goods Worldwide Market Study*](#)

⁵² L'Espagne grâce au tourisme, et le Royaume-Uni par des effets de change.

Les principales tendances observées par canal de distribution sont les suivantes⁵³ :

- la consommation en boutique reste le canal de distribution privilégié des biens personnels de luxe avec 88% des ventes réalisées, dont 30% des ventes⁵⁴ dans les boutiques détenues en propre par les marques ;
- les ventes en ligne constituent le relais de croissance avec 23% d'augmentation annuelle moyenne entre 2014 et 2019 ;
- les ventes de biens de seconde main commencent à émerger en Europe et aux États-Unis, portées par des consommateurs plus jeunes et soucieux de l'impact de leur consommation sur l'environnement ; la réticence des consommateurs asiatiques envers la seconde main en fait néanmoins un marché actuellement marginal.

2.1.4.2. Marché de l'hôtellerie de luxe et de l'hospitalité

De manière générale, l'hôtellerie est liée à l'évolution du tourisme, qui avait continué de progresser en 2019 avec une augmentation du nombre de touristes de 4%, croissance observée depuis 2015⁵⁵. Les touristes internationaux proviennent en grande partie d'Asie, et notamment de Chine⁵⁶. Avant la crise sanitaire, l'Europe restait la destination privilégiée⁵⁷, la France comptant le plus grand nombre de voyageurs étrangers.

En 2019, le marché de l'hôtellerie de luxe et de l'hospitalité⁵⁸ représentait un volume d'affaires de plus de 260 Md\$, et connaissait une croissance annuelle moyenne depuis 2010 supérieure à celle des biens personnels de luxe. De nombreux groupes et maisons de luxe⁵⁹ ont développé sur ce marché un réseau d'hôtels, de restaurants et de musées, en s'associant parfois avec des professionnels de l'hôtellerie. Pour ces acteurs, l'hospitalité n'a pas nécessairement vocation à devenir une source première de rentabilité, mais constitue une opportunité de développement de leur image et de promotion de leur savoir-faire.

2.1.4.3. Impact de la crise sanitaire et perspectives

La pandémie de Covid-19 (la « **Crise** ») a fortement freiné la consommation de produits de luxe, qui s'est contractée d'environ 20% en 2020.

Les mesures sanitaires imposées pour lutter contre la propagation du virus ont entraîné la fermeture des commerces ainsi qu'un fléchissement du tourisme et des loisirs. La progression des ventes en ligne enregistrée durant cette période⁶⁰ n'a pas suffi à combler la perte du chiffre d'affaires habituellement réalisé en boutiques, canal de vente qui reste privilégié pour les produits de luxe.

⁵³ Source : Bain & Company (2020), [Luxury Goods Worldwide Market Study, Fall-Winter 2019](#)

⁵⁴ Entre 2014 et 2019. Source : Bain & Company (2020), [Luxury Goods Worldwide Market Study, Fall-Winter 2019](#)

⁵⁵ Source : [Organisation mondiale du tourisme](#), Analyses Ledouble.

⁵⁶ La Chine regroupe le plus grand volume de touristes internationaux.

⁵⁷ Avec plus de 50% des arrivées de touristes étrangers en 2019. Source : [Organisation mondiale du tourisme](#)

⁵⁸ Incluant les segments hôtellerie, gastronomie et croisière. Source : Bain & Company (2020), [2019 Luxury Goods Worldwide Market Study](#)

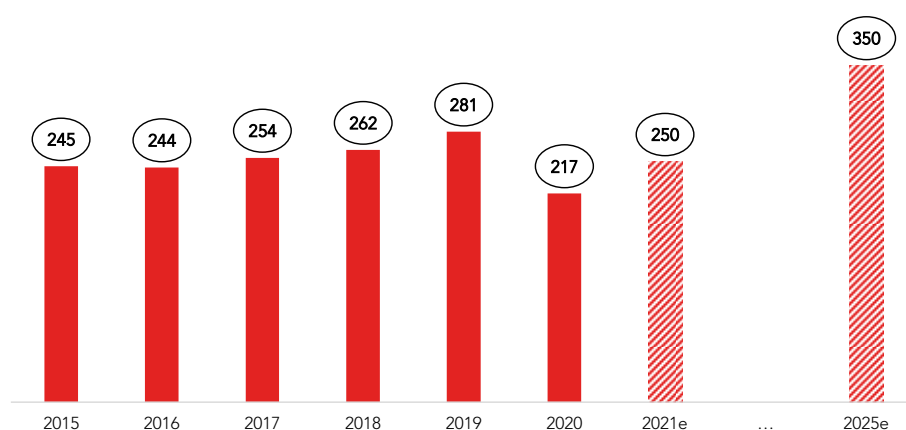
⁵⁹ Tels que Baccarat, Lalique, LVMH, Versace.

⁶⁰ La part des achats de biens personnels de luxe réalisés en ligne est passée de 12% à 23% entre 2019 et 2020. Source : Bain & Company, Altagamma (2020), [Worldwide luxury market monitor](#)

Bien que les marchés du luxe affichent une certaine résilience à la conjoncture économique⁶¹, l'ampleur de la Crise a conduit à court terme les ménages parmi les plus aisés à freiner leur consommation et à épargner.

Les caractéristiques de la demande des produits de luxe (§ 2.1.4.1) et l'engouement observé sur les marchés des arts de la table et de la décoration d'intérieur devraient toutefois favoriser à moyen terme le retour à un volume comparable, voire supérieur à celui d'avant Crise :

Évolution attendue du chiffre d'affaires des biens personnels de luxe (en Md\$)



Source : Bain & Company

Pour de nombreux acteurs, l'horizon de redressement et le niveau de croissance restent toutefois conditionnés à la reprise du tourisme et à l'adaptation de leur stratégie de mode de distribution, la pandémie ayant accentué les tendances du *e-commerce* observées au cours de la dernière décennie.

En parallèle, le poids de la Chine dans la consommation des produits de luxe devrait poursuivre sa croissance de manière soutenue et représenter d'ici 2025 le premier marché au monde⁶².

2.2. Analyse historique de la performance du Groupe

Nous résumons dans le présent chapitre notre analyse des performances du Groupe sur un historique de cinq ans.

2.2.1. Résultats publiés

Nous présentons, ci-après, quelques indicateurs de résultats publiés par le Groupe sur la période 2016-2020⁶³, couverte par notre analyse.

⁶¹ Ce constat se vérifie essentiellement pour les produits qui relèvent de l'« hyperluxe ».

⁶² Source : Bain & Company, Tmall Luxury Division (2020), [China's Unstoppable 2020 Luxury Market](#)

⁶³ Le tableau, présenté ci-après, recense des données incluses dans le compte de résultat publié par la Société, étant rappelé que les exercices 2019 et 2020 ont été affectés par l'application de la norme IFRS 16 « Contrats de location ».

Compte de résultat publié

M€	déc.-16	déc.-17	déc.-18	déc.-19	déc.-20
Chiffre d'affaires	148,3	146,6	150,9	164,0	144,7
Croissance (%)	(0,9%)	(1,2%)	2,9%	8,7%	(11,8%)
Résultat opérationnel courant	6,5	7,7	8,0	11,8	4,5
% chiffre d'affaires	4,4%	5,2%	5,3%	7,2%	3,1%
Résultat opérationnel	5,2	6,7	6,4	9,6	4,2
% chiffre d'affaires	3,5%	4,6%	4,2%	5,9%	2,9%
Résultat net - part du Groupe	2,2	3,4	4,8	7,0	0,1
% chiffre d'affaires	1,5%	2,3%	3,2%	4,3%	0,0%

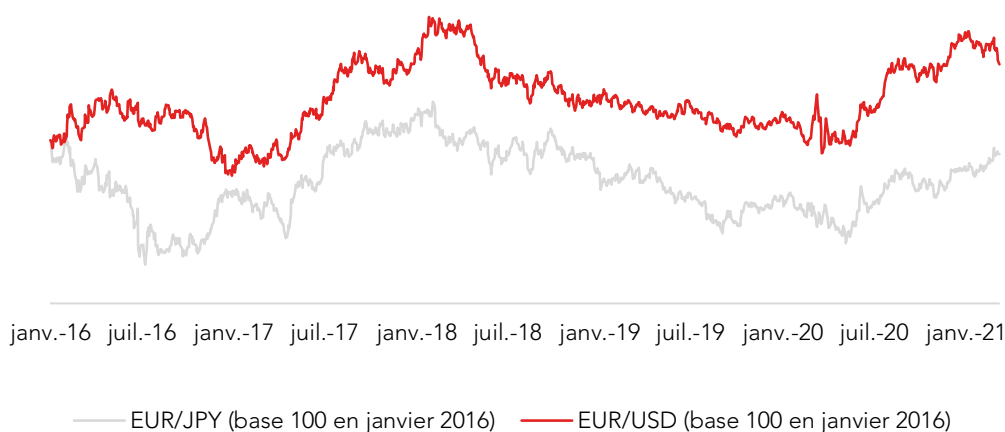
Source : Rapports financiers annuels

Le Groupe a tendanciellement amélioré ses résultats avant la Crise, l'exercice 2019 constituant un pic de rentabilité historique. Notre analyse de l'évolution du chiffre d'affaires, de la rentabilité et de la capacité du Groupe à générer des flux de trésorerie, est détaillée *infra*.

2.2.2. Risque de change

Le Groupe réalise une part importante de son activité hors de la Zone Euro, notamment au Japon et aux États-Unis. Pour les ventes réalisées localement, l'évolution du taux de change impacte directement le chiffre d'affaires et la marge opérationnelle du Groupe exprimés en euros.

Évolution du taux de change



Source : Bloomberg, analyses Ledouble

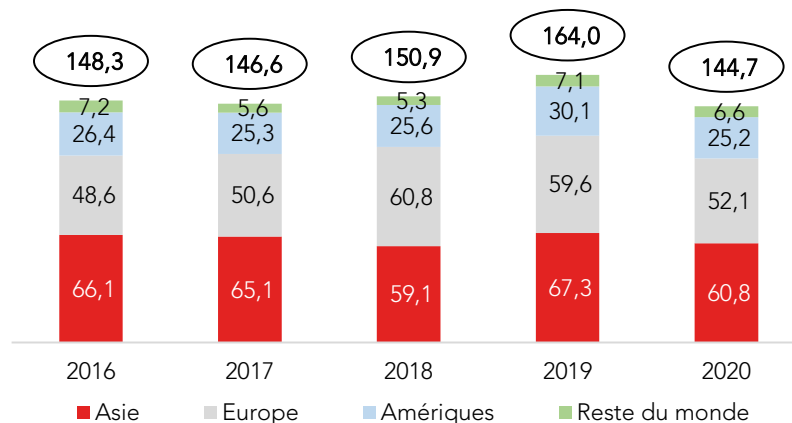
En 2017 et 2018, le chiffre d'affaires du Groupe a été affecté par le renforcement de l'euro face aux devises japonaises et américaines. En 2020, à l'inverse, le Groupe a bénéficié d'une dépréciation de l'euro face au yen et au dollar.

Pour faire face au risque de change, le Groupe se couvre au travers de contrats de vente à terme en dollars (USD) et en yens (JPY).

2.2.3. Évolution du chiffre d'affaires

Le chiffre d'affaires consolidé et sa répartition géographique ont évolué comme suit :

Évolution du chiffre d'affaires (M€)



Source : Rapports financiers annuels

Les revenus du Groupe sont restés relativement stables sur la période 2016 à 2018, puis ont marqué une nette progression en 2019, exercice au cours duquel le Groupe a enregistré le chiffre d'affaires le plus élevé des dix dernières années. En 2020, exercice marqué par la Crise, le chiffre d'affaires consolidé s'est contracté de 12%.

Ces constats doivent toutefois être nuancés en fonction des zones géographiques.

- En Asie, première zone contributrice aux revenus du Groupe depuis 2014, le chiffre d'affaires a été ponctué sur la période examinée par la réalisation d'« affaires spéciales »⁶⁴ (i.e. ventes non récurrentes), et a été impacté par l'évolution des devises asiatiques par rapport à l'Euro et en particulier du Yen, le Japon représentant plus de 70% du chiffre d'affaires de la zone. À taux de change courants, le chiffre d'affaires en Asie a enregistré une croissance annuelle moyenne inférieure à 1% sur la période 2016-2019, constat qu'il convient toutefois de nuancer, le ralentissement des revenus enregistrés par Baccarat au Japon masquant la croissance des ventes en Chine.
- En Europe, après une très bonne performance commerciale en 2018, en particulier sur l'activité flaconnage, les revenus ont légèrement baissé en 2019, le dynamisme des projets réalisés auprès des architectes et des décorateurs n'ayant pas permis de compenser le ralentissement des ventes réalisées en boutiques et auprès des distributeurs.
- Dans la zone Amériques, dont les ventes proviennent essentiellement des États-Unis⁶⁵, le chiffre d'affaires sur la période 2016 à 2018 a été relativement stable malgré les difficultés rencontrées en Amérique Latine et l'effet défavorable du taux de change⁶⁶. En 2019, le dynamisme des ventes, tous canaux confondus, a permis d'atteindre une croissance à deux chiffres.

⁶⁴ En 2018, en l'absence de ce type d'opérations, le chiffre d'affaires de la zone avait reculé de 9%.

⁶⁵ Les États-Unis représentent près de 90% du chiffre d'affaires consolidé de la zone Amériques.

⁶⁶ En 2018, la croissance du chiffre d'affaires dans la zone Amériques était de 6% à taux de change comparables versus 1% à taux de change courants. A contrario, l'évolution des devises a profité à la zone en 2019, la croissance du chiffre d'affaires s'établissant à 12% à taux de change comparables versus 18% à taux de change courants.

En 2020, les activités du Groupe ont accusé un repli sur l'ensemble des zones géographiques, la Crise ayant eu pour conséquences :

- un arrêt de la production à la manufacture à partir de mi-mars, qui a repris progressivement à partir du mois de mai ;
- la fermeture contrainte des points de vente à la fin du premier trimestre en Chine, puis en Europe de l'Ouest, aux États-Unis et au Japon ;
- l'obligation pour le Groupe, au second semestre, de satisfaire les nouvelles restrictions gouvernementales (horaires aménagés des boutiques, limites de fréquentation, nouvelles fermetures).

Les mesures prises à l'échelle mondiale pour combattre la pandémie ont pesé sur la demande, la croissance des ventes e-commerce ayant permis de compenser seulement partiellement la baisse des revenus du Groupe. La très bonne tenue des ventes de la fin d'année 2020 lui a toutefois permis de rattraper une partie de son retard à la fin du second semestre.

La reprise de l'activité en fin d'année 2020 s'est poursuivie au premier trimestre 2021⁶⁷, avec une hausse du chiffre d'affaires de 16% à taux de changes comparables par rapport au premier trimestre 2019, l'ensemble des régions ayant contribué au dynamisme des ventes⁶⁸.

Sur l'ensemble de la période examinée, le Groupe est parvenu à développer l'activité de licences de la marque Baccarat, induisant un accroissement des redevances perçues, qui à ce jour restent toutefois concentrées sur quelques contrats⁶⁹.

2.2.4. Évolution de la rentabilité opérationnelle

Le graphe suivant illustre l'évolution des taux de marge d'EBITDA⁷⁰ et d'EBIT⁷¹. Afin d'aboutir à une présentation homogène, nous avons retraité les taux de marge 2019 et 2020 de l'incidence de la norme IFRS 16 « Contrats de location ».

⁶⁷ Communiqué de presse de la Société du [10 mai 2021](#) : « Fort dynamisme de l'activité au premier trimestre 2021 ».

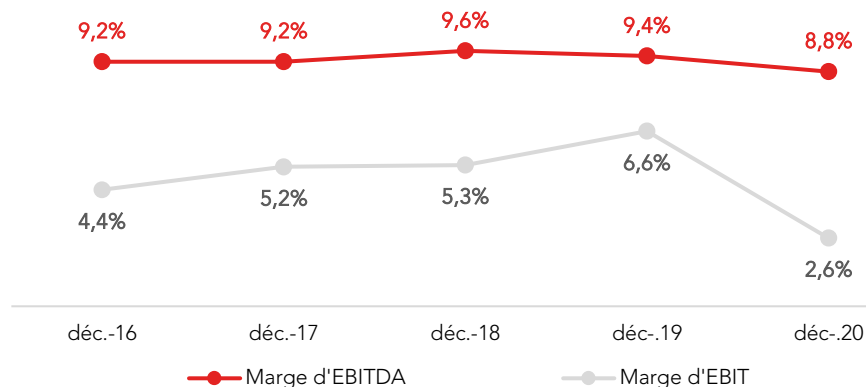
⁶⁸ Seule la zone Asie hors Japon a enregistré un chiffre d'affaires en retrait par rapport au premier trimestre 2019, du fait d'un volume important d'affaires spéciales au cours du premier trimestre 2019.

⁶⁹ Notamment sur le secteur du parfum et de la cosmétique.

⁷⁰ *Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation & Amortization*. Nous rappelons que l'EBITDA, en tant qu'indicateur alternatif de performance, est une notion dont la construction n'est pas normée et, dès lors, peut varier selon les émetteurs et les circonstances ; notre estimation de la marge d'EBITDA est par conséquent susceptible de différer du montant calculé par le Groupe pour les besoins de son reporting interne ou le contrôle du respect de ses engagements financiers. Nous avons assimilé l'EBITDA au résultat opérationnel courant, avant (i) dotations aux amortissements et aux provisions nettes des reprises et (ii) autres produits et charges opérationnels courants, et l'avons retraité de l'incidence de la norme IFRS 16. La Société publie une marge d'EBITDA intégrant certaines dotations et reprises de provisions.

⁷¹ *Earnings Before Interests and Taxes*. L'agrégat historique que nous présentons correspond au résultat opérationnel courant, retraité de l'incidence de la norme IFRS 16.

Évolution de la rentabilité du Groupe (%)



Source : Analyses Ledouble

Au cours des cinq derniers exercices, hors impact des amortissements et provisions⁷², la marge opérationnelle du Groupe est restée relativement stable, l'EBITDA s'établissant entre 9% et 10% du chiffre d'affaires consolidé.

Les mesures de soutien mises en place par certains gouvernements ainsi que les actions menées par le Groupe ont limité la dégradation de la marge d'EBITDA en 2020.

Sur cette même période, l'EBIT a oscillé entre 3%⁷³ et 7%⁷⁴ du chiffre d'affaires consolidé, les variations constatées résultant notamment des mouvements sur les provisions constituées par le Groupe.

2.2.5. Flux de trésorerie

En synthèse de notre analyse de la performance historique du Groupe, nous présentons, ci-après, l'évolution des flux opérationnels et d'investissements sur la période 2016 à 2020, en détaillant l'évolution :

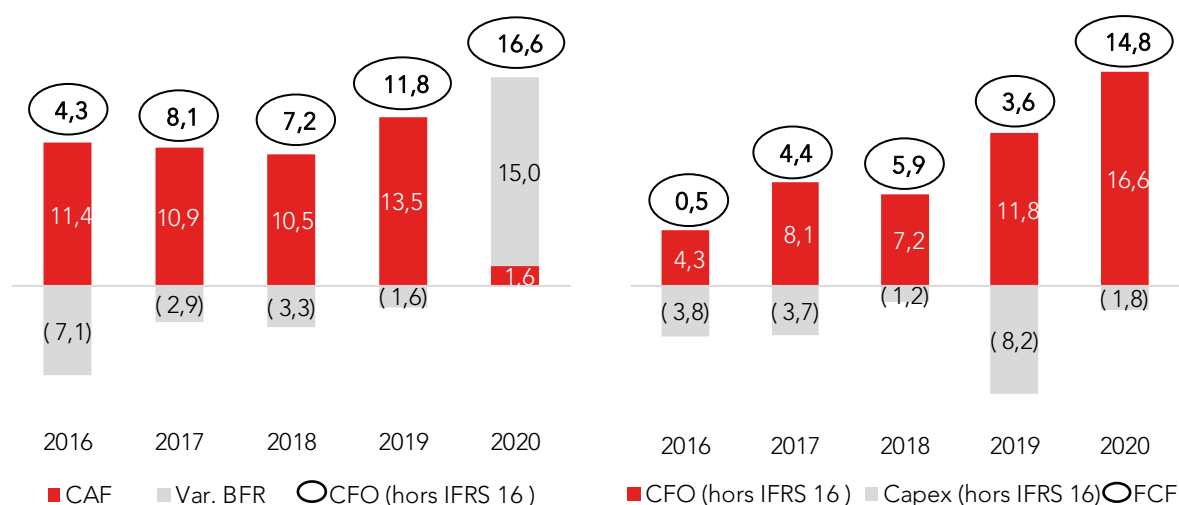
- du *cash-flow* opérationnel (**CFO**), ventilé entre la capacité d'autofinancement (**CAF**) et la variation du besoin en fonds de roulement (**BFR**) ;
- du flux de trésorerie disponible (ou *free cash-flow*, **FCF**), formé des *cash-flows* opérationnels et des *cash-flow* d'investissement (**Capex**).

⁷² Provisions pour dépréciation de l'actif circulant et/ou provisions pour risques et charges.

⁷³ En 2020, la dépréciation d'une partie des stocks et des créances clients a contribué à dégrader le résultat opérationnel courant consolidé.

⁷⁴ Le pic de résultat opérationnel courant se rattache à l'exercice 2019, au cours duquel le Groupe a enregistré un chiffre d'affaires record, et les dotations aux provisions nettes de reprise se sont soldées par un produit net de 0,7 M€ (contre une charge nette de 1,0 M€ en 2018).

Évolution des flux de trésorerie du Groupe⁷⁵



Source : Rapports financiers annuels, analyses Ledouble

Compte tenu de la relative stabilité du taux de marge opérationnel sur la période examinée, la variation de la capacité d'autofinancement du Groupe a globalement suivi l'évolution du chiffre d'affaires.

La variation du besoin en fonds de roulement a consommé une partie du *cash-flow* opérationnel généré par le Groupe⁷⁶, à l'exception de l'exercice 2020 au cours duquel l'arrêt temporaire de la production a entraîné une baisse des stocks qui a permis à Baccarat de dégager un flux de trésorerie positif malgré la contraction du chiffre d'affaires et une légère dégradation du taux de marge.

L'activité du Groupe requiert des efforts d'investissements conséquents, tant dans le développement commercial (ouverture de boutiques, développement du *e-commerce*) que sur le plan industriel (finalisation de la conception de nouveaux produits, mise en place et maintenance des fours, entretien de la manufacture) et environnemental (mise en conformité, dépollution).

Sur la période 2016-2020, le montant cumulé des flux liés aux opérations d'investissement représente une sortie nette de trésorerie de 19 M€ et se rapporte :

- pour moitié au développement commercial (ouvertures de boutiques en 2016 et en 2019⁷⁷) ; et
- pour l'autre moitié à la maintenance de l'outil industriel.

⁷⁵ Le graphique qui suit ne tient pas compte des flux de trésorerie liés aux activités de financement, à l'exception des exercices 2019 et 2020 pour lesquels nous avons retraité la présentation des flux de remboursement d'emprunts et de paiement d'intérêts liés à l'application de la norme 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 (§ 3.5.1).

⁷⁶ En 2016, la variation de BFR a en partie été impactée par le reclassement des pièces de prestige en inventaire.

⁷⁷ Le Groupe a ouvert une boutique à Pékin en 2016, puis trois boutiques (Milan, Miami et Shanghai) en 2019.

Nous relevons que les investissements réalisés au cours des derniers exercices sont en net retrait par rapport aux montants envisagés dans le cadre de l'OPAS 2018⁷⁸. Au cours des prochains exercices, le Groupe a par conséquent prévu de procéder à des investissements significatifs, liés à la rénovation et au renouvellement de son outil industriel ainsi qu'au passage à une production sans plomb, sous la pression croissante de la réglementation (§ 2.1.3).

2.3. Structure bilancielle

La structure bilancielle du Groupe se présente comme suit au 31 décembre 2020 :

Bilan simplifié	
M€	déc.-20
Immobilisations incorporelles	0,2
Immobilisations corporelles	27,9
BFR	27,3
Droits d'utilisation sur contrats de location	29,6
Actifs financiers	5,5
Impôts différés	4,8
Actif économique	95,4
Trésorerie et équivalents de trésorerie	37,3
Juste valeur des instruments financiers	0,2
Emprunts et dettes financières	(26,9)
Trésorerie nette (hors IFRS 16)	10,6
Provisions	(11,7)
Dettes locatives	(30,5)
Intérêts minoritaires	(0,6)
Actif net - part du Groupe	63,3

Source : Rapport financier 2020, analyses Ledouble

2.3.1. Immobilisations incorporelles

Les immobilisations incorporelles représentent un montant peu significatif (0,2 M€) :

- conformément à la norme IAS 38 « Immobilisations incorporelles », la marque Baccarat, développée en interne, ne figure pas au bilan ;
- les droits au bail, qui étaient comptabilisés historiquement dans les immobilisations incorporelles, ont été reclassés dans les droits d'utilisation lors de la première application de la norme IFRS 16 « Contrats de location ».

2.3.2. Immobilisations corporelles

Les immobilisations corporelles (27,9 M€) comprennent pour l'essentiel les constructions et installations techniques attachées à la production ainsi que les agencements et aménagements des points de vente.

⁷⁸ Au cours des trois derniers exercices clos, les investissements ont représenté une sortie nette de trésorerie d'environ 11 M€. Le plan d'affaires que nous avons exploité dans le cadre de l'OPAS 2018 tablait sur une enveloppe globale d'environ 50 M€ sur cette même période.

2.3.3. Besoin en fonds de roulement

Au cours des cinq derniers exercices, le Groupe a clôturé ses comptes avec un BFR positif, représentant jusqu'en 2019 près de trois mois de chiffre d'affaires ; en 2020, la variation des stocks et la dépréciation d'une partie de l'actif circulant ont contribué à réduire le BFR par rapport aux clôtures précédentes :

Evolution du BFR

M€	2016	2017	2018	2019	2020
Stocks et en-cours	40,0	43,4	48,6	48,0	35,9
Créances client	24,1	21,5	23,7	26,3	26,6
Dettes fournisseurs	(17,5)	(17,5)	(17,2)	(17,8)	(15,7)
Autres actifs et passifs courants	(15,2)	(13,6)	(17,6)	(14,6)	(19,1)
Créances et dettes d'impôts exigibles	(0,0)	0,4	(0,4)	(0,6)	(0,3)
BFR	31,5	34,2	37,1	41,3	27,3
% CA	21,2%	23,3%	24,6%	25,1%	18,9%

Source : Rapports financiers annuels

Compte-tenu du poids de l'activité *Retail* et de la profondeur du catalogue des produits Baccarat composé de multiples références, les stocks constituent la première composante du BFR. La saisonnalité des ventes n'a pas d'incidence significative sur le BFR, qui est relativement stable au cours de l'année.

2.3.4. Droits d'utilisation et obligations locatives

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

- de reconnaître au bilan les « droits d'utilisation » afférents aux biens loués⁷⁹ (29,6 M€) ;
- d'inscrire en contrepartie un montant de dettes locatives traduisant les engagements de paiement des loyers (30,5 M€).

2.3.5. Actifs financiers

Les actifs financiers courants et non courants (5,5 M€) comprennent notamment les dépôts et cautionnements liés à l'exploitation des magasins.

2.3.6. Impôts différés

Les actifs d'impôts différés (4,8 M€), se rattachent :

- aux provisions pour engagements de retraites (2,0 M€) et aux dépréciations de stocks (1,0 M€) ;
- à des différences temporelles entre les valeurs comptable et fiscale de certains actifs ou passifs (1,8 M€)⁸⁰.

⁷⁹ Les droits d'utilisation se rattachent essentiellement à l'exploitation des boutiques.

⁸⁰ Essentiellement au Japon et aux États-Unis.

Le Groupe n'a pas reconnu d'impôts différés actifs au titre de ses déficits reportables. Les pertes fiscales cumulées non activées au 31 décembre 2020 s'élèvent à 34,2 M€⁸¹.

2.3.7. Provisions

Les provisions (11,7 M€) couvrent :

- les engagements de retraite (8,2 M€) ;
- des obligations en matière environnementale (1,4 M€) et de remise en état de boutiques (0,5 M€) ;
- des risques et des engagements de nature sociale et commerciale (1,5 M€).

2.3.8. Trésorerie nette

Le Groupe présente une position de trésorerie nette excédentaire (10,6 M€), constituée :

- de trésorerie et d'équivalents de trésorerie (37,3 M€) ;
- de l'endettement financier brut (26,9 M€) ;
- d'instruments financiers de couverture dont la juste valeur à la clôture est positive (0,2 M€).

2.3.9. Intérêts minoritaires

Les intérêts minoritaires (0,6 M€) correspondent à la détention de 49% du capital de Baccarat Americas par des actionnaires hors Groupe.

⁸¹ En base d'impôts.

2.4. 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	Faiblesses
- Héritage de plus de 250 ans contribuant au savoir-faire unique de l'entreprise - Compétences de la main d'oeuvre, comprenant des Meilleurs Ouvriers de France - Forte notoriété de la marque à l'international, rendant possible une diversification des sources de revenus - Implantation historique du Groupe à l'international, notamment au Japon et globalement dans près de 80 pays	- Retard dans le développement du réseau <i>Retail</i> qui compte à ce jour une soixantaine de points de vente - Présence limitée sur le marché chinois - Développement encore limité de la marque sur les marchés adjacents du luxe - Besoins d'investissement pour la modernisation et l'entretien du site de la manufacture - Instabilité récente liée aux changements de gouvernance - Retard pris dans la stratégie industrielle
Opportunités	Menaces
- Attractivité internationale liée au <i>Made in France</i> - Opportunités de croissance dans plusieurs zones géographiques et en particulier sur le marché chinois - Développement du modèle de licence et des nouveaux concepts d'hôtels boutiques - Accroissement du réseau <i>Retail</i> - Evolution du commerce en ligne - Renforcement de la notoriété de la marque Baccarat	- Aléas liés à l'évolution de la Crise - Durcissement de la réglementation liée à l'utilisation du plomb - Risques inhérents à la transition vers un nouveau modèle économique - Renouvellement des talents : le travail du cristal requiert une main d'oeuvre spécialisée et hautement qualifiée - Risque de perte de contrôle de l'image en cas d'utilisation inadaptée de la marque - Tensions géopolitiques pouvant affecter le marché du tourisme - Exposition au risque de change

3. Évaluation Multicritère

Nous avons mis en œuvre une évaluation multicritère du Groupe et de l'action Baccarat (l'« **Action** », ensemble les « **Actions** ») dont nous exposons, ci-après, les différents volets, en présentant successivement :

- les données structurant l'Évaluation Multicritère (§ 3.1) ;
- les critères et méthodes de valorisation écartés (§ 3.2) ;
- l'analyse du cours de bourse de l'Action (§ 3.3) ;
- la référence au coût de revient pour l'Initiateur du Changement de Contrôle (§ 3.4) ;
- les critères et méthodes d'évaluation retenus (§ 3.5).

La synthèse de la valeur de l'Action restitue l'ensemble des résultats de l'Évaluation Multicritère et notre appréciation des primes induites par le Prix d'Offre (§ 3.6).

3.1. Données structurant l'Évaluation Multicritère

3.1.1. Référentiel comptable

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

Les comptes consolidés et les comptes annuels de Baccarat au titre du dernier exercice clos le 31 décembre 2020 ont été certifiés sans réserve par les commissaires aux comptes.

3.1.2. Nombre d'Actions

En l'absence d'instruments dilutifs émis par la Société et d'actions d'autocontrôle, nos calculs de la valeur unitaire de l'Action ont été établis par référence au nombre d'Actions en circulation, soit **830.713** (§ 1.2).

3.1.3. Date de l'Évaluation Multicritère

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

Nous nous référons, pour le calcul de la trésorerie financière nette (§ 3.1.5), aux comptes consolidés de l'exercice clos le 31 décembre 2020.

Les données de marché ont été appréhendées à la date la plus proche de l'émission du Rapport ; en particulier, les multiples des Comparables Boursiers ont été calculés à partir des consensus de marché au 28 mai 2021 (§ 3.5.2).

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 significative sur nos paramètres d'évaluation et les résultats de l'Évaluation Multicritère.

La date que nous avons retenue pour la référence au cours de bourse de l'Action est le **15 décembre 2020**, dernier jour de cotation de l'Action⁸².

3.1.4. Incidence de la norme IFRS 16 « Contrats de location »

La modélisation des flux prévisionnels de trésorerie intègre l'incidence des engagements de location simple du Groupe. Par conséquent, le passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des capitaux propres du Groupe exclut les dettes financières liées à ces engagements (§ 3.1.5).

S'agissant de la valorisation analogique par les Comparables Boursiers (§ 3.5.2), 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 pertinents⁸³, nous avons :

- déterminé les multiples d'EBITDA des Comparables Boursiers en neutralisant l'incidence de la norme IFRS 16⁸⁴, 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.

En ce qui concerne la valorisation analogique par les Transactions Comparables (§ 3.5.3), 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.

3.1.5. Trésorerie financière nette

L'Évaluation Multicritère se fonde sur la trésorerie financière nette au 31 décembre 2020, qui s'intercale entre la Valeur d'Entreprise et la valeur des capitaux propres du Groupe :

Trésorerie financière nette	
M€	déc.-20
Trésorerie et équivalents de trésorerie	37,3
Juste valeur des instruments financiers	0,2
Emprunts et dettes financières	(26,9)
Trésorerie nette comptable (hors IFRS 16)	10,6
Provisions pour retraites nettes d'impôts différés	(6,3)
Provisions non courantes	(2,8)
Intérêts minoritaires	(0,6)
Trésorerie financière nette	0,9

Sources : Baccarat, Ledouble

⁸² Le cours de l'Action a été suspendu à compter du 16 décembre 2020 à la demande des Administrateurs Provisoires.

⁸³ 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.

⁸⁴ 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.

La trésorerie nette comptable de 10,6 M€⁸⁵ a été ajustée :

- des provisions pour leur part non-courante⁸⁶, d'un montant total de 9,1 M€, en couverture :
 - des engagements envers le personnel nets d'impôts différés actifs (6,3 M€⁸⁷) ;
 - des obligations en matière environnementale (1,4 M€) et de remise en état de boutiques (0,5 M€) ;
 - des risques et des engagements de nature sociale et commerciale (1,0 M€).
- des intérêts minoritaires (0,6 M€)⁸⁸.

3.1.6. Éléments d'atterrissage de la trésorerie nette

Dans son communiqué relatif au chiffre d'affaires du premier trimestre 2021⁸⁹, la Société a fait état d'une trésorerie nette de 19,1 M€⁹⁰, supérieure à la trésorerie nette comptable au 31 décembre 2020 (§ 3.1.5).

À l'appui des dernières données de gestion disponibles⁹¹, nous avons constaté que l'avance de trésorerie à fin mars 2021 résultait à la fois :

- du dynamisme des ventes en début d'année et d'un taux de marge brute favorable ;
- de l'évolution du BFR, les variations de créances clients et de dettes fournisseurs ayant contribué positivement au flux de trésorerie opérationnel au cours du premier trimestre 2021 ;
- du niveau d'engagement des dépenses d'investissement⁹².

La Direction nous a par ailleurs indiqué que cette avance de trésorerie ne remettait pas en cause le budget 2021, dans la mesure notamment où :

- dans certaines régions du Japon, première zone contributrice au chiffre d'affaires du Groupe, l'état d'urgence sanitaire a été déclaré au cours du deuxième trimestre 2021, puis prorogé ;
- certaines dépenses opérationnelles initialement budgétées au cours du premier trimestre 2021 ont été décalées et seront supportées sur la période subséquente ;
- la saisonnalité des ventes implique que le résultat de l'exercice est en grande partie conditionné par les performances réalisées en fin d'année ; les hypothèses budgétaires au titre des troisième et quatrième trimestre 2021 présentent, dans l'ensemble, un caractère ambitieux dans un contexte de reprise d'activité incertain ;

⁸⁵ Hors dettes locatives liées à l'application de la norme IFRS 16 (§ 2.3.4).

⁸⁶ La part courante des provisions est réputée prise en compte dans la marge prévisionnelle du Plan d'Affaires.

⁸⁷ Montant brut des engagements envers le personnel : 8,2 M€ (§ 2.3.7), minoré des impôts différés actifs : 2,0 M€ correspondants (§ 2.3.6).

⁸⁸ Compte tenu de leur caractère non significatif à l'échelle du Groupe, nous n'avons pas procédé à une réévaluation des intérêts minoritaires et avons retenu leur valeur comptable (§ 2.3.9).

⁸⁹ Communiqué de presse de la Société du [10 mai 2021](#) : « Fort dynamisme de l'activité au premier trimestre 2021 ».

⁹⁰ Hors obligations locatives liées à la norme IFRS 16.

⁹¹ Nous avons eu accès aux données de reporting à fin mars 2021.

⁹² Les dépenses d'investissement engagées au cours du premier trimestre 2021 représentent moins de 5% du budget alloué au titre de l'exercice 2021 (hors variation de dettes sur fournisseurs d'immobilisations).

- ses estimations de besoin en fonds de roulement et de dépenses d'investissement pour l'exercice 2021 restaient à date inchangées.

3.1.7. Déficits fiscaux

Baccarat dispose au 31 décembre 2020 d'un stock de déficits reportables d'un montant total de 34,2 M€, réparti sur plusieurs zones géographiques. Le Groupe n'a reconnu aucun impôt différé actif associé à ces déficits (§ 2.3.6).

Bien que la Direction ait considéré que les critères requis par la norme IAS 12 « Impôts sur le résultat » pour constater un actif d'impôts différés au titre des pertes fiscales antérieures n'étaient pas satisfaits⁹³, nous avons, pour la valorisation intrinsèque de l'Action, intégré les économies d'impôts latentes à leur valeur actuelle estimée à **6,3 M€** (§ 3.5.1.4).

3.2. Critères et méthodes d'évaluation écartés

3.2.1. Actif net comptable (ANC)

Le Groupe s'étant historiquement développé par croissance organique (§ 2.1.1), l'actif net comptable consolidé ne peut servir de référence pour valoriser l'Action.

À titre d'information, l'ANC par Action s'établit à 76,2⁹⁴ € au 31 décembre 2020. La réévaluation de l'ANC est présentée *infra* (§ 3.5.4).

3.2.2. Actualisation des dividendes

La Société n'ayant distribué aucun dividende au titre des derniers exercices clos, et en l'absence de prévisions de distribution de dividendes, la méthode de valorisation de l'Action par l'actualisation des dividendes ne nous paraît pas appropriée.

Nous avons toutefois mis en œuvre à titre principal la méthode d'évaluation par actualisation des flux prévisionnels de trésorerie, intégrant par construction le potentiel de distribution de dividendes à long terme, et permettant de prendre en compte la part non distribuée de résultat (§ 3.5.1).

3.3. Références boursières

3.3.1. Cours cible des analystes

En l'absence de suivi du titre Baccarat par les analystes, la référence au cours de bourse cible n'est pas applicable.

⁹³ Pour mémoire, la norme IAS 12 stipule que « lorsqu'une entité a un historique de pertes récentes, elle ne comptabilise un actif d'impôt différé [...] que dans la mesure où elle dispose de différences temporaires imposables suffisantes ou d'autres indications convaincantes montrant qu'elle disposera de bénéfices imposables suffisants auxquels pourront être imputés les pertes fiscales et crédits d'impôt non utilisés » (Extrait IAS 12.35).

⁹⁴ Part des capitaux propres revenant au Groupe : 63,3 M€ (§ 2.3) rapportée au nombre d'Actions : 830.713 (§ 3.1.2).

3.3.2. Analyse du cours de bourse

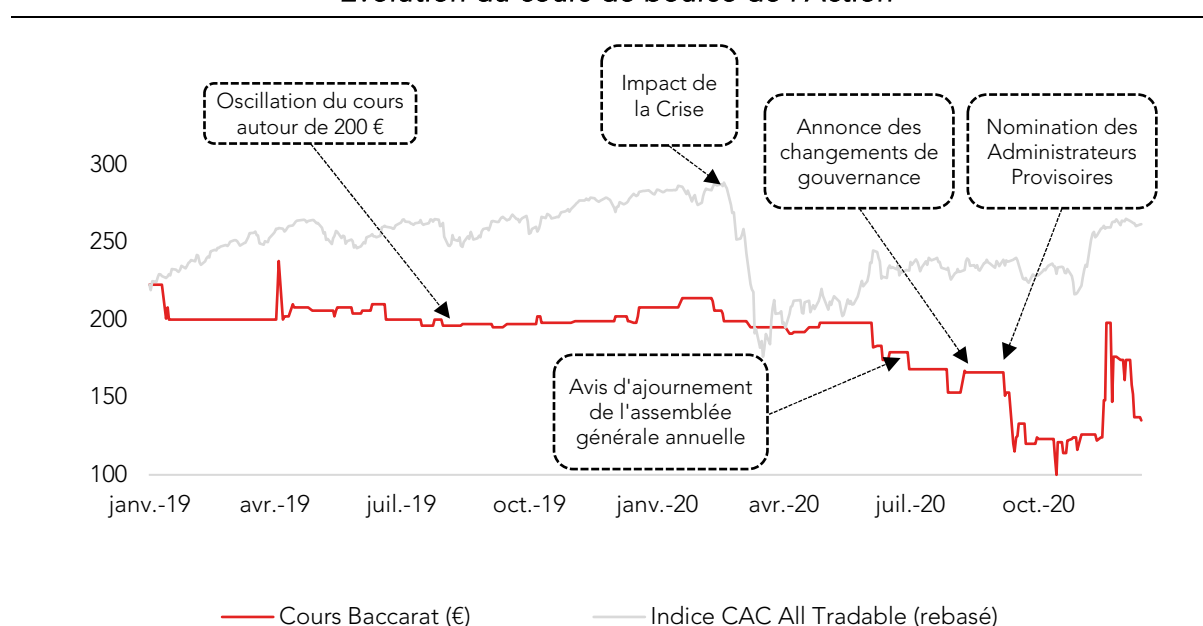
L'Action est cotée sur le compartiment C du marché réglementé Euronext Paris⁹⁵.

Nous nous référons, dans notre analyse du cours de bourse, à la date du 15 décembre 2020, correspondant à la veille de la suspension du cours intervenue à la demande des Administrateurs Provisoires.

Le Changement de Contrôle et l'intention des Actionnaires de Référence de procéder au retrait obligatoire à l'issue de l'Offre ont été annoncés *a posteriori*, le 24 décembre 2020⁹⁶. Nous relevons toutefois que des rumeurs de changement d'actionnariat ont circulé à partir de l'été 2020 ; celles-ci sont susceptibles d'avoir affecté le cours de bourse⁹⁷ de l'Action.

Nous présentons, ci-après, l'évolution depuis début 2019⁹⁸ du cours de l'Action parallèlement à celle de l'indice boursier français CAC All Tradable :

Évolution du cours de bourse de l'Action



Source : Bloomberg, analyses Ledouble

La faible liquidité des Actions limite la pertinence de la référence au cours de bourse, dont l'analyse est présentée à titre purement indicatif.

Le manque de liquidité se traduit notamment par une déconnexion apparente entre l'évolution du cours de l'Action et celle de l'indice de référence :

- à l'issue de l'OPAS 2018, le cours de l'Action a oscillé autour du seuil de 200 €⁹⁹ jusqu'à la fin du mois d'avril 2020 ;

⁹⁵ Sous le code ISIN FR0000064123 ; mnémonique : BCRA.

⁹⁶ Communiqué de presse de la Société du [24 décembre 2020](#) : « Évolution de l'actionnariat ».

⁹⁷ À titre d'exemples :

- Les Échos, « Les salariés de Baccarat et l'État espèrent au plus vite un repreneur », [11 septembre 2020](#).
- France Bleu, « Cristallerie Baccarat : le gouvernement à la recherche de nouveaux actionnaires », [9 septembre 2020](#).

⁹⁸ Par référence à l'OPAS 2018, ouverte du 13 décembre 2018 au 11 janvier 2019 inclus (§ 1.4.2).

⁹⁹ L'OPAS 2018 avait été réalisée au prix de 222,70 €. Dès la fermeture de l'offre, le cours de bourse de Baccarat avait toutefois baissé, clôturant le 14 janvier 2019 à 200,5 €.

- du fait de la Crise, l'indice *CAC All Tradable* a perdu plus de 30% de sa valeur entre mi-février 2020 et mi-mars 2020, le cours de bourse de l'Action ayant évolué à la marge sur cette même période.

Le cours de bourse de l'Action a toutefois été marqué par les annonces intervenues au cours du second semestre 2020, en ce compris celles relatives :

- au report de l'assemblée générale annuelle des actionnaires et des discussions entre l'actionnaire de contrôle et ses créanciers¹⁰⁰ ;
- aux changements de gouvernance en cours au mois d'août 2020¹⁰¹ ;
- à la nomination en septembre 2020 des Administrateurs Provisoires par le Tribunal de Commerce de Nancy¹⁰² ;
- à l'évolution de l'actionnariat, suite à la suspension du cours.

Préalablement à sa suspension, le cours de l'Action a clôturé le 15 décembre 2020 à **135 €**.

Les cours moyen pondérés par les volumes (« **CPMV** ») sur les douze mois précédant la suspension du cours de l'Action sont les suivants :

Synthèse des CPMV	
15-déc.-20	CPMV (en €)
Spot	135 €
30 séances	150 €
60 séances	137 €
90 séances	133 €
120 séances	134 €
180 séances	142 €
360 séances	154 €
Min. 12 mois	100 €
Moy. 12 mois	156 €
Max. 12 mois	214 €

Source : Bloomberg

Comme indiqué ci-avant, la pertinence de ces informations doit être relativisée au regard de la faible part du flottant (§ 1.2) et du volume restreint de titres échangés sur la même période :

Rotation de l'Action	
15-déc.-20	% Flottant
Volume échangé sur les 12 derniers mois	826
Flottant	15 283
Rotation (%)	5,4%
Rotation (années)	18,5

Sources : Bloomberg, Baccarat

À l'issue de notre analyse, nous sommes d'avis que l'étroitesse du flottant, et le faible volume de titres échangés, ainsi que l'absence de couverture de l'Action par des analystes (§ 3.3.1) et,

¹⁰⁰ Communiqué de presse de la Société du [30 juin 2020](#) : « Avis d'ajournement ».

¹⁰¹ Communiqué de presse de la Société du [14 août 2020](#) : « Chiffre d'affaires du premier semestre 2020 et gouvernance de la Société ».

¹⁰² Communiqué de presse de la Société du [8 septembre 2020](#) : « Baccarat annonce la nomination d'administrateurs provisoires et le report de son assemblée générale ».

plus généralement, le manque de liquidité de l'Action, ne permettent pas de considérer que le cours de bourse constitue une référence pertinente pour apprécier la valeur de l'Action.

3.4. Référence au Changement de Contrôle

Dans le cadre de notre analyse des Accords Connexes (§ 5), nous avons pris connaissance des modalités financières dans lesquelles est intervenu le Changement de Contrôle.

Nous avons notamment examiné le rapport produit par un réviseur d'entreprises mandaté pour déterminer la valeur des actions Baccarat à la date la plus proche du Changement de Contrôle, ayant servi de référence pour l'exercice des gages dont bénéficiaient les créanciers devenus les Actionnaires de Référence.

En dépit des limites évoquées *infra* (§ 5.1), nous constatons que le Prix d'Offre est supérieur à la valeur, qui avait été estimée par le réviseur d'entreprises, pour servir de référence au Changement de Contrôle à l'origine de l'Offre.

3.5. Critères et méthodes d'évaluation retenus

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) (§ 3.5.1), et à la valorisation analogique par référence aux multiples boursiers (§ 3.5.2).

À titre de recoupement, nous avons mis en œuvre une valorisation analogique par les multiples transactionnels (§ 3.5.3) et procédé à la réévaluation de l'actif net comptable (§ 3.5.4).

3.5.1. Valorisation intrinsèque par actualisation des flux de trésorerie prévisionnels ou *Discounted Cash-Flow* (DCF)

3.5.1.1. 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 disponibles¹⁰³ 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, la valeur des activités opérationnelles (valeur d'entreprise) est majorée de la trésorerie financière nette ou minorée de l'endettement financier net ; en l'occurrence le Groupe dispose d'un volant de trésorerie financière nette (§ 3.1.5).

¹⁰³ Résultat d'exploitation (EBIT) net d'impôt, retraité des charges calculées (dotations aux amortissements), déduction faite de la variation de Besoin en Fonds de Roulement (BFR) et des investissements (Capex).

3.5.1.2. Plan d’Affaires de la Direction

Nous avons exploité les données prévisionnelles établies par la Direction (le « **Plan d’Affaires** ») pour chacune des zones d’implantation du Groupe ainsi que pour l’activité de « flaconnage »¹⁰⁴ et les redevances de marques. Cette approche, dite « *sum of the parts* », nous a permis d’appréhender les caractéristiques des différentes activités et zones géographiques, notamment en termes de développement, de rentabilité et de croissance, et de tenir compte de leurs niveaux de risque respectifs qui se traduisent par l’emploi de taux d’actualisation différenciés en fonction d’une prime de risque pays propre à chaque zone d’implantation du Groupe (§ 3.5.1.4).

La Direction a modélisé un scénario industriel supposant l’arrêt mi-2023 de la production avec du plomb et la construction de deux fours permettant la production de produits sans plomb à partir de 2022. Bien que la stratégie de Baccarat dans la perspective de la transition vers le « sans plomb » n’ait pas encore été définitivement arrêtée par la nouvelle gouvernance¹⁰⁵, ce scénario intègre des objectifs de développement volontaristes et reflète par conséquent le potentiel de valeur pouvant être envisagé par les actionnaires de la Société.

Le Plan d’Affaires, qui couvre une période de prévisions de 2021 à 2025 (l’« **Horizon Explicite** »), a été établi par la Direction à partir du mois de mars 2021, et approuvé le 15 avril 2021 par le Conseil d’Administration.

À court terme, le Plan d’Affaires table sur une reprise de l’activité qui permettrait au Groupe dès 2022 d’enregistrer un volume de ventes et un niveau de marge opérationnelle supérieurs aux réalisations de l’exercice 2019, non affecté par la Crise.

Sur l’Horizon Explicite, les données prévisionnelles du Plan d’Affaires reposent sur les hypothèses clés suivantes :

- un développement des ventes sur l’ensemble des zones d’implantation du Groupe, qui se traduirait par une croissance annuelle moyenne de l’ordre de 8% sur l’Horizon Explicite, très nettement supérieure à celle observée au cours des derniers exercices¹⁰⁶. Cette croissance résulterait essentiellement :
 - d’une accélération de la pénétration du marché asiatique, avec en particulier des ambitions de développement du Groupe en Chine ;
 - d’une consolidation du réseau actuel de magasins aux États-Unis et, dans une moindre mesure, en Europe ;
 - des investissements pour soutenir les ventes en ligne ;
 - de la reprise de l’activité « flaconnage » après une baisse des ventes attendue en 2022 ;
 - d’une hausse continue des redevances de marques ;
- un quasi doublement du taux de marge d’EBITDA sur l’Horizon Explicite, par rapport aux taux de marge historiques (§ 2.2.1) ;

¹⁰⁴ Activité réalisée essentiellement en France.

¹⁰⁵ Plusieurs scénarios industriels alternatifs demeurent actuellement à l’étude, sans que ces derniers n’aient fait l’objet de chiffrages.

¹⁰⁶ Sur les cinq exercices précédant la crise sanitaire (2015-2019), le taux de croissance annuelle moyenne du chiffre d’affaires s’établit à 2%.

- un effort d'investissements conséquent au cours des cinq prochains exercices, représentant près de 8% du chiffre d'affaires prévisionnel, destiné à couvrir :
 - le remplacement des fours et de plusieurs machines et composants nécessaires à la poursuite de l'exploitation dans la perspective de la transition vers une production sans plomb ;
 - l'expansion du réseau de boutiques, en particulier en Asie et aux États-Unis ;
 - le développement du commerce en ligne ;
 - les investissements récurrents¹⁰⁷.

Bien que la Direction ait intégré un certain nombre d'aléas d'exécution dans la trajectoire de flux prévisionnels, nous sommes d'avis que le Plan d'Affaires repose sur des objectifs de développement ambitieux, au regard :

- des performances réalisées historiquement par le Groupe ;
- du contexte de la Crise, susceptible de freiner la croissance ;
- des défis majeurs que représentent la mise en œuvre d'une nouvelle stratégie industrielle et les nombreux risques induits, tant du point de vue industriel que commercial (§ 2.1.3) ;
- de la capacité du Groupe à assurer une transition vers un nouveau modèle économique tout en atteignant des niveaux de ventes et de marge notoirement supérieurs aux performances passées.

3.5.1.3. *Construction de la valeur terminale*

Notre calcul de la valeur terminale repose sur un flux normatif déterminé à partir des estimations transmises par la Direction pour 2025, dernière année de l'Horizon Explicite.

Le flux normatif repose ainsi sur les hypothèses clés suivantes :

- un niveau pérenne de chiffre d'affaires supérieur à 200 M€, auquel nous avons appliqué un taux de croissance perpétuelle de 1,8% (§ 3.5.1.6) ;
- un taux de marge d'EBITDA égal à 15% ;
- un taux de Capex normatif égal à 4%¹⁰⁸, couvrant à la fois les investissements récurrents et les investissements périodiques (remplacements des fours, changement des machines et composants) ;
- un besoin en fonds de roulement lié exclusivement à la croissance perpétuelle (§ 3.5.1.6), avec une hypothèse de maintien des délais de rotation des stocks ainsi que des délais de règlement des clients et de paiement des fournisseurs.

¹⁰⁷ Avec un rattrapage des investissements non réalisés au cours des dernières années.

¹⁰⁸ Pour mémoire, nous avons retenu dans notre rapport d'expertise indépendante en date du 9 novembre 2018, au titre de l'OPAS 2018, un taux de Capex normatif de 3%. La hausse de notre estimation du taux de Capex normatif résulte notamment du raccourcissement de la durée de vie attendue des nouveaux fours, passant de 8 à 6 ans.

3.5.1.4. 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 futurs¹⁰⁹ (§ 3.1.7).

3.5.1.5. Coût du capital

Nous avons déterminé, pour chaque zone d'implantation du Groupe, le coût du capital (« WACC ») à partir de la formule du Modèle d'Évaluation Des Actifs Financiers (MEDAF) ; nous avons privilégié la méthode directe¹¹⁰ qui consiste à calculer le coût du capital à partir du beta de l'actif économique de l'entreprise.

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

- un taux sans risque nul¹¹¹ ;
- un beta de l'actif économique sur une période de 5 ans, égal à 0,95¹¹² ;
- une prime de risque du marché français estimée à 7,8%¹¹³ ;
- une prime de risque pays, spécifique à chaque zone d'implantation du Groupe¹¹⁴ ; au niveau du Groupe, notre estimation du risque pays se traduit par une prime moyenne de 1,5%.

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

Taux d'actualisation	
Composants	%
Taux sans risque	-
Beta de l'actif économique	0,95
Rendement de marché	7,8%
Prime de risque	7,8%
Coût du capital avant prime pays	7,4%
Prime de risque pays	1,5%
Taux d'actualisation	8,9%

Sources : Bloomberg, analyses Ledouble

¹⁰⁹ Nous avons modélisé l'imputation des déficits reportables sur les bénéfices prévisionnels attendus au cours de l'Horizon Explicite.

¹¹⁰ 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.

¹¹¹ Au regard de la courbe des taux des Obligations Assimilables du Trésor à échéance 10 ans (OAT 10 ans).

¹¹² Le beta de l'actif économique a été déterminé à partir de notre panel de Comparables Boursiers (§ 3.5.2.2).

¹¹³ Ledouble dispose de son propre modèle d'estimation du rendement de marché français. En raison du taux sans risque nul, la prime de risque de marché est identique au rendement de marché.

¹¹⁴ Notre estimation de la prime pays intègre :

- une composante financière calculée à partir des *spreads* des *credit default swaps* (CDS) associés au *rating* souverain des pays concernés ; et
- une composante politique basée sur un *scoring* publié par l'agence Bloomberg.

Le coût moyen du capital que nous avons retenu pour actualiser les flux prévisionnels de trésorerie en DCF ressort ainsi à **8,9%**.

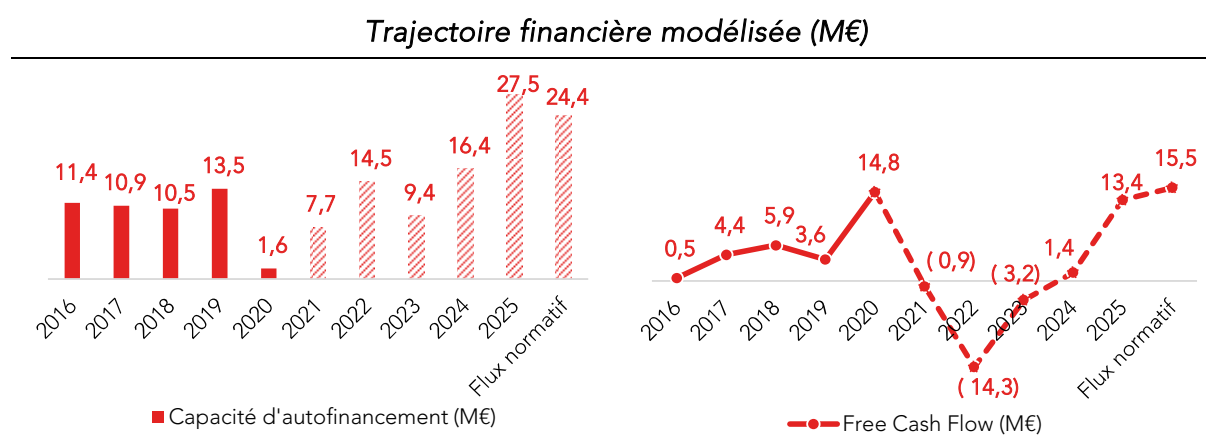
3.5.1.6. Taux de croissance perpétuelle

Nous avons appliqué, pour chacune des zones d'implantation du Groupe, un taux de croissance normatif distinct, représentatif des perspectives d'inflation à long terme.

À l'échelle du Groupe, notre estimation du taux de croissance perpétuelle ressort en moyenne à **1,8%**.¹¹⁵

3.5.1.7. Présentation de la trajectoire modélisée

Le graphique suivant met en perspective la trajectoire que nous avons modélisée, qui sous-tend notre estimation de la valeur de l'Action selon la méthode DCF (§ 3.5.1.8), et les performances historiques du Groupe en termes de capacité d'autofinancement et de génération des flux de trésorerie disponible (§ 2.2.5) :



Source : Société, analyses Ledouble

La transition du modèle économique de Baccarat vers une production sans plomb se traduit sur l'Horizon Explicite par une baisse temporaire¹¹⁶ de la capacité d'autofinancement et des flux prévisionnels de trésorerie ponctuellement négatifs compte tenu des investissements qui seraient entrepris par le Groupe sur la période 2021-2023.

Le Plan d'Affaires présente cependant un caractère particulièrement volontariste, qui se traduit en particulier au travers de l'évolution :

- de la capacité d'autofinancement prévisionnelle¹¹⁷, qui s'établirait dès 2022 à un niveau supérieur à celui enregistré au cours des cinq derniers exercices et qui atteindrait, à l'issue de l'Horizon Explicite¹¹⁸, plus du double de la moyenne enregistrée par le Groupe sur la période 2016-2019 ;

¹¹⁵ 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. Source : FMI, « World Economic Outlook », avril 2021.

¹¹⁶ En 2023, qui constituerait un exercice de transition.

¹¹⁷ Pour mémoire, à la différence des flux de trésorerie disponible, la capacité d'autofinancement ne tient pas compte de l'impact de la variation de BFR ni des décaissements liés aux investissements.

¹¹⁸ Pour mémoire, le flux normatif intègre :

- un besoin de Capex estimé sur un cycle complet, couvrant à la fois les investissements récurrents et les investissements périodiques (§ 3.5.1.3) ;

- des *free cash flow*, le Plan d’Affaires tablant sur des flux prévisionnels de trésorerie deux à trois fois plus élevés que ceux réalisés en 2018 et en 2019 par le Groupe¹¹⁹, et dont l’actualisation sous-tend notre estimation de la valeur intrinsèque de l’Action (§ 3.5.1.8).

3.5.1.8. Synthèse de la valorisation DCF

Nous présentons, ci-après, une analyse de sensibilité de la valeur de l’Action aux variations croisées¹²⁰ du taux d’actualisation et du taux de croissance perpétuelle :

Sensibilité de la valeur de l'Action (€)					
Taux de croissance	Taux d'actualisation				
	+ 100 pb	+ 50 pb	0 pb	- 50 pb	- 100 pb
- 50 pb	139 €	152 €	166 €	182 €	201 €
- 25 pb	143 €	156 €	171 €	189 €	209 €
0 pb	148 €	161 €	177 €	196 €	218 €
+ 25 pb	152 €	167 €	184 €	204 €	227 €
+ 50 pb	157 €	173 €	191 €	212 €	237 €

La valeur de l’Action s’inscrit dans une fourchette comprise entre **161 €** et **196 €**, étant rappelé que la valeur centrale de **177 €** repose sur une trajectoire financière que nous jugeons ambitieuse (§ 3.5.1.7) ; pour autant, nous n’avons pas intégré de risque d’exécution dans les paramètres d’évaluation.

3.5.2. Valorisation analogique par les Comparables Boursiers

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

3.5.2.1. Modalités de calcul des multiples de valeur d’entreprise

Nous avons écarté les multiples :

- de chiffre d’affaires, car il ne nous paraît pas pertinent de valoriser le Groupe selon le seul critère de volume d’activité sans tenir compte du critère de rentabilité d’exploitation ;
- 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 2021 à 2022, couverte par les analystes.

Pour déterminer les multiples de chacun des Comparables Boursiers, nous nous sommes référés :

- un BFR lié exclusivement à la croissance perpétuelle (§ 3.5.1.3).

Par conséquent, la capacité d’autofinancement retenue pour le flux normatif diffère de celle calculée en fin d’Horizon Explicite pour l’exercice 2025.

¹¹⁹ Pour mémoire, le flux de trésorerie de l’année 2020 résulte essentiellement de la gestion des stocks au cours de cet exercice affecté par la Crise (§ 2.2.5).

¹²⁰ Variations exprimées en points de base (« **pb** »).

- à leur capitalisation boursière en moyenne trois mois¹²¹ ; l'endettement net financier (ou le cas échéant la trésorerie financière nette) s'intercale 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.

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

- de la transition en cours vers une nouvelle stratégie industrielle, en appliquant les multiples des Comparables Boursiers à la fois :
 - aux agrégats estimés par la Direction à court terme (2021 et 2022), avant la mise en œuvre de la transition vers la fabrication sans plomb ;
 - aux agrégats prévisionnels 2023 et 2024, en les défalquant d'un coefficient d'actualisation pour tenir compte du décalage par rapport à la période couverte par les analystes financiers en charge du suivi des Comparables Boursiers ;
- des efforts d'investissements conséquents qui devront être mis en œuvre par Baccarat pour l'atteinte des agrégats susmentionnés¹²² ;
- de l'incidence de la norme IFRS 16 (§ 3.1.4).

3.5.2.2. Composition de l'échantillon de Comparables Boursiers

Il n'existe pas, à notre connaissance, de sociétés cotées strictement comparables à Baccarat réunissant des caractéristiques parfaitement identiques en termes d'activité, de taille, de taux de marge d'exploitation, de zone d'implantation et de répartition des actifs.

En considérant les critères de secteur d'activité, de taux de marge et de perspectives de croissance, nous avons constitué un panel étendu composé de plusieurs sociétés cotées évoluant dans les arts de la table, la joaillerie et le luxe en général¹²³.

Notre échantillon de Comparables Boursiers est détaillé en **Annexe 8**. Nous en présentons, ci-après, les capitalisations boursières¹²⁴, en comparaison de celle de Baccarat :

¹²¹ En raison de la forte volatilité observée sur les indices boursiers, nous jugeons raisonnable d'étendre à trois mois la capitalisation boursière afin de mieux refléter la valeur économique des Comparables Boursiers, particulièrement dans un contexte où la progression des cours semble être en partie décorrélée des projections financières des analystes. Pour mémoire, dans sa cartographie 2020 des marchés et des risques, l'AMF a mis en avant un niveau de risque « très élevé » en 2020 et en 2021 de correction des marchés et de relèvement des primes de risques, soulignant que « [...] les valorisations peuvent continuer à sembler élevées au regard des fondamentaux, les prix de marché semblant intégrer des scénarios très optimistes sur un retour à la normale alors que la menace de prochaines vagues épidémiques perdure et que des pans entiers de l'économie vont avoir du mal à redémarrer. Les anticipations de bénéfices des sociétés cotées paraissent ainsi déconnectées des perspectives macro-économiques, beaucoup plus sombres. Cette déconnexion entre les sphères financière et réelle de l'économie est inquiétante ».

Source : Autorité des Marchés Financiers, [Cartographie 2020 des marchés et des risques](#).

¹²² Nous avons ainsi minoré la Valeur d'Entreprise obtenue à partir des multiples d'EBITDA, du différentiel entre (i) l'enveloppe d'investissements prévue au cours des cinq prochains exercices et (ii) le niveau d'investissements normatif estimé à 4% du chiffre d'affaires (§ 3.5.1.3), en tenant compte des effets d'actualisation. La Valeur d'Entreprise obtenue à partir des multiples d'EBIT n'a fait l'objet d'aucun retraitement.

¹²³ Nous avons intégré, en sus des comparables boursiers que nous avons retenus dans notre précédente expertise indépendante dans le cadre de l'OPAS 2018 (§ 1.4.2), la manufacture portugaise Vista Alegre, renommée pour ses porcelaines et présentant une taille similaire à Baccarat. A contrario, notre échantillon de Comparables Boursiers n'intègre plus explicitement la société Tiffany & Co., qui a été reprise par le groupe LVMH inclus dans l'échantillon ; nous avons également écarté la société Hermès, en faisant le constat que son image de marque et ses performances impliquent des multiples de valorisation qui ne sont plus transposables au Groupe.

¹²⁴ En moyenne 3 mois.

Capitalisation boursière des Comparables Boursiers

Société	Pays	Capitalisation (en M€)
Baccarat	France	112
Portmeirion	Royaume-Uni	97
Vista Alegre Atlantis	Portugal	138
Churchill China	Royaume-Uni	193
Lalique	Suisse	225
Villeroy & Boch	Allemagne	457
Richemont	Suisse	48 743
Kering	France	79 385
LVMH	France	300 492

Source : Bloomberg

L'examen du profil des Comparables Boursiers, comparativement à Baccarat, appelle de notre part les commentaires suivants :

- les Comparables Boursiers disposant d'un portefeuille de marques à forte notoriété (LVMH, Kering, Richemont, Lalique), affichent les multiples parmi les plus élevés de notre échantillon (**Annexe 8**) ;
- Baccarat est de taille modeste par rapport aux Comparables Boursiers¹²⁵ ; ceux de plus grande taille extériorisent, comparativement aux autres sociétés du panel, des multiples plus élevés¹²⁶. Ce constat justifierait le recours à une décote de taille que nous n'avons toutefois pas appliquée ;
- les multiples d'EBITDA conduisent à un haut de fourchette dans la mesure où ils ne tiennent pas compte des besoins d'investissements du Groupe, dont la capacité de transformation de l'EBITDA en *cash flow* est historiquement inférieure à celle des Comparables Boursiers¹²⁷ ;
- bien que le nombre de Comparables Boursiers soit insuffisant pour tirer des conclusions sur un plan statistique, nous observons un lien entre, d'une part, les multiples de valeur d'entreprise et, d'autre part, les perspectives de croissance et le niveau de rentabilité d'exploitation. À ce titre, les perspectives de croissance identifiées par la Direction et la rentabilité opérationnelle du Groupe sont comparativement moindres que celles anticipées par les analystes pour les Comparables Boursiers.

¹²⁵ En particulier par rapport aux groupes précités disposant de marques très connues, et qui, en ce qui concerne LVMH, Kering et Richemont, affichent des capitalisations boursières sans commune mesure avec celle de Baccarat

¹²⁶ À l'exception de Lalique dont le titre présente une faible liquidité et un suivi limité, mais que nous avons toutefois intégré à notre échantillon compte-tenu de la notoriété de la marque Lalique ; il convient cependant de noter que les résultats de Lalique sont désormais majoritairement issus de ses activités de fabrication de parfums et de cosmétiques. Par ailleurs, les prévisions de Lalique ont été revues en forte baisse à la suite de la publication de ses comptes au titre de l'exercice 2020, sans que son cours de bourse ne soit particulièrement affecté, ce qui conduit à des multiples anormalement élevés en comparaison des multiples constatés historiquement. Pour cette raison, nous n'avons pas retenu les multiples 2021 de Lalique, étant précisé que le consensus pour cette société extériorise un résultat opérationnel prévisionnel négatif pour 2021.

¹²⁷ Le ratio *cash-flow to EBITDA* s'établit en moyenne autour de 50% pour les Comparables Boursiers, soit un niveau sensiblement supérieur à celui observé historiquement sur le Groupe (25% en moyenne sur la période pré-Crise 2016 à 2019) et au taux attendu à court et moyen terme par la Direction.

3.5.2.3. Synthèse de la valorisation par les Comparables Boursiers

La valeur analogique de l'Action par les Comparables Boursiers s'inscrit dans une fourchette de valeurs comprises :

- entre 122 € et 241 € par les multiples d'EBITDA. Nous relevons toutefois que :
 - la borne basse est issue de l'agrégat prévu pour 2023, année affectée dans le Plan d'Affaires par la transition vers la production sans plomb ;
 - *a contrario*, la borne haute résulte de l'application des multiples à l'agrégat prévu pour l'année 2022, non pérenne car préalable à la mise en œuvre opérationnelle du nouveau scénario industriel ;
 - en privilégiant les agrégats prévisionnels 2021 et 2024, la valeur de l'Action ressort dans une fourchette resserrée de valeurs comprises entre **157 €** et **216 €** ;
- entre 40 € et 198 € par les multiples d'EBIT. Sur la base des agrégats prévisionnels 2021 et 2024 qui, pour les raisons évoquées ci-avant, paraissent plus pertinents, la valeur de l'Action ressort dans une fourchette resserrée de valeurs comprises entre **76 €** et **155 €**.

3.5.3. Valorisation analogique par les Transactions Comparables

Nous avons également valorisé l'Action par référence aux transactions récentes intervenues dans les secteurs des arts de la table, de la joaillerie et du luxe en général (les « **Transactions Comparables** »).

Nous avons privilégié :

- les multiples implicites d'EBITDA, détaillés en **Annexe 9**, dans la mesure où l'information sur les agrégats d'EBIT est parcellaire. Au même titre que pour la valorisation analogique par les Comparables Boursiers (§ 3.5.2), nous avons tenu compte du surplus d'investissements qui devront être engagés par le Groupe sur l'Horizon Explicite en raison de la transition vers la production sans plomb ;
- l'application des multiples transactionnels aux agrégats 2019 et 2021 de Baccarat, dans la mesure où la marge d'EBITDA du Groupe en 2020 a été affectée par la Crise, et n'est donc pas représentative d'un niveau de rentabilité normatif.

La valeur analogique de l'Action par les Transactions Comparables s'inscrit dans une fourchette de valeurs comprises :

- entre **135 €** et **271 €** avant retraitement de la prime de contrôle, étant précisé que la borne haute est issue de l'agrégat 2019, non affecté par la Crise ;
- entre **92 €** et **193 €** après retraitement de la prime de contrôle¹²⁸, la borne haute étant également issue de l'agrégat 2019.

¹²⁸ Le retraitement des primes de contrôle a été effectué sur la base d'études internes réalisées par Ledouble et des résultats de l'étude « Primes de contrôle » réalisée en 2018 par PwC sur 2.406 transactions recensées au cours de la dernière décennie en Europe de l'Ouest.

3.5.4. Actif Net Réévalué (ANR)

À titre de recoupement, nous avons procédé à l'estimation de l'ANR du Groupe, consistant à déterminer séparément la juste valeur de ses différents actifs et engagements.

Après examen du patrimoine du Groupe, nous constatons que :

- la marque Baccarat, développée en interne, constitue le principal actif dont la juste valeur ne figure pas au bilan (§ 2.3.1) ;
- depuis le 1^{er} janvier 2016, certaines pièces de prestige sont classées à l'actif du bilan en immobilisations corporelles et amorties sur une durée de 30 ans. Nous avons retenu, pour le calcul de l'ANR, le coût de reconstitution de l'ensemble de la collection (la « **Collection Baccarat** »), sensiblement supérieur à sa valeur nette comptable¹²⁹, étant précisé que :
 - à la différence d'autres acteurs du luxe, Baccarat n'a historiquement pas consacré de moyens significatifs au contrôle de la distribution de cette catégorie de produits sur le marché ;
 - la cession de l'ensemble de la Collection Baccarat irait à l'encontre de la volonté historique du Groupe d'assurer la transmission de son savoir-faire. La conservation de la collection permet notamment la réédition de certaines pièces à partir des « pièces témoins » ;
 - la Collection Baccarat contribue au prestige et à la valeur de la marque Baccarat que nous valorisons de manière distincte ;
 - la Société n'a pas à ce jour l'intention de céder cette collection ;
 - les pièces sont en principe toutes rééditables, ce qui justifie de retenir le coût de reconstitution de l'ensemble de la Collection Baccarat ;
- le Groupe n'est pas propriétaire des magasins, mais en est uniquement locataire. Les droits au bail des boutiques comptabilisés au bilan ne sont pas amortis, mais font l'objet le cas échéant d'une provision pour dépréciation lorsque leur valeur nette comptable s'avère supérieure à leur valeur vénale à la clôture de l'exercice ;
- le patrimoine immobilier du Groupe, hors site de production de la manufacture, est exclusivement constitué d'immeubles et de terrains situés dans la ville de Baccarat. Nous n'avons pas procédé à la réévaluation de ce patrimoine¹³⁰, étant précisé que :
 - une partie de ces biens est indirectement allouée à l'exploitation¹³¹,
 - la valeur de marché du patrimoine immobilier est non significative compte-tenu de sa proximité avec la manufacture et/ou des investissements conséquents qui seraient nécessaires pour sa remise en état en vue d'une vente¹³² ;

¹²⁹ La Direction nous a confirmé qu'elle ne disposait pas de nouvelle information susceptible de remettre en cause la précédente estimation du coût de reconstitution retenue en 2018, correspondant à la valeur utilisée en interne par le Groupe en matière d'assurance. Nous avons par conséquent maintenu une valeur de 17 M€, contre une valeur nette comptable de l'ordre de 2,5 M€.

¹³⁰ La Société nous a transmis les rapports établis par Expertises Galtier à l'occasion d'une expertise réalisée en 2019 visant à estimer les valeurs d'assurance de ses bâtiments, aménagements immobiliers, installations et matériels. Cette estimation, basée sur un prix de reconstruction à l'identique, ne peut pas être utilisée pour déterminer une valeur vénale ou économique desdits actifs. La Direction nous a par ailleurs confirmé n'avoir réalisé aucune expertise immobilière récente.

¹³¹ Certains des biens immobiliers sont occupés par des employés du Groupe.

¹³² Il n'a pas été prévu d'investissements pour remise en état dans le Plan d'Affaires, alors même que ces actifs n'ont pas été rénovés récemment.

- la provision pour risques environnementaux figurant au bilan est destinée à couvrir les risques et dépenses futurs qui résulteraient notamment d'opérations de dépollution ou de prévention menées sur le site de l'usine ; le montant de la provision comptabilisée correspond à la meilleure estimation de la Direction de la valeur actuelle des engagements futurs (§ 2.3.7).

Afin d'évaluer la marque Baccarat, nous avons appliqué la méthode des surprofits¹³³, habituellement utilisée pour valoriser les actifs incorporels. La valeur de la marque est ainsi estimée par actualisation des surprofits¹³⁴ attribuables exclusivement à la détention de l'actif incorporel. Nous avons retenu les principaux paramètres et hypothèses suivants :

- un coût des capitaux employés estimé à partir du taux d'actualisation pondéré par le poids de chaque zone géographique ;
- une quote-part de surprofits attribuable à la marque Baccarat comprise entre 50% et 70%, traduisant la forte notoriété de la marque et correspondant toutefois selon nous à un haut de fourchette compte-tenu des autres facteurs clés de succès contribuant également de manière significative à la valeur du Groupe (capital humain, savoir-faire, capacité de la Direction à identifier les futurs points de vente, qualité des produits, partenariats,...) ;
- afin de maximiser la valeur de la marque, seuls les excédents de revenus ont été pris en compte¹³⁵ ;
- les surprofits attribuables à la marque ont été actualisés au taux moyen des autres actifs détenus par le Groupe, bien qu'il soit d'usage de tenir compte d'une prime spécifique, l'espérance de rendement généré par un actif incorporel étant par nature plus aléatoire.

Sur cette base, la valeur brute de la marque ressort dans une fourchette de valeurs comprises entre **74 M€** et **107 M€**, en fonction des variations croisées du taux d'actualisation des surprofits et de la quote-part des surprofits attribuable à la marque :

Valeur de la marque (M€)					
Taux d'actualisation	Quote part des surprofits attribuables à la marque				
	50%	55%	60%	65%	70%
+ 100 pb	63	64	64	64	64
+ 50 pb	73	74	74	75	75
0 pb	86	87	88	89	90
- 50 pb	104	105	107	108	109
- 100 pb	129	131	133	135	137

Notre estimation est peu sensible à la quote-part des surprofits attribuables à la marque, en raison du poids significatif dans le Plan d'Affaires des revenus de licences, affectés en totalité à la valeur de la marque.

¹³³ Nous avons écarté la méthode des redevances qui consiste à estimer la valeur « locative » de la marque. La mise en œuvre de cette méthode requiert de déterminer le chiffre d'affaires qui pourrait être réalisé par le(s) titulaire(s) de la licence ainsi que les taux de redevance qui varient de manière sensible en fonction de la nature des produits commercialisés et de la répartition des coûts d'entretien de la marque, entre son propriétaire et l'exploitant de la licence de marque.

¹³⁴ Les surprofits sont calculés par différence entre les flux prévisionnels et le coût des capitaux employés.

¹³⁵ À court-moyen terme, le différentiel entre les rendements prévisionnels et le coût des capitaux employés est négatif.

Afin d'aboutir à l'ANR, nous avons :

- pris en compte la valeur de la marque, estimée à **65 M€** après déduction de la fiscalité latente¹³⁶ ;
- réévalué la Collection Baccarat à hauteur de **11 M€**¹³⁷ ;
- déduit le surplus de décaissements liés aux investissements nécessaire à la mise en œuvre du Plan d'Affaires, en tenant compte également des impacts fiscaux et d'un effet d'actualisation¹³⁸ ;
- intégré la valeur actuelle des déficits reportables (§ 3.1.6).

Actif net réévalué	
M€	31-déc.-20
Capitaux propres part du Groupe	63
Estimation de la valeur de la marque	88
(-) Estimation de l'impact fiscal	(23)
Réévaluation de la Marque	65
Estimation du coût de reconstitution de la Collection Baccarat	17
(-) Valeur nette comptable au 31 décembre 2020	(2)
(-) Estimation de l'impact fiscal	(4)
Réévaluation de la Collection Baccarat	11
Surplus de capex liés au scénario industriel net de fiscalité	(21)
Valeur réelle des déficits reportables	6
Actif Net Réévalué (M€)	125
Nombre d'actions	830 713
Valeur centrale de l'Action (€)	150

Source : Baccarat, Ledouble

L'Actif Net Réévalué ressort ainsi, en valeur centrale, à **150 €** par Action. Nous avons procédé à une analyse de sensibilité de l'ANR par Action en faisant varier les paramètres d'évaluation de la marque, principal actif ayant fait l'objet d'une réévaluation :

Actif net réévalué (€ / Action)					
Taux d'actualisation	Quote part des surprofits attribuables à la marque				
	50%	55%	60%	65%	70%
+ 100 pb	128 €	128 €	128 €	128 €	129 €
+ 50 pb	137 €	137 €	138 €	138 €	139 €
0 pb	148 €	149 €	150 €	151 €	151 €
- 50 pb	164 €	165 €	166 €	168 €	169 €
- 100 pb	186 €	188 €	190 €	192 €	193 €

Selon cette approche, la valeur de l'Action se positionne ainsi dans une fourchette de valeurs entre **138 €** et **166 €**.

¹³⁶ Nous avons déduit l'impôt théorique au taux de 25,8% qui résulterait de la cession de la marque et des pièces de prestige : valeur centrale de la marque : 88 M€ x (1 – 25,8%).

¹³⁷ Valeur pour la Collection Baccarat après prise en compte de la fiscalité latente : 17 M€ - valeur nette comptable : 2,5 M€) x (1 – 25,8%).

¹³⁸ Nous avons ainsi minoré l'Actif Net Réévalué, du différentiel entre (i) l'enveloppe d'investissements prévue au cours des 5 prochains exercices et (ii) le niveau d'investissements normatif estimé à 4% du chiffre d'affaires, en tenant compte des effets d'actualisation.

3.5.5. Manifestations d'intérêt récentes

La Direction et l'Initiateur nous ont confirmé l'absence de manifestations d'intérêt récentes de la part d'investisseurs, à des conditions financières plus avantageuses que celles bénéficiant aux Actionnaires Minoritaires dans le cadre de l'Offre.

L'Initiateur nous a par ailleurs confirmé, qu'à la date d'émission de notre Rapport, il n'avait engagé, directement ou par l'intermédiaire de ses Conseils, aucun processus de cession et qu'il avait par conséquent exclusivement reçu des offres non sollicitées et non-engageantes.

L'Initiateur nous a transmis les cinq manifestations d'intérêt non sollicitées qu'il a reçues, dont :

- deux offres visant les Actions détenues par FLL ;
- une offre portant sur une partie du fonds de commerce de la Société et plus particulièrement la marque Baccarat, tout en visant également les activités de commerce en ligne, les données relatives à la clientèle et tout ou partie des boutiques détenues en propre ;
- une offre portant sur les actifs de la Société sans détail sur le périmètre exactement visé ni sur le montant de la transaction envisagé ;
- une offre portant sur le rachat, avec une décote, des créances vis-à-vis de FLL qui étaient détenues par les Actionnaires de Référence avant l'exercice de leurs gages.

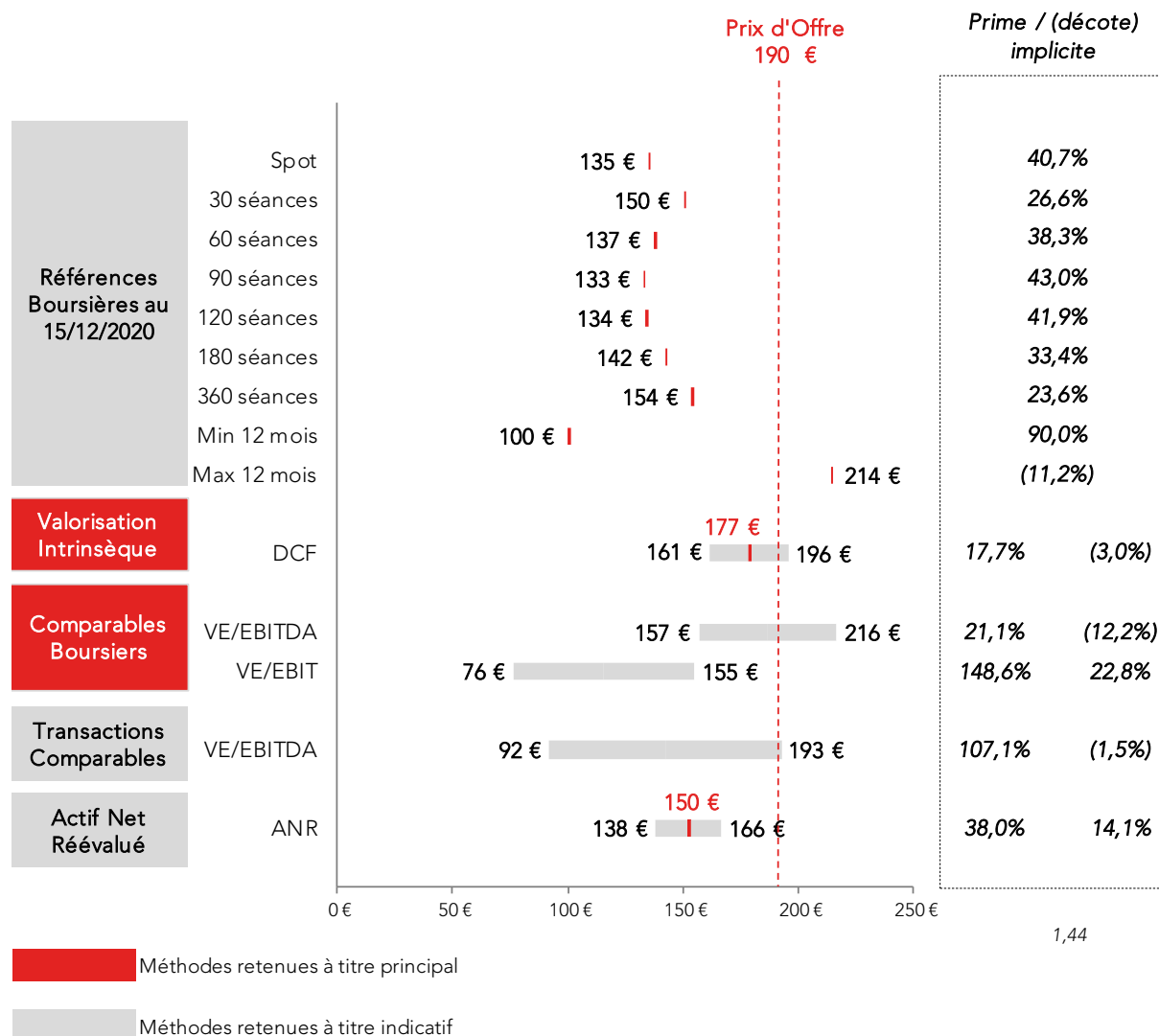
À l'issue de notre examen des manifestations d'intérêt, nous relevons que :

- les offres portant sur les Actions extériorisent des prix sensiblement inférieurs au Prix d'Offre ;
- l'offre portant sur une partie du fonds de commerce de Baccarat valorise les principaux actifs composant le patrimoine du Groupe à une valeur inférieure à notre estimation de la Valeur d'Entreprise¹³⁹ ;
- du fait de l'exercice des gages, l'offre qui portait sur le rachat des créances détenues par les Actionnaires de Référence à l'égard de FLL est devenue sans objet. Bien que les conditions financières de cette offre n'étaient pas directement comparables au Prix d'Offre, la décote envisagée impliquait, pour FLL, des conditions financières moins avantageuses que celles proposées aux Actionnaires Minoritaires dans le cadre de l'Offre.

¹³⁹ La manifestation d'intérêt, exprimée en dollars, repose sur une offre à un prix légèrement supérieur à notre estimation de la valeur centrale de la marque ; elle vise toutefois un ensemble d'actifs plus large que la marque *stricto sensu*.

3.6. Synthèse de l'Évaluation Multicritère

Les valeurs obtenues à l'issue de l'Évaluation Multicritère sont résumées dans le tableau ci-dessous, mentionnant le niveau de prime induit par le Prix d'Offre de **190 €**, sur l'ensemble des critères et méthodes d'évaluation que nous avons examinés et mis en œuvre :



À l'issue de nos travaux d'évaluation de l'Action, nous relevons que :

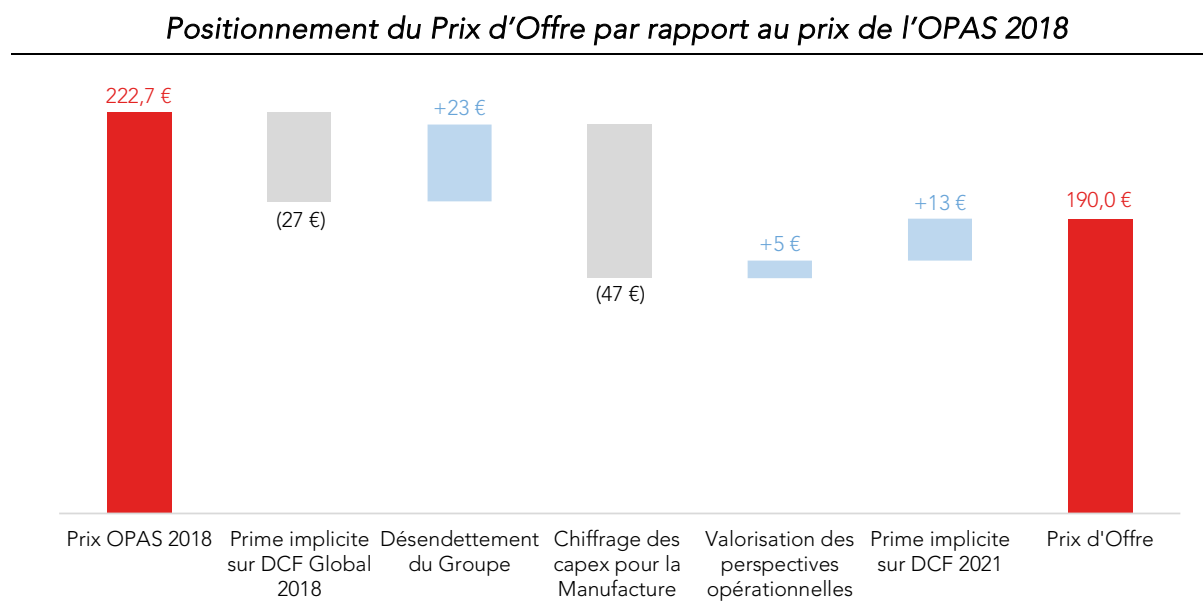
- le Prix d'Offre s'inscrit dans le haut, voire au-delà des fourchettes de valeurs ;
- la prime implicite de 7,2% par rapport à la valeur centrale issue de la méthode d'évaluation intrinsèque DCF est à apprécier au regard :
 - des hypothèses qui sous-tendent le Plan d'Affaires, que nous avons jugé particulièrement volontariste, tant au regard des performances historiques que des défis que le Groupe devra relever dans le contexte de transition industrielle et des aléas qui s'ensuivent (§ 3.5.1.2 et 3.5.1.7) ;
 - du retard pris par le Groupe pour la réalisation de certains investissements (§ 2.2.5) et des efforts conséquents qui devront être déployés au cours des prochains exercices (§ 3.5.1.2) ;

- de la clause de Complément de Prix qui garantit aux Actionnaires Minoritaires des conditions de sortie équivalentes à celles des Actionnaires de Référence, en cas de cession de leurs Actions dans un délai de cinq ans à compter de la décision de conformité de l'Offre (§ 3.8) ;
- du fait de leur taille et de leur modèle économique, les Comparables Boursiers présentent historiquement, comparativement à Baccarat, une rentabilité plus élevée et une meilleure capacité à transformer leur marge d'EBITDA en *cash flow*, de sorte que la valeur de l'Action obtenue à partir des multiples d'EBITDA suppose que le Groupe atteigne rapidement une taille critique sur ses différentes zones d'implantation et parvienne à la fois à améliorer significativement sa rentabilité opérationnelle et à optimiser sa génération de flux de trésorerie ;
- le Prix d'Offre est notoirement supérieur aux valeurs de l'Action découlant des multiples d'EBIT des Comparables Boursiers ;
- le Prix d'Offre extériorise également des primes sur les valeurs issues des critères et méthodes d'évaluation mis en œuvre à titre de recoupement (Transactions Comparables, Actif Net Réévalué) ou indicatif (Références boursières).

En complément de notre appréciation, à date, de la valeur de l'Action, nous examinons *infra* le positionnement du Prix d'Offre de 190 € par rapport au prix de **222,7 €** proposé aux actionnaires de Baccarat lors de l'OPAS 2018 (§ 3.7).

3.7. Positionnement du Prix d'Offre par rapport au prix de l'OPAS 2018

Le graphique suivant illustre le passage du prix de l'OPAS 2018 au Prix d'Offre, par référence à la méthode d'évaluation intrinsèque DCF :



Source : Analyses Ledouble

Nous constatons que :

- le prix de l'OPAS 2018 extériorisait une prime de **27 €** par rapport à notre estimation de la valeur intrinsèque de l'Action en 2018, qui s'établissait à environ 195 € en

intégrant à la fois le périmètre historique des activités du Groupe et les nouvelles activités dont le déploiement était envisagé¹⁴⁰ ;

- le désendettement du Groupe depuis l'OPAS 2018 contribue à augmenter la valeur par Action de **23 €**¹⁴¹ ;
- *a contrario*, l'estimation par la Direction des besoins d'investissements au sein de la Manufacture, en particulier pour permettre la transition vers la fabrication sans plomb¹⁴², conduit à minorer la valeur par Action de **47 €**¹⁴³ ;
- la mise à jour des autres hypothèses incluses dans le Plan d'Affaires et de nos paramètres d'actualisation conduit à majorer notre estimation de la valeur par Action de **5 €** ;
- le Prix d'Offre extériorise une prime implicite de **13 €** sur la valeur par Action, que nous avons commentée ci-avant (§ 3.6).

3.8. Complément de Prix

Le prix d'Offre est susceptible d'être revu à la hausse en cas de signature, dans les cinq ans à compter de la décision de conformité de l'Offre, d'un accord et/ou un d'engagement contraignant avec un tiers, ayant pour objet¹⁴⁴ :

- la cession directe par l'Initiateur des Actions Baccarat ; ou
- la cession indirecte d'actions FLL.

Le Complément de Prix correspondrait à la différence uniquement positive entre :

- le prix de l'Action issu de la vente qui serait perçu par l'Initiateur directement ou par transparence en cas de cession des actions FLL ; et
- le Prix d'Offre.

Nous estimons que ce dispositif permet de placer les actionnaires de Baccarat dans une situation similaire à celle de l'Initiateur, qui envisage une cession de la Société, sans pour autant leur faire courir le risque d'une vente à un prix inférieur au Prix d'Offre.

¹⁴⁰ Pour mémoire, hors « nouvelles activités », notre estimation de la valeur de l'Action ressortait à 136,8 €.

¹⁴¹ Notre estimation de la valeur de l'Action lors de l'OPAS 2018 était basée sur la structure financière du Groupe au 30 juin 2018, dont l'endettement net comptable s'établissait à 8,9 M€. Notre estimation de la valeur actuelle de l'Action intègre la trésorerie nette comptable de 10,6 M€ au 31 décembre 2020, soit une variation de 19,5 M€ correspondant à un impact de 23 € par Action.

¹⁴² Bien que la problématique de la production sans plomb avait déjà été identifiée par la Direction dans le cadre de l'OPAS 2018, le plan d'affaires à l'époque n'intégrait pas explicitement les investissements nécessaires pour opérer la transition vers le nouveau modèle économique.

¹⁴³ Cet impact résulte :

- du surplus d'investissements prévu sur l'Horizon Explicite du Plan d'Affaires pour la Manufacture, lié essentiellement au renouvellement de l'outil industriel et à la transition vers la production sans plomb ; et
- du différentiel entre le capex normatif estimé lors de l'OPAS 2018 et celui estimé présentement, la Direction anticipant une réduction de la durée de vie des fours avec la production de produits sans plomb.

¹⁴⁴ Les modalités de calcul et les conditions de paiement du Complément de Prix sont présentées de manière détaillée au § 2.5 du Projet de Note d'Information.

4. Analyse des éléments de valorisation de l'Établissement Présentateur

Nous avons analysé les travaux d'évaluation réalisés par Mediobanca¹⁴⁵, Établissement Présentateur de l'Offre, dont la synthèse est exposée dans le Projet de Note d'Information.

Les principales convergences ou divergences constatées dans le choix des critères et méthodes d'évaluation, ainsi que dans leur mise en œuvre, peuvent se résumer comme suit.

4.1. Critères et méthodes d'évaluation écartés

Au même titre que Ledouble, l'Établissement Présentateur a écarté la référence à l'actif net comptable et n'a pas mis en œuvre la méthode d'évaluation par actualisation des dividendes futurs.

L'Établissement Présentateur a également considéré que le manque de liquidité de l'Action ne permet pas de considérer le cours de bourse comme un critère pertinent pour apprécier la valeur de l'Action¹⁴⁶.

4.2. Critères et méthodes d'évaluation retenus

L'Établissement Présentateur et Ledouble ont mis en œuvre, à partir du Plan d'Affaires :

- la méthode d'évaluation intrinsèque DCF (§ 3.5.1) ;
- les méthodes d'évaluation analogiques par les multiples boursiers (§ 3.5.2) et les multiples transactionnels (§ 3.5.3).

Nous avons, en outre :

- calculé l'Actif Net Réévalué (§ 3.5.4) ;
- examiné les manifestations d'intérêts récentes reçues par l'Initiateur (§ 3.5.5).

4.3. Passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des capitaux propres

Notre estimation de la valeur de l'Action repose sur une trésorerie financière nette de 0,9 M€ (§ 3.1.5), tandis que l'Établissement Présentateur a retenu une dette financière nette de 2,1 M€ :

Comparaison de l'endettement net financier	
M€	déc.-20
Ledouble	0,9
Trésorerie nette comptable (hors IFRS 16)	(1,0)
Autres provisions	(0,6)
Impôts différés	2,8
Établissement Présentateur	2,1

¹⁴⁵ Les éléments d'appréciation du Prix d'Offre ont été préparés par Messier & Associés pour le compte de Mediobanca.

¹⁴⁶ Nous observons de légers décalages entre les CMPV calculés par Ledouble et ceux calculés par l'Établissement Présentateur. Ces écarts peuvent s'expliquer par les bases de données utilisées ainsi que par le mode de calcul : nous retenons les cours moyens journaliers tandis que Mediobanca se réfère aux cours de clôture.

L'examen comparé des éléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des capitaux propres appelle de notre part les commentaires suivants :

- un écart au niveau de la trésorerie nette comptable pour un montant de 1,0 M€ en raison de la non prise en compte par l'Établissement Présentateur :
 - de comptes et dépôts à terme (18,1 M€) ;
 - de prêts et autres financements auprès de FLL (17,3 M€) ;
 - de la juste valeur des instruments financiers (0,2 M€) ;
- l'Établissement Présentateur retient les provisions non courantes et courantes, tandis que nous retenons uniquement les provisions non courantes, d'où un écart de 0,6 M€ ;
- nous tenons compte uniquement des impôts différés actif afférents aux provisions pour retraites que nous intégrons dans les éléments de dette, tandis que l'Établissement Présentateur retient la totalité des impôts différés actif et passif, quelle qu'en soit la nature, d'où un écart de 2,8 M€.

Au global, les différences ainsi relevées entre l'Établissement Présentateur et l'Expert Indépendant dans la construction de l'endettement net financier ne sont pas significatives pour la détermination de la valeur de l'Action¹⁴⁷.

4.4. Valorisation intrinsèque par actualisation des flux prévisionnels de trésorerie

Bien que Mediobanca et Ledouble aient mis en œuvre la méthode DCF à partir du même Plan d'Affaires établi par la Direction, les estimations de la valeur centrale de l'Action selon cette méthode diffèrent de manière significative, puisqu'elles s'établissent à 122 € pour Mediobanca et à 177 € pour Ledouble, soit un écart de 55 €.

En sus des divergences relevées ci-avant dans le passage de la Valeur d'Entreprise aux capitaux propres (§ 4.3), les différences résultent :

- essentiellement, de la modélisation de la trajectoire financière issue du Plan d'Affaires et plus particulièrement de la construction de la valeur terminale (§ 4.4.1) ; et
- plus accessoirement, des paramètres d'actualisation respectifs (§ 4.4.2).

4.4.1. Modélisation de la trajectoire financière

Mediobanca et Ledouble ont modélisé la trajectoire financière de manière similaire sur l'Horizon Explicite, la principale différence sur la valeur d'entreprise concernant la détermination du flux normatif.

Notre construction de la valeur terminale repose sur les hypothèses décrites *supra* (§ 3.5.1.3). Mediobanca a retenu des hypothèses équivalentes aux nôtres, à l'exception de l'estimation du BFR normatif :

- le flux sous-tendant la valeur terminale calculée par Mediobanca inclut en effet une variation annuelle de BFR de 8,0 M€ que nous estimons excessive ;

¹⁴⁷ L'impact estimé est de l'ordre de 1 € par Action.

- à titre de comparaison, notre flux normatif inclut une variation de BFR égale à 0,7 M€, correspondant à environ 20% de la variation de chiffre d'affaires liée à la croissance perpétuelle.

Les différences relevées dans la modélisation de la trajectoire financière conduisent finalement à un écart très significatif entre les valeurs d'entreprise déterminées respectivement par l'Établissement Présentateur et l'Expert Indépendant, de l'ordre de 123 € par Action¹⁴⁸.

4.4.2. Paramètres d'actualisation

L'Établissement Présentateur a retenu un taux d'actualisation de 7,8%¹⁴⁹ et un taux de croissance perpétuelle de 2,0% ; nous avons retenu un taux d'actualisation de 8,9% et un taux de croissance perpétuelle de 1,8%, (§ 3.5.1.5 et § 3.5.1.6).

Les écarts relevés sur ces paramètres techniques nous conduisent, toutes choses égales par ailleurs, à une valeur de l'Action minorée de 67 € par rapport aux estimations de l'Établissement Présentateur. Nous soulignons que les paramètres d'évaluation que nous avons retenus ont été appliqués à une valeur terminale supérieure à celle déterminée par l'Établissement Présentateur (§ 4.4.1).

4.5. Valorisation analogique par les Comparables Boursiers

L'Établissement Présentateur a construit un large panel de comparables boursiers, composé de deux échantillons distinguant, d'une part, des acteurs opérant dans le secteur du luxe et, d'autre part, des sociétés intervenant sur les marchés de l'art de la table¹⁵⁰. Les panels de l'Établissement Présentateur et de Ledouble se recoupent partiellement. À titre d'information, nous avons écarté les sociétés Fiskars, Hermès, Prada, RH et Swatch, dont le positionnement et/ou les marchés visés nous ont paru éloignés de ceux de Baccarat. *A contrario*, certains de nos Comparables Boursiers ne font pas partie du panel de l'Établissement Présentateur¹⁵¹.

Nous avons par ailleurs relevé les différences méthodologiques suivantes :

- L'Établissement Présentateur a calculé des multiples « spot » au 1^{er} janvier 2021. Nous avons privilégié les multiples actuels de marché, tout en retenant les capitalisations des Comparables Boursiers sur une moyenne de 3 mois en raison des phénomènes de volatilité que nous avons évoqués (§ 3.5.2.1) ;
- L'Établissement Présentateur a privilégié les multiples d'EBITDA ; nous présentons également les résultats obtenus à partir des multiples d'EBIT qui, de notre point de vue, limitent les biais liés à l'intensité capitalistique, dont le degré varie entre les acteurs ;
- à la différence de l'Établissement Présentateur, nous avons ajusté les Valeurs d'Entreprise issues des multiples d'EBITDA pour tenir compte du surplus d'investissements envisagés par la Direction dans le contexte de renouvellement de l'outil industriel et de la transition vers la fabrication sans plomb.

¹⁴⁸ La valeur déterminée par l'Établissement Présentateur étant inférieure de ce montant.

¹⁴⁹ Pour les besoins de l'analyse de sensibilité, l'Établissement Présentateur retient un taux d'actualisation de 7,3% en valeur centrale.

¹⁵⁰ Échantillon désigné par l'Établissement Présentateur sous le terme « *Glassware, Ceramics and Tableware* ».

¹⁵¹ Churchill China et Portmeirion.

En définitive, notre estimation de la valeur de l'Action par l'application des multiples d'EBITDA, bien qu'en léger retrait, se recoupe avec les valeurs obtenues par l'Établissement Présentateur à partir des multiples « spot ».

4.6. Valorisation analogique par les Transactions Comparables

L'examen comparé de la valorisation analogique par les Transactions Comparables appelle de notre part les commentaires suivants :

- les transactions analysées respectivement par Mediobanca et Ledouble se recoupent partiellement. Nous nous sommes limités à la période 2016 à 2021, l'Établissement Présentateur ayant retenu des transactions intervenues depuis 2006 ;
- à la différence de l'Établissement Présentateur, nous avons corrigé les multiples observés de l'incidence des primes de contrôle (§ 3.5.3).

4.7. Synthèse sur la valorisation comparée de l'Action

La comparaison chiffrée de nos travaux avec ceux de l'Établissement Présentateur est exposée ci-après :

Comparaison avec l'Etablissement Présentateur											
€/action	Ledouble			Prime / (décote)		Etablissement Présentateur			Prime / (décote)		
	Min.	Centrale	Max.			Min.	Centrale	Max.			
Prix d'Offre		190 €					190 €				
Référence Boursière au 15/12/2020											
Spot		135 €		40,7%			135 €		40,7%		
30 séances		150 €		26,6%			151 €		26,2%		
60 séances		137 €		38,3%			138 €		38,2%		
90 séances		133 €		43,0%			132 €		43,5%		
120 séances		134 €		41,9%			133 €		42,4%		
180 séances		142 €		33,4%			142 €		34,2%		
360 séances		154 €		23,6%			153 €		24,0%		
Min. 12 mois		100 €		90,0%			100 €		90,0%		
Max. 12 mois		214 €		(11,2%)			214 €		(11,2%)		
Valorisation Intrinsèque											
DCF	161 €	177 €	196 €	17,7%	(3,0%)	109 €	122 €	139 €	74,8%	36,9%	
Comparables Boursiers											
VE/EBITDA	157 €		216 €	21,1%	(12,2%)	167 €		265 €	13,9%	(28,4%)	
VE/EBIT	76 €		155 €	148,6%	22,8%						
Transactions Comparables											
VE/EBITDA	92 €		193 €	107,1%	(1,5%)		140 €		36,1%		
Actif Net Réévalué											
ANR	138 €	150 €	166 €	38,0%	14,1%						

5. Analyse des Accords Connexes

Sur la base du Projet de Note d'information, du Projet de Note d'Information en Réponse, et des informations qui nous ont été transmises dans le cadre de la Mission, nous avons identifié les Accords Connexes suivants :

- Changement de Contrôle intervenu en décembre 2020, ayant résulté de l'exercice par les Actionnaires de Référence d'un gage sur parts sociales (§ 5.1) ;
- Pacte d'actionnaires conclu à l'occasion du Changement de Contrôle entre les Actionnaires de Référence (§ 5.2) ;
- Avenant de prorogation aux contrats de prêt avec FLL (§ 5.3).

5.1. Changement de Contrôle

Nous avons pris connaissance de la documentation relative au Changement de Contrôle :

- Conventions de nantissement d'actions¹⁵² et de créances¹⁵³, conclues le 16 octobre 2019¹⁵⁴, en vue notamment de garantir les engagements pris par la société Fortune Legend Limited ;
- Rapport du réviseur d'entreprises¹⁵⁵ mandaté par l'agent de sûretés, conformément aux dispositions des conventions susmentionnées, dans le but de déterminer la valeur des actifs pris en garantie, à l'occasion de l'exercice des nantissements ;
- Avis d'exécution¹⁵⁶ des nantissements susmentionnés, en date du 23 décembre 2020.

Nous n'avons pas identifié, à la lecture des conventions de nantissement et des avis d'exécution, d'informations susceptibles d'avoir un impact significatif sur le Prix d'Offre.

Compte tenu, d'une part, de la nature de la mission confiée au réviseur d'entreprises et, d'autre part, de la composition du patrimoine de Fortune Legend Limited à la date du Changement de Contrôle, essentiellement constitué des actions Baccarat¹⁵⁷, les informations figurant dans le rapport du réviseur d'entreprises sont susceptibles d'apporter un éclairage sur la valeur du Groupe et des Actions. Nous relevons toutefois, que le réviseur d'entreprises :

- s'est référé essentiellement à des informations publiques et n'a pas été en mesure d'échanger avec la Direction, en particulier sur les perspectives opérationnelles du Groupe ;
- a émis son rapport avant la clôture de l'exercice 2020 ;
- a remis ses conclusions à une date antérieure à notre intervention, le décalage de plusieurs mois étant susceptible d'avoir un impact significatif sur l'appréciation de la valeur de l'Action, dans un contexte de marché perturbé.

¹⁵² « Share pledge agreement ».

¹⁵³ « Receivables Pledge Agreement ».

¹⁵⁴ Les conventions ont été conclues notamment entre, d'une part, Fortune Fountain Holding Group Co. en qualité de constituant des gages et, d'autre part, l'agent de sûretés, en présence de Fortune Legend Limited, société propriétaire des actifs pris en garantie.

¹⁵⁵ Rapport émis le 21 décembre 2020.

¹⁵⁶ « Enforcement notices ».

¹⁵⁷ Représentant environ 97% du capital de la Société.

Nous considérons par conséquent que les résultats de l'évaluation mise en œuvre par le réviseur d'entreprises ne peuvent être exploités à la date d'émission de notre Rapport pour apprécier le caractère équitable des conditions et modalités financières de l'Offre pour les Actionnaires Minoritaires. À titre indicatif, nous constatons que la valeur de l'Action, telle qu'estimée par le réviseur d'entreprises en décembre 2020, s'inscrit dans une fourchette de valeurs en retrait par rapport au Prix d'Offre.

5.2. Pacte d'actionnaires

Dans le cadre du Changement de Contrôle, les Actionnaires de Référence ont conclu le 23 décembre 2020 un pacte d'actionnaires, prévoyant notamment :

- des règles de transfert des actions détenues par les Actionnaires de Référence au capital de Fortune Legend Limited ;
- des clauses ayant pour objectif d'encadrer la gouvernance au niveau de FLL ;
- une liste de décisions ou d'évènements requérant l'accord unanime des Actionnaires de Référence.

Nous n'avons pas relevé dans le pacte d'actionnaires de clause susceptible de préjudicier aux intérêts des actionnaires dont les titres sont visés par l'Offre.

5.3. Avenant de prorogation aux contrats de prêt avec FLL

Nous avons pris connaissance de la décision de prorogation de certains contrats de prêts souscrits par la Société¹⁵⁸, dans le but d'assurer sa continuité d'exploitation dans l'attente d'éventuelles solutions alternatives de refinancement pérennes.

Il ne nous appartient pas d'apprécier si cette convention, soumise à l'application des dispositions des articles L.225-38 et suivants du Code de commerce, est conclue dans l'intérêt de la Société. L'avenant aux contrats de prêts¹⁵⁹ a pour effet notamment :

- de suspendre temporairement le versement d'intérêts courus ;
- de proroger, jusqu'au 31 mars 2022, le délai pour mandater une banque d'affaires et fournir à FLL des offres de refinancement alternatif des prêts consentis ;
- de fixer au 31 décembre 2025 la date de remboursement final desdits prêts.

Nous précisons par ailleurs que les autres modalités de rémunération des prêts visés restent inchangées et qu'elles n'ont pas eu d'incidence sur notre appréciation de la valeur de l'Action¹⁶⁰.

¹⁵⁸ Communiqué de presse de la Société du [30 avril 2021](#) : « Résultats annuels 2020 ».

¹⁵⁹ Avenant matérialisé sous la forme d'un courrier en date du 21 avril 2021, signé par les représentants de FLL et de Baccarat.

¹⁶⁰ En effet :

- notre estimation de la valeur de l'Action selon la méthode intrinsèque DCF modélise les flux prévisionnels de trésorerie disponibles pour l'entreprise (*Free Cash Flow to the Firm*) et non pas pour les actionnaires (*Free Cash Flow to Equity*) ;
- notre estimation du coût du capital est réalisée selon la méthode directe à partir du beta des Comparables Boursiers ;
- les multiples boursiers et les multiples transactionnels sont appliqués aux marges d'EBITDA et/ou d'EBIT, *i.e.* avant incidence du résultat financier.

6. Observations formulées par des Actionnaires Minoritaires

Nous avons relayé le communiqué de presse du [26 avril 2021](#) faisant part de la désignation de Ledouble en qualité d'Expert Indépendant dès le [27 avril 2021](#) sur notre site d'informations. Nous n'avons pas reçu de courrier de la part d'Actionnaires Minoritaires et il ne nous en a pas été signalé par la Direction, ni par les représentants de l'Initiateur.

Dans le cadre de notre prise de connaissance des questions écrites adressées par certains actionnaires de la Société au Conseil d'Administration en vue de l'Assemblée Générale des actionnaires du 15 avril 2021, nous avons relevé une question¹⁶¹ portant sur notre Mission et plus particulièrement sur la possible reconduction de l'échantillon de Comparables Boursiers retenu dans le cadre de l'OPAS 2018. Bien que cette question ne nous ait pas été directement adressée, nous apportons à toutes fins utiles, les précisions suivantes :

- les sociétés comparables mentionnées par l'actionnaire minoritaire étaient celles incluses dans le panel de la banque présentatrice de l'OPAS 2018¹⁶², qui se recoupait toutefois avec l'échantillon que nous avons retenu pour les besoins de notre précédente expertise ;
- nous avons partiellement reconduit le panel de comparables boursiers que nous avons construit lors de l'OPAS 2018, en y apportant toutefois certaines modifications dans le but d'améliorer la pertinence de nos résultats (§ 3.5.2.2).

7. Synthèse

Conformément au champ de saisine de l'Expert Indépendant (§ 1.4.1), nous nous sommes attachés à vérifier :

- le caractère équitable des conditions financières de l'Offre au regard de la valeur de l'Action issue de l'Évaluation Multicritère ;
- l'absence de dispositions dans les Accords Connexes susceptibles de préjudicier aux intérêts des Actionnaires Minoritaires.

Nous précisons que nous apprécions le Prix d'Offre par référence aux conditions financières de l'Offre et à l'évaluation de l'Action dans les circonstances actuelles, lesquelles, par définition, diffèrent des conditions dans lesquelles les Actionnaires Minoritaires ont pu, au cas par cas, acquérir leurs titres.

Nous constatons que les Actionnaires Minoritaires bénéficient d'une liquidité de leurs titres au Prix d'Offre de 190 €, appréciable au regard :

- de la faible liquidité liée à l'étroitesse du flottant ;
- des valeurs résultant de l'Évaluation Multicritère et des fourchettes de primes qui en découlent ; et
- de la clause de Complément de Prix.

Nous n'avons par ailleurs pas recensé dans les Accords Connexes d'informations ou de dispositions de nature à remettre en cause l'équité du Prix d'Offre.

¹⁶¹ Question n°12 adressée par M. Gaël Birotheau dans un courrier daté du 6 avril 2021.

¹⁶² Pour mémoire, Société Générale.

8. Conclusion

À l'issue de nos travaux d'évaluation de l'Action, nous sommes d'avis que le Prix d'Offre de 190 €, susceptible d'être ajusté à la hausse par la clause de Complément de Prix, est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de Baccarat apportant leurs titres à l'offre publique d'achat simplifiée suivie d'un retrait obligatoire.

Nous n'avons pas relevé dans les Accords Connexes de disposition susceptible de porter préjudice aux intérêts des Actionnaires Minoritaires dont les titres sont visés par l'Offre.

Paris, le 3 juin 2021

LEDOUBLE SAS

Agnès PINIOT

Présidente, Associée

Romain DELAFONT

Associé

ANNEXES

➤ Lettre de mission	Annexe 1
➤ Programme de travail et rémunération de Ledouble	Annexe 2
➤ Principales étapes de l'expertise	Annexe 3
➤ Principaux 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

[*En-tête Baccarat*]

Madame Agnès Piniot et
Monsieur Romain Delafont
Ledouble SAS
8, rue Halévy
75009 Paris

Paris, le 3 mars 2021

Chère Madame,

Baccarat (la « Société ») est une société dont les actions sont admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext à Paris (compartiment C). Elle exploite une marque de luxe française internationalement reconnue comme un leader des produits en cristal haut-de-gamme et exclusifs.

Les fonds Tor Investment Management et Sammasan Capital ont annoncé, le 23 décembre 2020, détenir aux côtés d'autres actionnaires minoritaires la totalité du capital et des droits de vote de la société Fortune Legend Limited S.à r.l. (« FLL »), propriétaire de 97,1% du capital et des droits de vote de la Société, du fait de la réalisation d'un gage sur parts sociales consenti en qualité de prêteurs en vertu d'une convention de crédit conclue avec FLL en qualité d'emprunteur en octobre 2019.

Les nouveaux actionnaires de FLL ont fait part à la Société de leur intention de déposer, par l'intermédiaire de FLL, une offre publique d'achat obligatoire selon la procédure simplifiée régie par les articles 233-1 et suivants du règlement général de l'autorité des marchés financiers (l'« AMF ») sur l'ensemble des actions de la Société, conformément aux dispositions des articles L.433-3, II du code monétaire et financier et de l'article 234-2 du règlement général de l'AMF. Ils ont par ailleurs l'intention de demander à l'AMF la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire à l'issue de la réalisation de l'offre publique d'achat.

La Société est actuellement sous administration provisoire. Le président du Tribunal de commerce de Nancy statuant en référé nous a, par ordonnance du 7 septembre 2020, désignés en qualité d'administrateurs provisoires de la Société pour une durée indéterminée. Les termes de notre mission de direction ont eu pour effet de dessaisir le conseil d'administration de ses pouvoirs.

La Société ne se trouvant ainsi pas en mesure de constituer le comité *ad hoc* mentionné au III de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF, nous avons soumis à l'AMF l'éventualité de votre désignation en qualité d'expert indépendant, conformément aux dispositions de l'article 261-1-1 du règlement général de l'AMF.

Les services de l'AMF nous ont confirmé que le collège de l'AMF a examiné cette demande lors de sa réunion du 18 décembre 2020 et qu'il ne s'est pas opposé à votre désignation en tant qu'expert indépendant dans le cadre de l'offre à venir.

Dans ce contexte, nous souhaitons désigner le cabinet Ledouble en qualité d'expert indépendant conformément aux dispositions du règlement général de l'AMF et de ses instructions d'application.

Cadre réglementaire de la mission

Vos diligences seront effectuées conformément aux dispositions de l'article 261-1 I, 1°, 2°, 4° et II du règlement général de l'AMF en vigueur, des instructions d'application n° 2006-07 et n° 2006-08 relatives respectivement aux offres publiques d'acquisition et à l'expertise indépendante, ainsi que de la recommandation AMF n° 2006-15.

Objectif de la mission

Conformément à la réglementation de l'AMF, l'expertise indépendante vise à apprécier le prix des titres de la Société qui sera proposé aux actionnaires minoritaires et à se prononcer sur l'équité des conditions financière de l'offre et sur le prix auquel aurait lieu le retrait obligatoire.

Il a été convenu que vos travaux comporteront de manière non exhaustive les étapes suivantes :

- des entretiens réguliers avec les dirigeants, responsables opérationnels et responsables financiers au sein de la Société, les représentants de l'initiateur, les conseils de la Société et de l'initiateur, l'établissement présentateur de l'offre, les représentants de la Direction des émetteurs au sein de l'AMF et le cas échéant, les commissaires aux comptes de la Société et de l'initiateur ;
- l'analyse des éléments prévisionnels de la Société ;
- l'évaluation des titres de la Société en application de la réglementation applicable ;
- la prise de connaissance et analyse des travaux de l'établissement présentateur de l'offre ;
- le cas échéant, l'analyse des accords connexes pouvant intervenir dans le cadre de l'opération ;
- la gestion des éventuels échanges que vous pourriez avoir avec les actionnaires minoritaires et l'AMF ; et
- la rédaction de votre rapport.

Méthodologie d'évaluation

L'évaluation sera fondée sur une approche multicritère qui reprendra les méthodes couramment utilisées et admises par l'AMF pour valoriser une société comme Baccarat.

Nous nous engageons à vous fournir un accès aux données nécessaires à l'accomplissement de votre mission.

Calendrier

L'article 262-1 II du règlement général prévoit qu'une fois désigné, l'expert doit disposer d'un délai suffisant pour élaborer son rapport en fonction de la complexité de l'opération et de la qualité de l'information mise à sa disposition, et que ce délai ne peut être inférieur à vingt jours de négociation. Ce délai minimum s'entend à compter de la réception de l'ensemble de la documentation nécessaire à l'élaboration de son rapport.

FLL a déclaré son intention de déposer l'offre « à l'issue de la mission des administrateurs provisoires, lorsqu'un conseil d'administration aura été nommé par la prochaine assemblée générale des actionnaires de Baccarat sur proposition des prêteurs et que celui-ci aura rendu un avis motivé sur l'offre ».

Par ordonnance du 10 février 2021, le Tribunal de commerce de Nancy, après avoir pris connaissance de notre rapport, nous a ordonné de convoquer l'assemblée générale de la Société et d'y participer. L'assemblée générale devrait ainsi être convoquée dans les meilleurs délais et devrait donner lieu au renouvellement de la composition du conseil d'administration de la Société. A supposer que notre mission d'administrateurs provisoires prenne fin avant la remise de votre rapport, il est possible qu'un comité *ad hoc* soit constitué au sein du conseil d'administration pour assurer le suivi de vos travaux.

Conflit d'intérêt

Vous nous avez confirmé qu'Agnès Piniot, Romain Delafont et le cabinet Ledouble sont indépendants des sociétés concernées ainsi que de leurs actionnaires. Ils n'ont pas de lien juridique ou financier avec les sociétés et ne se trouvent dans aucune des situations de conflit d'intérêt visées à l'article 261-4 du règlement général de l'AMF et à l'article 1 de l'instruction 2006-08 prise en application du titre VI du livre II du règlement général de l'AMF.

Budget

Il est enfin indiqué que vos honoraires seront acquittés par la Société.

Nous vous prions de croire, chère Madame, cher Monsieur, en l'expression de nos salutations distinguées.



Me Frédéric Abitbol
SCP Abitbol & Rousselet



Signature numérique
de Christophe GELIS
Date : 2021.03.03
13:18:47 +01'00'

M. Christophe Gelis
SELARI KSG-Sury-Gelis

ANNEXE 2 : PROGRAMME DE TRAVAIL ET RÉMUNÉRATION DE LEDOUBLE

> Travaux préliminaires et prise de connaissance

- Revue de presse
- Analyse des communiqués de presse de la Société
- Recherches documentaires
- Analyse de l'Opération et de son corpus juridique
- Étude de marché et du positionnement de Baccarat
- Examen de l'évolution historique de la cotation de l'Action
- Requêtes documentaires et exploitation des réponses de la Direction et des Conseils
- Revue des procès-verbaux du Conseil d'Administration et des Assemblées Générales
- Lecture d'ensemble du Projet de Note d'Information et du Projet de Note d'Information en Réponse
- Analyse des Accords Connexes

> Travaux de valorisation

- Revue des résultats historiques, de la structure financière et des événements marquants du Groupe au cours des derniers exercices
- Revue des due diligences réalisées pour le compte de la Société
- Recherches d'informations sectorielles et financières dans nos bases de données
- Analyse détaillée du Plan d'Affaires approuvé par le Conseil d'Administration du 15 avril 2021 et modélisation DCF
- Constitution d'un panel de Comparables Boursiers et recherche de Transactions Comparables
- Valorisation de la marque Baccarat et détermination de l'Actif Net Réévalué
- Évaluation Multicritère de l'Action et comparaison avec les éléments de valorisation de l'Établissement Présentateur

> Élaboration du Rapport

- Réunions et entretiens téléphoniques
- Rédaction de la lettre de mission
- Soumission de lettres de représentation à la Direction et à l'Initiateur
- Rédaction du Rapport présenté au Comité Ad Hoc
- Administration et supervision de la Mission

> Rémunération

Le montant des honoraires de Ledouble s'établit à 130.000 € hors taxes, en fonction du temps estimé pour la réalisation de la Mission, correspondant à une enveloppe d'environ 650 heures.

ANNEXE 3 : PRINCIPALES ÉTAPES DE L'EXPERTISE

> Mars 2021

- Réunions avec la Direction et les Conseils
- Réception de la lettre de mission des Administrateurs Provisoires
- Prise de connaissance des informations publiques relatives à la Société
- Examen du corpus juridique de l'Opération
- Requêtes documentaires
- Étude de marché et analyse des performances du Groupe
- Réunions avec l'Établissement Présentateur

> Avril 2021

- Examen d'une première version du Projet de Note d'Information
- Revue juridique et analyse des Accords Connexes
- Examen du projet de rapport d'évaluation de l'Établissement Présentateur
- Prise d'acte, en tant que de besoin, de la désignation de l'Expert Indépendant par le Conseil d'Administration (15 avril 2021)
- Réunions avec la Direction, les Conseils et l'Établissement Présentateur
- Travaux d'Évaluation Multicritère sur la base du Plan d'Affaires
- Requêtes documentaires complémentaires
- Rédaction du projet de Rapport

> Mai 2021

- Échanges avec le Comité Ad Hoc sur l'étendue de la Mission, les modalités de sa mise en œuvre et les méthodes et hypothèses retenues pour procéder à l'évaluation de l'Action
- Obtention du rapport final d'évaluation de l'Établissement Présentateur
- Examen du Projet de Note d'Information et du Projet de Note d'Information en Réponse de la Société
- Obtention des dernières données de gestion et du suivi budgétaire
- Finalisation de l'Évaluation Multicritère
- Revue indépendante
- Présentation du projet de Rapport au Comité Ad Hoc

▪ Juin 2021

- Prise de connaissance des versions finales du Projet de Note d'Information et du Projet de Note d'Information en Réponse de la Société
- Réception des lettres de représentation
- Émission du Rapport

ANNEXE 4 : PRINCIPAUX INTERLOCUTEURS DE LEDOUBLE

➤ Société

Baccarat

- Hervé MARTIN Directeur Général
- Pascale AMIEL Directrice Financière
- Xavier FREVILLE Directeur Qualité Hygiène Sécurité et Environnement

➤ Administrateurs

Comité Ad Hoc

- Margareth HENRIQUEZ Présidente du Comité Ad Hoc
- Bryant STONE Membre du Comité Ad Hoc
- Laurence NICOLAS Membre du Comité Ad Hoc

➤ Conseil juridique de la Société et du Comité Ad Hoc

Darros Villey Maillot Brochier A.A.R.P.I

- Laurent GAUTIER Associé
- Hadrien BOURRELIS Collaborateur

➤ Conseil juridique de la Société

PB Avocats

- Stéphane PENAFIEL Associé

➤ Actionnaires de Référence

Tor Investment Management

- Bryant STONE Managing Director

Sammasan Capital

- Stephen EZEKIEL Chairman - CEO
- Erwan STERVINOU Associé

➤ Conseil juridique de l'Initiateur

Linklaters LLP

- Pierre TOURRES Associé
- Julien BOURMAUD-DANTO Counsel

ANNEXE 4 : PRINCIPAUX INTERLOCUTEURS DE LEDOUBLE (suite)

➤ Conseils financiers de l'Initiateur

Messier & Associés

- Jean-François CIZAIN Associé
- Guillaume VIAT Vice President

BDA Partners

- Jonathan AIKEN Managing Director

➤ Établissement Présentateur

Mediobanca

- Paola BRUSCHI Director - ECM

ANNEXE 5 : PRINCIPALES SOURCES D'INFORMATION EXPLOITÉES

➤ Documentation relative à l'Opération

Documentation juridique

- Lettre des Administrateurs Provisaires désignant l'Expert Indépendant (3 mars 2021)
- Procès-verbal du Conseil d'Administration prenant acte, en tant que de besoin, de la désignation de l'Expert Indépendant, constituant le Comité Ad Hoc et approuvant le Plan d'Affaires de la Société (15 avril 2021)
- Corpus juridique lié au Changement de Contrôle :
 - *Share Pledge Agreement*
 - *Receivables Pledge Agreement*
 - *Enforcement notices*
 - Rapport du réviseur d'entreprises mandaté par l'agent de sûretés
- Pacte d'actionnaires conclu dans le cadre du Changement de Contrôle
- Manifestations d'intérêt reçues par l'Initiateur

Informations financières

- *Independent business review* réalisé par un cabinet indépendant mandaté par les Administrateurs Provisaires
- Rapport d'analyse des scénarii industriels
- Rapport d'évaluation de l'Établissement Présentateur
- Projet de Note d'Information
- Projet de Note d'Information en Réponse

➤ Documentation relative à Baccarat

Documentation juridique

- Extrait Kbis (2 février 2021)
- Organigramme du Groupe (mars 2021)
- Répartition du capital et des droits de vote (31 décembre 2020)
- Procès-verbaux du Conseil d'Administration (2019 à 2021)
- Procès-verbaux des Assemblées Générales (2019 à 2021)
- État des principaux litiges et provisions (31 décembre 2020)
- État des privilèges et nantissements (22 avril 2021)
- Rapport des Administrateurs Provisaires (7 janvier 2021)

ANNEXE 5 : PRINCIPALES SOURCES D'INFORMATION EXPLOITÉES (suite)

Informations comptables et financières

- Rapports financiers semestriels et annuels (2016 à 2020)
- Communiqués sur les comptes, les résultats et le chiffre d'affaires (2016 à 2020)
- Cadrage des budgets et des réalisations (2018 à 2020)
- Plan d'Affaires établi par la Direction et approuvé par le Conseil d'Administration du 15 avril 2021
- Suivi budgétaire à fin mars 2021
- Ventilation des déficits reportables activés et non activés par filiale au 31 décembre 2020

> Documentation sectorielle

- Bain & Company, Altagamma (2020), [Worldwide luxury market monitor](#), novembre
- Bain & Company (2020), [Luxury Goods Worldwide Market study](#), mai.
- Bain & Company (2020), [2019 Luxury Goods Worldwide Market Study](#), février
- Bain & Company (2020), [Luxury Goods Worldwide Market Study, Fall–Winter 2019](#)
- Bain & Company, Tmall Luxury Division (2020), [China's Unstoppable 2020 Luxury Market](#)
- Xerfi (2021), Le secteur des arts de la table, avril
- Xerfi (2020), L'industrie des arts de la table, juin.

> Sites d'informations

Société et Comparables boursiers

- Baccarat, <https://baccarat-finance.com/>
- Churchill China, <https://www.churchill1795.com/>
- Kering, <https://www.kering.com/fr/>
- Lalique, <https://www.lalique.com/fr>
- LVMH, <https://www.lvmh.fr/>
- Portmeirion, <https://www.portmeirion.co.uk/int/>
- Richemont, <https://www.richemont.com/en/home/>
- Villeroy & Boch, <https://www.villeroy-boch.fr/>
- Vista Alegre Atlantis, <https://vistaalegre.com/eu/>

ANNEXE 5 : PRINCIPALES SOURCES D'INFORMATION EXPLOITÉES (suite)

Autres sites

- AMF, <http://www.amf-france.org/>
- Banque de France, <https://www.banque-france.fr/>
- Euronext, <https://live.euronext.com/>
- FMI (2021), Perspectives de l'économie mondiale, avril, <https://www.imf.org/external/datamapper/datasets/WEO>
- Organisation mondiale du Tourisme, <https://www.unwto.org/global-and-regional-tourism-performance>

Bases de données

- *Bloomberg*
- *Mergermarket*
- *S&P Capital IQ*
- *Xerfi*

ANNEXE 6 : COMPOSITION DE L'ÉQUIPE 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 (2015 à 2021) 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 Évaluateurs (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 de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes (CNCC) et de l'Ordre des Experts-Comptables
- Trésorière de la Compagnie Nationale des Experts Comptables de Justice
- 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 – Grade de Master en Ingénierie
- Membre de la SFEV

➤ **Hélène FABRE, Responsable de mission**

- Master 104 « Finance, recherches et études approfondies » de l'Université Paris IX – Dauphine

➤ **Vincent GUEZENEC, Analyste**

- EM Lyon Business School – Mastère Spécialisé en Ingénierie Financière
- Institut Supérieur de Gestion – Grade de Master

ANNEXE 6 : COMPOSITION DE L'EQUIPE LEDOUBLE (suite)

➤ Olivier CRETTE, Associé, Revue indépendante

Olivier Crette 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 des Normes Professionnelles de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes (CNCC)
- Membre de la Commission Évaluation de l'association nationale des Directeurs Financiers et de Contrôle de Gestion (DFCG)
- Professeur associé au Conservatoire National des Arts et Métiers (CNAM)

ANNEXE 7 : LISTE DES EXPERTISES FINANCIÈRES RÉALISÉES PAR LEDOUBLE¹⁶³

Année	Société	Etablissement présentateur
2021	XPO Logistics Europe	Rothschild Martin Maurel
2021	Natixis	JP Morgan
2021	EPC Groupe	Natixis
2021	Selectirente	Natixis
2021	Spir Communication	Kepler Cheuvreux
2020	EasyVista	Natixis
2020	Lafuma	Société Générale
2020	Ingenico	BNP Paribas, Morgan Stanley & Co International, Natixis et Société Générale
2019	Terreïs	Goldman Sachs Paris 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

* : Restructuration financière / Augmentation de capital réservée

¹⁶³ Depuis 2015.

ANNEXE 8 : COMPARABLES BOURSIERS¹⁶⁴

Description des Comparables Boursiers

Société	Pays	Description	Place de cotation principale
Portmeirion	Royaume-Uni	Portmeirion fabrique, commercialise et distribue de la vaisselle en céramique, des ustensiles de cuisine, de la verrerie et des accessoires de table sous les marques Portmeirion, Spode, Wax Lyrical, Royal Worcester, Nambé et Pimperlé principalement au Royaume-Uni, aux États-Unis et en Corée du Sud.	London Stock Exchange
Vista Alegre Atlantis	Portugal	Vista Alegre Atlantis fabrique et distribue des articles en porcelaine et en céramique à des grossistes, des magasins de détail et à des clients directs au Portugal et à l'international. La société fabrique et commercialise également des articles en cristal.	Euronext Lisbon
Churchill China	Royaume-Uni	Churchill China fabrique de la vaisselle en céramique, qu'elle distribue aux ménages et professionnels de l'hôtellerie principalement au Royaume-Uni. La société a également une activité d'exportation vers l'Amérique du Nord et l'Europe du Sud.	London Stock Exchange
Lalique	Suisse	Lalique conçoit, commercialise et distribue à l'international des produits de luxe, tels que des parfums, des cosmétiques, du cristal, des bijoux ou encore de l'ameublement haut de gamme.	SIX Swiss Exchange
Villeroy & Boch	Allemagne	Villeroy & Boch conçoit et commercialise à l'international des produits en céramique et en porcelaine destinés aux ménages et professionnels. Le Groupe vend de l'ameublement pour la salle de bain ainsi que des produits de l'art de la table.	Xetra ETF
Richemont	Suisse	La Compagnie Financière Richemont est un groupe suisse qui détient plusieurs marques de luxe telles que Cartier, Chloé ou encore Piaget. Ces marques sont connues pour leurs bijoux, montres, maroquinerie, stylos ou encore prêt-à-porter.	SIX Swiss Exchange
Kering	France	Kering est un consortium français de maisons de luxe spécialisées dans la haute couture, la joaillerie, l'horlogerie ou encore la maroquinerie, à l'instar de Saint-Laurent, Gucci ou encore Boucheron.	Euronext Paris
LVMH	France	LVMH est un groupe diversifié de maisons de luxe. Ces maisons sont des acteurs mondiaux sur les marchés de la haute couture, la joaillerie, la cosmétique ou encore les spiritueux. Le groupe détient également des hôtels, bars et restaurants.	Euronext Paris

Source : Bloomberg

Profil financier et multiples des Comparables Boursiers

Société	Croissance CA		Marge d'EBITDA		Marge d'EBIT		xEBITDA		xEBIT	
	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e
Portmeirion	2,5%	10,4%	9,4%	12,1%	8,3%	11,0%	10,1x	7,1x	12,4x	8,5x
Vista Alegre Atlantis	13,5%	10,1%	17,4%	18,4%	10,4%	12,3%	10,3x	8,8x	17,9x	13,7x
Churchill China	36,1%	26,3%	15,9%	21,4%	10,6%	17,1%	19,9x	11,8x	29,8x	14,7x
Lalique	12,7%	12,2%	3,2%	8,5%	(4,5%)	3,3%	n.s.	24,4x	n.s.	62,0x
Villeroy & Boch	8,6%	3,4%	9,6%	9,7%	6,8%	7,0%	6,1x	5,8x	9,3x	8,7x
Richemont	18,3%	8,1%	18,9%	20,6%	14,3%	15,9%	17,5x	14,8x	24,5x	20,4x
Kering	22,7%	10,1%	29,6%	31,1%	27,1%	28,4%	17,3x	14,9x	19,8x	17,2x
LVMH	32,3%	9,8%	24,7%	25,9%	22,4%	23,2%	21,2x	18,4x	24,3x	21,3x
Médiane	15,9%	10,1%	16,6%	19,5%	10,5%	14,1%	17,3x	13,3x	19,8x	15,9x
Moyenne	18,3%	11,3%	16,1%	18,5%	11,9%	14,8%	14,6x	13,3x	19,7x	20,8x

Source : Bloomberg

¹⁶⁴ Dans l'ordre croissant des capitalisations boursières.

ANNEXE 9 : TRANSACTIONS COMPARABLES

Transactions Comparables

Date	Acquéreur	Cible	VE/EBITDA	
			Avec prime de contrôle	Sans prime de contrôle
janv.-21	LVMH	Tiffany & Co.	16,5x	12,1x
déc.-20	Style Capital	Zimmermann Wear	7,9x	5,7x
oct.-19	Sun European Partners	Vetserie Riunite	6,7x	4,9x
juil.-19	Vera Bradley	Creative Genius	8,9x	6,5x
déc.-18	Capri Holdings	Gianni Versace	41,0x	29,8x
juin-18	Fortune Fountain Capital	Baccarat	16,9x	12,9x
nov.-17	Capri Holdings	Jimmy Choo	16,9x	12,9x
oct.-17	Vidrala	Santos Barosa - Vidros	7,7x	5,6x
oct.-17	Tolomei Participations	Le Tanneur & Cie	35,6x	28,9x
juil.-17	CVC Capital Partners	Breitling	16,0x	11,6x
juil.-17	LVMH	Christian Dior Couture	15,6x	11,7x
mai-17	LBO France	Vetroelite	9,6x	7,2x
mai-17	Serafin Unternehmensgruppe	BHS Tabletop	8,0x	6,8x
Médiane			15,6x	11,6x
Moyenne			15,9x	12,1x

Sources : MergerMarket, Capital IQ, Communiqués de presse

ANNEXE 10 : PRINCIPES DE LA REVUE QUALITÉ

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, ainsi que 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 des Administrateurs Provisoires en **Annexe 1** et du procès-verbal du Conseil d'Administration du 15 avril 2021 ;
 - 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 ;
 - s'informer de la nature de la documentation exploitée au cours de la Mission ;
 - 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 Multicritère ;
 - suivre la rédaction du Rapport sur le plan formel en relation avec les signataires, par la formalisation de « questions-réponses » ;
 - vérifier *in fine* la cohérence entre le contenu du Rapport et en conclusion l'Attestation d'Équité.

BACCARAT

Offre Publique d'Achat Simplifiée
suivie d'un retrait obligatoire

Addendum au Rapport en date du 3 juin 2021

Le présent addendum à notre rapport d'expertise en date du 3 juin 2021 (le « **Rapport** »¹) est motivé par la volonté de l'expert indépendant :

- d'apporter des éléments de réponse à deux courriers reçus postérieurement à l'émission du Rapport², dont :
 - un courrier adressé le 5 juin 2021 par un actionnaire minoritaire à l'Autorité des Marchés Financiers, dont il nous a transmis une copie (le « **Premier Courrier** ») ;
 - un courrier qui nous a été adressé directement le 11 juin 2021 par le conseil de deux actionnaires minoritaires de la Société (le « **Second Courrier** ») ;
- de prendre connaissance des modifications apportées au Projet de Note d'Information et de confirmer que celles-ci ne remettent pas en cause nos travaux et notre conclusion formulée dans notre attestation d'équité du 3 juin 2021.

Observations formulées par des Actionnaires Minoritaires³

Nous avons examiné et apprécié, au regard des conditions financières de l'Offre, l'ensemble des observations et griefs formulés dans le Premier Courrier et le Second Courrier, et précisons que :

- l'Attestation d'Équité est délivrée à l'ensemble des actionnaires dont les titres sont visés par l'Offre i.e. indépendamment des considérations spécifiques à certains d'entre eux ;
- aux termes de l'article 262-1.I du règlement général de l'AMF, « *l'expert indépendant établit un rapport sur les conditions financières⁴ de l'offre ou de l'opération dont le contenu est précisé par une instruction de l'AMF* » ;
- dès lors, les problématiques invoquées tant dans le Premier Courrier que le Second Courrier, ne relèvent que partiellement de nos attributions. En sont notamment exclus les sujets liés :
 - à la conformité du projet d'Offre sur le plan juridique et, plus généralement, l'ensemble des questions de nature juridique sous réserve que celles-ci n'aient pas d'incidence sur notre appréciation des conditions financières de l'Offre ;

¹ Le présent addendum au Rapport en date du 3 juin 2021 (l'« **Addendum** ») en reprend certains termes définis dans le glossaire du Rapport (pp. 4-6) ainsi que les conventions de présentation, les renvois entre parties et chapitres du Rapport étant matérialisés entre parenthèses par le signe §.

² Nous n'avons pas été informés d'autres démarches d'actionnaires ou de représentants d'actionnaires de la Société concernant le projet d'Offre, en dehors des éventuelles questions écrites soumises par des actionnaires en amont de l'assemblée générale du 30 juin 2021, auxquelles il revient à la Société de répondre.

³ Directement ou par l'intermédiaire d'un conseil.

⁴ Souligné par nous.

- aux structures de prise de contrôle de Baccarat, dès lors que les observations formulées n'ont pas d'incidence sur notre appréciation des conditions financières de l'Offre ;

➤ l'Actionnaire Minoritaire rédacteur du Premier Courrier confond :

- les travaux de l'Établissement Présentateur avec nos propres travaux⁵,
- le Projet de Note d'Information avec notre Rapport qui figure dans le Projet de Note d'Information en Réponse⁶,
- les modalités financières de l'Offre définies par l'Initiateur avec notre Mission qui consiste à en apprécier le caractère équitable⁷,

de sorte que la plupart des observations figurant dans le Premier Courrier sont sans objet ;

➤ le Second Courrier inclut plusieurs questions sur l'OPAS 2018, en dehors du périmètre de la Mission.

Nous ne retenons donc dans l'Addendum que les points suivants, à l'appui de l'Attestation d'équité.

Sur les conditions du Changement de Contrôle

Notre analyse des modalités financières du Changement de Contrôle, menée dans la limite et pour les besoins de la Mission, est présentée dans notre Rapport (§ 5.1).

Nous rappelons, à toutes fins utiles, que la valeur de l'Action, telle qu'estimée par le réviseur d'entreprises intervenu en décembre 2020 dans le cadre du Changement de Contrôle, s'inscrit dans une fourchette de valeurs en retrait par rapport au Prix d'Offre (§ 5.1).

Sur l'évolution de notre estimation de la valeur de l'Action entre l'OPAS 2018 et l'Offre

La synthèse de notre examen du positionnement du Prix d'Offre par rapport au prix de l'OPAS 2018, par référence à la méthode d'évaluation intrinsèque DCF, est présentée dans notre Rapport (§ 3.7).

Nous précisons que :

- les résultats générés par la Société entre l'OPAS 2018 et l'Offre sont pris en compte au travers de la trésorerie financière nette (§ 3.1.5 et § 3.1.6), le désendettement du Groupe faisant partie des principaux facteurs de variation de la valeur que nous avons explicités dans notre Rapport (§ 3.7) ;
- la hausse de la marge opérationnelle de Baccarat sur l'exercice 2019, en amont de la

⁵ À titre d'exemple, l'Actionnaire Minoritaire indique que nous avons valorisé l'Action à 265,4 € selon la méthode des comparables boursiers ; cette valeur correspond en réalité à la valeur maximum obtenue par l'Établissement Présentateur selon cette méthode. Notre estimation de la valeur de l'Action selon cette même méthode est comprise entre 76 € et 216 € (§ 3.6).

⁶ Ainsi, l'Actionnaire Minoritaire rédacteur du Premier Courrier confond le montant de nos honoraires mentionné en annexe 1 de notre Rapport avec l'estimation du montant global des frais exposés par l'Initiateur et les Actionnaires de Référence dans le cadre de l'Offre, figurant dans le Projet de Note d'Information.

⁷ À titre d'exemple, l'Actionnaire Minoritaire indique que « Ledouble [...] a valorisé [dans le cadre de l'OPAS 2018] la société à 222,70 € », confondant le prix de l'OPAS 2018 et notre précédente estimation de la valeur de l'Action, qui ressortait selon la méthode DCF à 136,8 € sur le périmètre historique, et à 195,4 € en intégrant les nouvelles activités que le management envisageait alors de développer.

Crise, avait été anticipée par le *management* dans le plan d'affaires que nous avons exploité dans le cadre de l'OPAS 2018 (le « **Précédent Plan d'Affaires** »), de sorte que ce constat n'a pas d'incidence significative sur notre estimation de la valeur de l'Action, à l'exception de l'impact susmentionné au niveau de la structure financière ;

- *a contrario*, le Groupe a pris du retard dans les investissements qui étaient prévus dans le Précédent Plan d'Affaires⁸ ; en outre, le rapprochement des échéances liées au remplacement des fours et à la transition envisagée vers la production sans plomb a conduit la Direction à réviser les besoins d'investissement au sein de la Manufacture (§ 3.7) ;
- de manière plus générale, notre estimation de la valeur de l'Action, tant lors de l'OPAS 2018 que dans le cadre de la présente Offre, repose en grande partie sur les perspectives à moyen long terme, retranscrites respectivement dans le Précédent Plan d'Affaires et le Plan d'Affaires, soumis à notre examen critique⁹, et dont nous avons apprécié le caractère particulièrement volontariste¹⁰ (§ 3.5.1.7), tablant notamment sur une très forte amélioration de la rentabilité opérationnelle du Groupe, étant rappelé que le taux de marge d'EBITDA est resté relativement stable au cours des derniers exercices (§ 2.2.4)¹¹.

Sur le Complément de Prix

Contrairement à ce qui est affirmé par l'Actionnaire Minoritaire rédacteur du Premier Courrier, la clause de Complément de Prix ne consiste pas à sortir les Actionnaires Minoritaires à « prix bradé », le Prix d'Offre extériorisant une prime sur l'ensemble des valeurs centrales issues de nos différentes méthodes d'évaluation (§ 3.6).

Comme indiqué dans notre Rapport (§ 3.8), nous estimons que ce dispositif permet au contraire de placer les actionnaires de Baccarat dans une situation similaire à celle de l'Initiateur, qui envisage une cession de la Société, sans pour autant :

- leur faire courir le risque d'une vente à un prix inférieur au Prix d'Offre, qui ne peut être écarté compte tenu du contexte de transition industrielle et au regard des résultats de notre Évaluation Multicritère (§ 3.6) ;
- attendre la sortie effective des Actionnaires de Référence, les Actionnaires Minoritaires pouvant en outre, s'ils le souhaitent, réinvestir la somme qu'ils percevront à l'occasion de l'Offre.

Conformément aux recommandations de l'AMF et comme indiqué dans le Projet de Note d'Information, notre mission sera le cas échéant étendue à l'analyse et au calcul du Complément de Prix.

⁸ À titre indicatif, le Précédent Plan d'Affaires tablait sur le décaissement d'une enveloppe totale de près de 40 M€ sur les seuls exercices 2019 et 2020, dont une partie avait pour but de développer le volume d'affaires. Sur cette période, les flux nets de trésorerie liés aux opérations d'investissements se sont établis à seulement 10 M€.

⁹ Conformément à la recommandation AMF n°[2006-15](#).

¹⁰ Pour mémoire, nous avons également considéré, lors de l'OPAS 2018, que le Précédent Plan d'Affaires revêtait un caractère particulièrement volontariste.

¹¹ L'augmentation de la marge opérationnelle en 2019 résulte principalement de la hausse du chiffre d'affaires.

Modifications apportées au Projet de Note d'Information

Nous avons pris connaissance de la dernière version du Projet de Note d'Information et confirmons que les modifications qui ont été apportées par rapport à la version que nous avons consultée préalablement à l'émission de notre Rapport n'ont pas d'incidence sur nos travaux et sur notre conclusion réitérée ci-après.

Conclusion

Nous réitérons, ci-après, la conclusion formulée dans notre attestation d'équité du 3 juin 2021.

À l'issue de nos travaux d'évaluation de l'Action, nous sommes d'avis que le Prix d'Offre de 190 €, susceptible d'être ajusté à la hausse par la clause de Complément de Prix, est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de Baccarat apportant leurs titres à l'offre publique d'achat simplifiée suivie d'un retrait obligatoire.

Nous n'avons pas relevé dans les Accords Connexes de disposition susceptible de porter préjudice aux intérêts des Actionnaires Minoritaires dont les titres sont visés par l'Offre.

Paris, le 28 juin 2021

LEDOUBLE SAS

Agnès PINIOT

Présidente, Associée

Romain DELAFONT

Associé

8. MODALITÉS DE MISE À DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES À LA SOCIÉTÉ

Les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront déposées auprès de l'AMF au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. En application de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, elles seront disponibles sur le site internet de Baccarat (www.baccarat-finance.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) la veille de l'ouverture de l'Offre et pourront être obtenues sans frais au siège social de Baccarat, Rue des Cristalleries, 54120 Baccarat, France.

9. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE EN RÉPONSE

« Conformément à l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, à ma connaissance, les informations figurant dans la Note en Réponse sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

Baccarat

Représentée par M. Hervé Martin, Directeur général