

OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIÉE
visant les actions de la société



conseillée par



initiée par

SPRING HOLDING SAS

présentée par



Etablissement présentateur



Etablissement présentateur garant

NOTE EN RÉPONSE ÉTABLIE PAR MANUTAN INTERNATIONAL SA

PRIX DE L'OFFRE :

100 euros par action Manutan International (le « **Prix de l'Offre** »)
augmenté de 5 euros par action Manutan International en cas d'atteinte du seuil de 90% du capital et
des droits de vote de Manutan International (le « **Complément de Prix** »)

DURÉE DE L'OFFRE :

10 jours de négociation

Le calendrier de l'offre publique d'achat simplifiée sera fixé par l'Autorité des marchés
financiers (« **AMF** ») conformément aux dispositions de son règlement général



AUTORITÉ
DES MARCHÉS FINANCIERS

En application des dispositions de l'article L. 621-8 du Code monétaire et financier et de l'article 231-23 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (« **AMF** »), l'AMF a, en application de la décision de conformité de l'offre publique d'achat simplifiée (l'« **Offre** ») en date du 24 janvier 2023, apposé le visa n° 23-022 sur la présente note en réponse (la « **Note en Réponse** »).

La Note en Réponse a été établie par la société Manutan International 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'Autorité des marchés financiers 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.

En application des articles 231-19 et 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet Finexsi (tel que complété par un *addendum*), agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans la présente Note en Réponse.

AVIS IMPORTANT

Dans le cas où, à la clôture de la présente offre publique d'acquisition simplifiée, le nombre d'actions non présentées à l'offre publique par les actionnaires minoritaires de la société Manutan International ne représenterait pas plus de 10% du capital social et des droits de vote de la société Manutan International, la société Spring Holding a l'intention de demander à l'AMF, dans un délai de trois (3) mois à l'issue de la clôture de cette offre publique, la mise en œuvre, conformément aux dispositions des articles L. 433-4 II du Code monétaire et financier et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, de la procédure de retrait afin de se voir transférer les actions de Manutan International, non apportées à la présente offre publique d'acquisition simplifiée, moyennant une indemnisation égale au Prix de l'Offre augmenté du Complément de Prix.

La Note en Réponse établie par Manutan International est disponible sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de Manutan International (www.manutan.com). Des exemplaires du présent document sont également disponibles sans frais et sur simple demande au siège social de Manutan International (ZAC du Parc des Tulipes - Avenue du XXI^{ème} Siècle – 95500 Gonesse), auprès de Degroof Petercam Wealth Management (44 Rue de Lisbonne – 75008 Paris) et CIC Market Solutions (6 avenue de Provence – 75009 Paris).

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

SOMMAIRE

1. RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES ET CONDITIONS DE L'OFFRE	5
1.1. Présentation de l'Offre	5
1.2. Motifs et contexte de l'Offre	8
1.2.1. Présentation de l'Initiateur	8
1.2.2. Motifs de l'Offre	9
a) Présentation de l'activité de la Société	9
b) Présentation des motifs	9
1.2.3. Contexte de l'Offre.....	10
a) Répartition du capital social et des droits de vote de la Société	11
b) Actions gratuites	12
1.3. Rappel des principaux termes de l'Offre.....	12
1.3.1. Termes de l'Offre.....	12
1.3.2. Modalités de dépôt de l'Offre	13
1.3.3. Complément de prix en cas de Retrait Obligatoire	13
1.3.4. Nombre d'actions susceptibles d'être apportées à l'Offre.....	14
1.3.5. Situation des détenteurs de valeurs mobilières et des bénéficiaires d'actions gratuites.....	14
1.3.6. Intention de l'Initiateur en matière de retrait obligatoire	15
1.4. Procédure d'apport à l'Offre	15
1.4.1 Publication des résultats de l'Offre Publique d'Acquisition et règlement-livraison de la procédure semi-centralisée	15
1.4.2 Calendrier indicatif de l'Offre.....	16
1.4.3 Restrictions concernant l'Offre à l'étranger.....	17
a) Information à l'attention des actionnaires situés à l'étranger	17
b) Information à l'attention des actionnaires situés à l'étranger	18
2 AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIÉTÉ.....	19
3 INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIÉTÉ	26
4 INTENTION DE LA SOCIÉTÉ QUANT AUX ACTIONS AUTO-DÉTENUES.....	27
5 INFORMATION DES SALARIÉS DE LA SOCIÉTÉ	28
6 RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT.....	29
7 ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRÉCIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE	30
7.1. Pacte d'associés	30
(i) Gouvernance au niveau de l'Initiateur	30
(ii) Gouvernance au niveau de la Société.....	32
7.2. Promesses croisées AGA ₂₀₁₉	33
7.3. Autres accords	33
7.4. Engagements d'apport.....	34
7.5. Autres accords dont la Société a connaissance.....	34

8	ÉLÉMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE	35
8.1	Structure du capital de la Société	35
8.2	Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et au transfert d'actions ou clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce	35
8.3	Participations directes et indirectes dans le capital de la Société dont elle a connaissance en vertu des articles L. 233-7 et L. 233-12 du Code de commerce	36
8.4	Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci	37
8.5	Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier	37
8.6	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	37
8.7	Dispositions statutaires relatives au conseil d'administration	37
8.7.1	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration	37
8.7.2	Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres	38
8.8	Dispositions statutaires relatives à la direction générale	41
8.8.1	Règles applicables à la nomination et au remplacement du directeur général et des directeurs généraux délégués	41
8.9	Règles applicables aux modifications des statuts	41
8.10	Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société, sauf si cette divulgation, hors les cas d'obligation légale de divulgation, porterait gravement atteinte à ses intérêts	41
8.11	Accords prévoyant des indemnités pour les membres de la direction générale, du conseil d'administration ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique	42
8.12	Mesures susceptibles de faire échouer l'Offre que la Société a mises en œuvre ou décide de mettre en œuvre	42
9	MODALITÉS DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIÉTÉ	43
10	PERSONNE QUI ASSUME LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE EN RÉPONSE	44

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 des articles 233-1, 2° et 234-2 du règlement général de l'AMF, la société Spring Holding, société par actions simplifiée dont le siège social est situé ZAC du Parc des Tulipes - Avenue du XXI^{ème} Siècle – 95500 Gonesse, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Pontoise sous le numéro 920 350 477 (l'« **Initiateur** »), s'est engagée de manière irrévocable à offrir aux actionnaires de la société Manutan International, société anonyme à Conseil d'administration, au capital social de 15.226.582 euros dont le siège social est situé ZAC du Parc des Tulipes - Avenue du XXI^{ème} Siècle – 95500 Gonesse, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Pontoise sous le numéro 662 049 840 et dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment B du marché réglementé Euronext Paris (« **Euronext Paris** ») sous le code ISIN FR0000032302 - MAN (« **Manutan** » ou la « **Société** »), d'acquérir la totalité de leurs actions ordinaires Manutan au Prix de l'Offre, soit cent (100) euros par action de la Société, auquel pourrait s'ajouter le Complément de Prix, égal à cinq (5) euros par action de la Société, sur la base des termes et conditions stipulés dans la présente Note en Réponse (voir section 1.3.3 de la présente Note en Réponse). Cette offre sera réalisée selon la procédure simplifiée régie par les articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF (l'« **Offre Publique d'Acquisition** »), laquelle offre pourra être suivie, le cas échéant, d'une procédure de retrait obligatoire (le « **Retrait Obligatoire** »), conformément aux dispositions des articles 237-1 à 237-10 du règlement général de l'AMF (l'« **Offre** »), dont les conditions sont décrites dans la Note en Réponse, ainsi que dans la note d'information de l'Initiateur ayant fait l'objet d'une décision de conformité de l'AMF en date du 24 janvier 2023 (visa n°23-021) (la « **Note d'Information** »).

Le dépôt de l'Offre Publique d'Acquisition fait suite à l'acquisition, par l'Initiateur, au Prix de l'Offre :

- de 2.027.201 actions de la Société, représentant 26,63% du capital de la Société, par voie d'apport en nature effectué par MT Finance (telle que visée à la section 1.2.1 de la présente Note en Réponse) au profit de l'Initiateur le 26 octobre 2022 ;
- de 206.333 actions de la Société, représentant 2,71% du capital de la Société, par voie d'apport en nature effectué par Inix (telle que visée à la section 1.2.1 de la présente Note en Réponse) au profit de l'Initiateur le 26 octobre 2022 ; et
- de 2.708.971 actions de la Société, représentant 35,58% du capital de la Société, par voie d'apport en nature effectué par les Époux Guichard (telle que visée à la section 1.2.1 de la présente Note en Réponse) au profit de l'Initiateur le 26 octobre 2022,

représentant, au total, 64,92% du capital social et 62,72% des droits de vote¹ de la Société (l'« **Acquisition du Bloc de Contrôle** »).

¹ Sur la base d'un capital composé de 7.613.291 actions représentant 7.880.532 droits de vote théoriques en date de la présente Note en Réponse, conformément aux dispositions de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

Étant précisé que :

- Monsieur Jean-Pierre Guichard détient, de concert avec l'Initiateur, 257.016 actions de la Société, représentant 3,38% du capital et 6,52% des droits de vote de la Société, qui n'ont pas fait l'objet d'un apport à l'Initiateur dans la mesure où ces actions sont grevées d'une sûreté, et qui ne seront en conséquence pas visées par l'Offre (les « **Actions Indisponibles** »)² ; et
- Inix (tel que défini ci-après) détient, de concert avec l'Initiateur, 379.819 actions de la Société, représentant 4,99% du capital et 4,82% des droits de vote de la Société, qui n'ont pas fait l'objet d'un apport à l'Initiateur, et qui ne seront également pas visées par l'Offre (les « **Actions Inix non Apportées** »)³.

(ci-après ensemble, l'Initiateur, Monsieur Jean-Pierre Guichard et Inix, le « **Concert** »).

Les conditions et modalités de l'Acquisition du Bloc de Contrôle sont décrites à la section 1.2.3 de la Note en Réponse.

L'Initiateur a indiqué agir de concert avec l'ensemble des parties visées ci-avant, au sens de l'article L. 233-10 du Code de commerce, vis-à-vis de la Société, en vue d'assurer la stabilité du capital et de la gouvernance de cette dernière.

L'Initiateur s'est réservé la possibilité, depuis le dépôt du projet d'Offre Publique d'Acquisition, de réaliser sur le marché ou hors marché, toute acquisition d'actions conforme aux dispositions des articles 231-38 et 231-39 du règlement général de l'AMF, au prix unitaire de 100 euros, soit le Prix de l'Offre, postérieurement à la publication par l'AMF de l'avis de dépôt du projet d'Offre Publique d'Acquisition et jusqu'à la veille de l'ouverture de l'Offre Publique d'Acquisition (inclus).

A cet égard, l'Initiateur n'a réalisé, sur le marché ou hors marché, aucune acquisition d'actions Manutan dans le cadre des dispositions des articles 231-38 et 231-39 du règlement général de l'AMF.

Conformément aux dispositions de l'article 234-2 du règlement général de l'AMF, l'Offre porte sur la totalité des actions de la Société non détenues, directement ou indirectement, par l'Initiateur à la date de dépôt du projet d'Offre Publique d'Acquisition, soit, à la connaissance de l'Initiateur, un nombre total d'actions de la Société égal à 2.670.786 actions, desquelles doivent être soustraites :

- les 379.819 Actions Inix non Apportées détenues, de concert avec l'Initiateur, par Inix ;
- les 257.016 Actions Indisponibles détenues, de concert avec l'Initiateur, par Monsieur Jean-Pierre Guichard ; et
- les 16.573 actions auto-détenues par la Société (qui ne seront pas apportées à l'Offre et qui sont assimilées aux titres détenus par l'Initiateur en application de l'article L. 233-9 2° du Code de commerce) (les « **Actions Auto-Détenues** »),

² Conformément à l'article L. 233-9 3° du Code de commerce, ces Actions Indisponibles sont assimilées aux titres détenus par l'Initiateur.

³ Conformément à l'article L. 233-9 3° du Code de commerce, ces Actions Inix non Apportées sont assimilées aux titres détenus par l'Initiateur.

soit, à la connaissance de l'Initiateur, un nombre total maximum d'actions de la Société visées par l'Offre Publique d'Acquisition égal à 2.017.378 actions, représentant 26,50% du capital et 25,73% des droits de vote de la Société.

En dehors de ces titres, il n'existe, à la connaissance de la Société, aucun autre droit, titre de capital ou instrument financier pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de celle-ci⁴.

L'Offre Publique d'Acquisition sera réalisée selon la procédure simplifiée régie par les articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF. L'Offre Publique d'Acquisition sera ouverte pour une durée de dix (10) jours de négociation.

Dans le cas où, à la clôture de l'Offre Publique d'Acquisition, les actionnaires n'ayant pas apporté leurs titres à l'Offre Publique d'Acquisition ne représenteraient pas plus de 10% du capital social et des droits de vote de la Société, l'Initiateur a indiqué envisager, dans un délai de trois (3) mois à l'issue de la clôture de l'Offre, conformément aux articles L. 433-4 II du Code monétaire et financier et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, de demander la mise en œuvre d'une procédure de Retrait Obligatoire afin de se voir transférer les actions Manutan non apportées à l'Offre Publique d'Acquisition, moyennant une indemnisation égale au Prix de l'Offre, augmentée du Complément de Prix.

Dans l'hypothèse où l'Initiateur pourrait mettre en œuvre la procédure de Retrait Obligatoire susvisée à la clôture de l'Offre Publique d'Acquisition, l'Initiateur verserait aux actionnaires de la Société ayant apporté leurs actions Manutan à la branche semi-centralisée de l'Offre, le Prix de l'Offre et le Complément de Prix dans les conditions décrites en section 1.3.3 de la présente Note en Réponse.

La Note en Réponse a été établie par Manutan. Le projet de note en réponse a été établi par Manutan et déposé auprès de l'AMF le 19 décembre 2022 (le « **Projet de Note en Réponse** »).

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

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, l'Offre est présentée par Banque Degroof Petercam et le Crédit Industriel et Commercial (le « **CIC** »), chacun agissant en tant qu'établissement présentateur de l'Offre (les « **Etablissements Présentateurs** »). Le CIC garantit également la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

⁴ A l'exception, tel que détaillé en section 1.3.5 de la présente Note en Réponse, de (i) 30.000 actions attribuées gratuitement à Madame Brigitte Auffret, (ii) 23.000 actions attribuées gratuitement à Monsieur Xavier Guichard, et (iii) 23.000 actions attribuées gratuitement à Monsieur Pierre-Olivier Brial, qui sont en cours de période d'acquisition jusqu'au 7 mai 2024.

1.2. Motifs et contexte de l'Offre

1.2.1. Présentation de l'Initiateur

L'Initiateur est une société holding constituée pour les besoins de l'Offre et de la détention de la participation au capital de la Société et des autres filiales ou participations que l'Initiateur viendrait à détenir.

L'Initiateur a été immatriculé le 13 octobre 2022. A la date de la présente Note en Réponse, il est conjointement détenu :

- par Monsieur **Jean-Pierre Guichard**, en conséquence des apports en nature réalisés le 26 octobre 2022 (tels que décrits à la section 7 de la présente Note en Réponse), à hauteur de 53,98 % de son capital et ses droits de vote ;
- par **Inix**, société par actions simplifiée au capital social de 9.789.600 euros, dont le siège social est sis 14 bis rue de la Folie Regnault – 75011 Paris, immatriculée pour les besoins de l'Opération par Monsieur Xavier Guichard au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 920 316 692, en conséquence des apports en nature réalisés le 26 octobre 2022 (tels que décrits à la section 7 de la présente Note en Réponse), à hauteur de 4,17 % de son capital et de ses droits de vote ; Inix étant elle-même détenue intégralement par Monsieur Xavier Guichard ;
- par Madame **Claudine Guichard**, (ci-après, avec Monsieur Jean-Pierre Guichard, les « **Époux Guichard** »), en conséquence des apports en nature réalisés le 26 octobre 2022 (tels que décrits à la section 7 de la présente Note en Réponse), à hauteur de 0,75 % de son capital et de ses droits de vote ;
- par **Mouvement et Finance**, société anonyme de droit luxembourgeois, dont le siège social est sis 10A rue Henri M. Schnadt – L-2530 Luxembourg (Grand-Duché de Luxembourg), immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés du Luxembourg sous le numéro B 66.672 (ci-après « **MT Finance** »), en conséquence des apports en nature réalisés le 26 octobre 2022 (tels que décrits à la section 7 de la présente Note en Réponse), à hauteur de 40,95 % de son capital et de ses droits de vote ; MT Finance étant elle-même détenue intégralement par Monsieur Jean-Pierre Guichard, Monsieur Hervé Guichard et Monsieur Xavier Guichard (étant précisé que les titres MT Finance détenus par Monsieur Hervé Guichard ont vocation à être rachetés à ce dernier dans le cadre d'une opération de réduction de capital qui devrait intervenir postérieurement à la réalisation de l'Offre) ; et
- par Monsieur **Pierre-Olivier Brial**, en conséquence de sa souscription à une augmentation de capital réalisée le 26 octobre 2022 (tels que décrits à la section 1.2.3 de la présente Note en Réponse), via la souscription d'actions ordinaires à hauteur de 0,15 % de son capital et ses droits de vote.

Ces opérations ont été réalisées en vertu de traités d'apports qui font l'objet d'une description à la section 7 de la présente Note en Réponse.

Ainsi, en date de la présente Note en Réponse, le capital de l'Initiateur suit la répartition suivante :

Actionnaires	Nombre d'actions et de droits de vote	% du capital	% des droits de vote
Monsieur Jean-Pierre Guichard	2.671.867	53,98%	53,98%
Mouvement et Finance S.A.	2.027.201	40,95%	40,95%
INIX SAS	206.333	4,17%	4,17%
Madame Claudine Guichard	37.114	0,75%	0,75%
Monsieur Pierre-Olivier Brial	7.500	0,15%	0,15%
Total	4.950.015	100%	100%

NB : il n'existe aucun titre de capital ni aucun instrument financier émis par l'Initiateur ou droit conféré par l'Initiateur pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de votes de l'Initiateur, autres que les actions ordinaires dont la répartition figure ci-dessus.

1.2.2. Motifs de l'Offre

a) Présentation de l'activité de la Société

La Société est la société de tête du groupe Manutan (le « **Groupe** ») qui est spécialisé dans la distribution d'équipements et de fournitures pour les entreprises et les collectivités.

b) Présentation des motifs

L'Offre, outre le fait qu'elle présente un caractère obligatoire dans la mesure où elle résulte de l'Acquisition du Bloc de Contrôle par l'Initiateur, est motivée par la baisse, depuis plusieurs années, de la liquidité du titre de la Société, et par le durcissement des contraintes réglementaires liées à la cotation (e.g., coûts des opérations sur titres, obligations déclaratives, *reporting* financier et extra-financier, conformité au règlement Abus de marché).

Par ailleurs, depuis sa création et son introduction en bourse en 1985, la Société s'est fortement développée à l'international, sans avoir eu à faire appel au marché pour se financer. De la même façon, la Société n'entend pas faire appel au marché pour financer son développement futur.

Ces éléments ont conduit la famille Guichard à s'interroger sur les modalités de détention et d'exercice de leur participation dans la Société, dans un contexte macroéconomique global, et un contexte de marché, nécessitant la réalisation de futurs investissements significatifs, dont le financement pourrait être dilutif pour la base actionnariale existante. Ainsi, l'Offre s'inscrit dans la stratégie de la famille Guichard visant à soutenir le Groupe dans son développement, à pérenniser son indépendance et à finaliser la transmission générationnelle.

Enfin, l'Offre s'inscrit plus globalement dans la volonté de la famille Guichard de permettre à la Société, à ses dirigeants et à ses équipes, de se concentrer sereinement sur l'exécution de sa stratégie, dans un contexte de marché appelé à se durcir.

1.2.3. Contexte de l'Offre

L'Initiateur a été immatriculé au greffe du Tribunal de Commerce de Pontoise le 13 octobre 2022. Il était, jusqu'au 26 octobre 2022, intégralement détenu par Monsieur Jean-Pierre Guichard. Le capital social de l'Initiateur est à ce jour réparti ainsi qu'il est exposé ci-avant, en section 1.2.1 de la présente Note en Réponse.

En parallèle, Inix a été immatriculée au greffe du Tribunal de Commerce de Paris le 13 octobre 2022. Inix est, à ce jour et depuis son immatriculation, détenue à 100% par Monsieur Xavier Guichard.

Le 26 octobre 2022, Inix a conclu, au Prix de l'Offre (augmenté du Complément de Prix éventuel), (i) un premier contrat d'acquisition avec Monsieur Hervé Guichard portant sur un total de 97.886 actions de la Société, et (ii) un second contrat d'acquisition avec la société MT Finance portant sur un total de 390.380 actions de la Société⁵.

Le 26 octobre 2022 également, Inix, MT Finance et les Époux Guichard ont apporté, au Prix de l'Offre (hors Complément de Prix), une partie de leurs actions de la Société au profit de l'Initiateur, à savoir 4.942.505 actions représentant 64,92% du capital social et 62,72% des droits de vote de la Société. En rémunération de ces apports, l'Initiateur a émis 4.942.505 actions ordinaires à un prix unitaire de souscription de 100 euros.

Par ailleurs, le 26 octobre 2022, et dans l'optique de la mise en œuvre de l'Offre, Monsieur Pierre-Olivier Brial a souscrit, sur la base d'une valorisation par action Manutan identique au Prix de l'Offre (hors Complément de Prix), à une augmentation de capital portant sur 7.500 actions ordinaires de l'Initiateur pour un montant de 17.400 euros, par émission de 7.500 actions ordinaires d'une valeur nominale de 2,32 euros chacune (chacune dotée d'une prime d'émission de 97,68 euros, soit une prime d'émission totale de 732.600 euros).

Le Concert a franchi à la hausse le seuil de 30% du capital et des droits de vote de la Société, déclenchant, en application des dispositions de l'article 234-2 du règlement général de l'AMF, l'obligation de déposer une offre publique d'acquisition sur les titres de la Société.

Le 25 octobre 2022, le Conseil d'administration de la Société a décidé de nommer à l'unanimité de ses membres, et sur la recommandation du comité *ad hoc* composé de 3 membres du Conseil d'administration (dont deux membres indépendants), le cabinet Finexsi, représenté par Monsieur Christophe Lambert, en qualité d'expert indépendant (l'« **Expert Indépendant** ») conformément aux dispositions des articles 261-1 I, 1°, 2° et 4°, et 261-1 II du règlement général de l'AMF. Le Conseil d'administration de la Société s'est ensuite prononcé en date du 19 décembre 2022 sur l'intérêt de l'Offre et sur ses conséquences pour la Société, ses actionnaires et ses salariés, au vu notamment des conclusions du rapport de l'Expert Indépendant, reproduit en **Annexe 1** de la présente Note en Réponse. Suite à la rédaction par l'Expert Indépendant d'un *addendum* à son rapport en date du 13 janvier 2023, tel reproduit en **Annexe 2** de la présente Note en Réponse, le Conseil d'administration de la Société s'est réuni le 13 janvier 2023 et a confirmé son avis motivé favorable sur l'Offre (voir section 2 ci-après).

Le 26 octobre 2022, l'Initiateur et la Société ont publié chacun un communiqué de presse annonçant

⁵ Il est précisé que les deux contrats d'acquisitions ne prévoient aucune clause de versement d'un complément de prix autre que le Complément de Prix éventuel de 5 euros par action Manutan cédée en cas de mise en œuvre du Retrait Obligatoire.

l'Acquisition du Bloc de Contrôle, la nomination de l'Expert Indépendant et l'intention de l'Initiateur de déposer une offre publique d'acquisition suivie d'un retrait obligatoire sur la totalité des actions de la Société non détenues par ce dernier⁶. L'AMF a en conséquence constaté (cf. document AMF n° 222C2406 du 26 octobre 2022) que cette publication marquait le début de la période de pré-offre visée à l'article 223-34 de son règlement général, pendant laquelle les dispositions relatives aux interventions régies par les articles 231-38 à 231-43 du règlement général de l'AMF, et aux déclarations des opérations régies par les articles 231-44 à 231-52 du règlement général de l'AMF sont applicables aux titres de la Société.

Par suite des opérations d'apport et d'acquisition, le capital de la Société est réparti ainsi qu'il est exposé ci-dessous, en section 1.2.3, a), de la présente Note en Réponse.

Le 24 novembre 2022, les actionnaires de l'Initiateur ont conclu un pacte d'actionnaires (le « **Pacte** ») dont les principales stipulations sont décrites à la section 7 de la présente Note en Réponse.

Dans ce contexte, le 25 novembre 2022, les Etablissements Présentateurs ont déposé, pour le compte de l'Initiateur, le projet de note d'information relatif à l'Offre conformément aux articles 233-1, 2° et 234-2 du règlement général de l'AMF.

L'Initiateur détient, à la date de la présente Note en Réponse, de concert avec Monsieur Jean-Pierre Guichard et Inix, 5.595.913 actions représentant 73,50% du capital et 74,27% des droits de vote théoriques de la Société⁷.

a) Répartition du capital social et des droits de vote de la Société

Préalablement à l'Acquisition du Bloc de Contrôle, le capital social et les droits de vote de Manutan étaient répartis comme suit :

Actionnaires	Situation en capital		Situation en droits de vote théoriques(*)	
	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% de droits de vote
<i>Monsieur Jean-Pierre Guichard</i>	2.928.873	38,47 %	5.857.746	44,37%
<i>MT Finance</i>	2.417.581	31,75%	4.835.162	36,62%
Sous total Jean-Pierre Guichard	5.346.454	70,23%	10.692.908	80,99%
<i>Monsieur Xavier Guichard</i>	97.886	1,29%	195.772	1,48%
<i>Monsieur Hervé Guichard</i>	97.886	1,29%	195.772	1,48%
<i>Madame Claudine Guichard</i>	37.114	0,49%	74.228	0,56%
Sous total famille Guichard	5.579.340	73,28%	11.158.680	84,52%
Flottant	2.017.378	26,50%	2.027.537	15,36%
Actions Auto-Détenues	16.573	0,22%	16.573	0,13%
TOTAL	7.613.291	100,00%	13.202.790	100,00%

(*) Conformément aux dispositions de l'article 223-11 alinéa 2 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.

⁶ A l'exception, (x) des 257.016 Actions Indisponibles détenues par Monsieur Jean-Pierre Guichard de concert avec l'Initiateur, (y) des 379.819 Actions Inix non Apportées détenues par Inix de concert avec l'Initiateur, et (z) des 16.573 actions auto-détenues par la Société.

⁷ En ce compris les 16.573 actions de la Société auto-détenues, en application de l'article L. 233-9 2° du Code de commerce.

En conséquence de l'Acquisition du Bloc de Contrôle, le capital social de Manutan est réparti comme suit à la date de la présente Note en Réponse :

Actionnaires	Situation en capital		Situation en droits de vote théoriques(*)	
	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% de droits de vote
<i>Spring Holding</i>	4.942.505	64,92%	4.942.505	62,72%
<i>Monsieur Jean-Pierre Guichard</i>	257.016	3,38%	514.032	6,52%
Sous total Jean-Pierre Guichard	5.199.521	68,30%	5.456.537	69,24%
<i>Inix</i>	379.819	4,99%	379.819	4,82%
<i>Actions Auto-Détenues(**)</i>	16.573	0,22%	16.573	0,21%
SOUS TOTAL Concert	5.595.913	73,50%	5.852.929	74,27%
Flottant	2.017.378	26,50%	2.027.603	25,73%
TOTAL	7.613.291	100,00%	7.880.532	100,00%

(*) Conformément aux dispositions de l'article 233-11 alinéa 2 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.

(**) Les Actions Auto-Détenues sont assimilées aux titres détenus par l'Initiateur en application de l'article L. 233-9 2° du Code de commerce.

b) Actions gratuites

A la date de la présente Note en Réponse, un seul plan d'attribution d'actions gratuites est en vigueur au niveau de la Société. Le détail de ce plan figure en section 1.3.5 de la présente Note en Réponse.

1.3. Rappel des principaux termes de l'Offre

1.3.1. Termes de l'Offre

En application de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, les Établissements Présentateurs, agissant pour le compte de l'Initiateur, ont déposé auprès de l'AMF, le 25 novembre 2022, le projet d'Offre sous la forme d'une offre publique d'acquisition simplifiée portant sur l'intégralité des actions composant le capital social de la Société non encore détenues au jour du dépôt du projet d'Offre par l'Initiateur (voir section 1.3.4 pour plus d'informations sur le nombre d'actions de la Société effectivement visées par l'Offre), à l'exception de certaines actions visées notamment à cette même section 1.3.4 de la présente Note en Réponse. Un communiqué de presse comportant les principaux éléments de l'Offre a été diffusé par l'Initiateur le 25 novembre 2022 (www.opas-manutan.com) et un avis de dépôt a été publié par l'AMF sur son site internet (www.amf-france.org) le même jour.

Conformément à l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, le CIC garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

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

L'Initiateur s'est engagé irrévocablement à acquérir, auprès des actionnaires de la Société, toutes les actions qui seront apportées à l'Offre, au prix de 100 euros par action, augmenté le cas échéant du Complément de Prix, pendant une période de dix (10) jours de négociation. Il est précisé en tant que de besoin que ce prix intègre, et anticipe d'ores et déjà, le versement d'un dividende de 1,80 euros par

action, qui sera soumis au vote de l'assemblée générale annuelle de la Société appelée à se réunir au plus tard le 31 mars 2023.

L'attention des actionnaires de la Société est attirée sur le fait que l'Offre étant réalisée selon la procédure simplifiée, l'Offre ne sera pas réouverte à la suite de la publication du résultat définitif.

1.3.2. Modalités de dépôt de l'Offre

Le projet d'Offre a été déposé auprès de l'AMF le 25 novembre 2022. La Société a déposé le Projet de Note en Réponse auprès de l'AMF le 19 décembre 2022.

Conformément à l'article 231-26 du règlement général de l'AMF, le Projet de Note en Réponse, tel que déposé auprès de l'AMF, a été mis en ligne sur le site internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (www.manutan.com). Il est également tenu gratuitement à la disposition du public au siège social de la Société et auprès des Établissements Présentateurs.

Le 24 janvier 2023, l'AMF a publié sur son site internet (www.amf-france.org) une déclaration de conformité concernant l'Offre après s'être assurée de la conformité de l'Offre aux dispositions légales et réglementaires qui lui sont applicables. En application de l'article 231-23 du règlement général de l'AMF, cette déclaration de conformité emporte visa de la Note d'Information et de la Note en Réponse par l'AMF.

La Note d'Information et la Note en Réponse, visées par l'AMF, ainsi que les documents « Autres Informations » relatifs aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur et de la Société seront, conformément aux dispositions des articles 231-27 et 231-28 du règlement général de l'AMF, tenus gratuitement à la disposition du public auprès de la Société et des Établissements Présentateurs au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre.

Un communiqué de presse précisant les modalités de mise à disposition de ces documents sera publié au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. Ces documents seront également disponibles sur le site internet de l'AMF (www.amf-france.org), de la Société (www.manutan.com) et de l'Initiateur (www.opas-manutan.com).

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF publiera un avis d'ouverture et de calendrier de l'Offre, et Euronext Paris publiera un avis rappelant la teneur de l'Offre et annonçant le calendrier et les principales caractéristiques de l'Offre.

1.3.3. Complément de prix en cas de Retrait Obligatoire

Conformément à la Note d'Information, dans l'hypothèse où, à l'issue de l'Offre Publique d'Acquisition, l'Initiateur détiendrait au moins 90% du capital et des droits de vote de la Société, lui permettant de mettre en œuvre un retrait obligatoire conformément aux articles L. 433-4 II du code monétaire et financier et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, l'Initiateur versera aux actionnaires de la Société ayant apporté leurs actions Manutan International à la branche semi-centralisée de l'Offre Publique d'Acquisition, le Prix de l'Offre augmenté du Complément de Prix, dans les conditions décrites ci-après.

L'Initiateur informera les actionnaires ayant apporté leurs titres à l'Offre Publique d'Acquisition de la date de paiement du Prix de l'Offre (augmenté, le cas échéant du Complément de Prix), et, à cet effet, publiera un avis financier à compter de la publication des résultats de l'Offre Publique d'Acquisition.

1.3.4. Nombre d'actions susceptibles d'être apportées à l'Offre

A la date de la présente Note en Réponse, l'Initiateur détient, de concert avec Monsieur Jean-Pierre Guichard et Inix, 5.595.913 actions représentant 73,50% du capital et 74,27% des droits de vote théoriques de la Société⁸.

Conformément à l'article 231-6 du règlement général de l'AMF, l'Offre porte sur l'intégralité des actions composant le capital social de la Société non détenues, directement ou indirectement, par l'Initiateur⁹, soit à la connaissance de la Société, sur la base du capital social de la Société à la date de la présente Note en Réponse, un nombre maximum de 2.017.378 actions de la Société, représentant 26,50% du capital et 25,73% des droits de vote théoriques de la Société.

A la date de la présente Note en Réponse, et à l'exception des AGA₂₀₁₉ (définies ci-dessous), il n'existe, à la connaissance de l'Initiateur, aucun autre droit en cours de validité, titre de capital ou instrument financier émis par la Société susceptible de donner, immédiatement ou à terme, accès au capital social ou aux droits de vote de la Société.

1.3.5. Situation des détenteurs de valeurs mobilières et des bénéficiaires d'actions gratuites

a) Situation des bénéficiaires d'actions gratuites

La Société a mis en place un plan d'actions gratuites dont les principales caractéristiques sont résumées ci-après (les « AGA₂₀₁₉ ») :

Plan	Plan AGA ₂₀₁₉
Date de l'assemblée générale	17 mars 2016
Date du conseil d'administration ayant décidé l'attribution	6 mai 2019
Nombre total d'actions gratuites attribuées	76.000
Bénéficiaires	- Mme Brigitte Auffret (30.000) - M. Xavier Guichard (23.000) - M. Pierre-Olivier Brial (23.000)
Fin de la période d'acquisition	7 mai 2024
Conditions d'acquisition	- Condition de présence - Condition de performance (liée à l'évolution de l'EBIT sur la période 2018-2023)
Nombre d'actions Manutan acquises définitivement	En cours de période d'acquisition
Période de conservation	Aucune

⁸ En ce compris les 16.573 actions de la Société auto-détenues, en application de l'article L. 233-9 2° du Code de commerce.

⁹ A l'exception, (x) des 257.016 Actions Indisponibles détenues par Monsieur Jean-Pierre Guichard de concert avec l'Initiateur, (y) des 379.819 Actions Inix non Apportées détenues par Inix de concert avec l'Initiateur, et (z) des 16.573 actions auto-détenues par la Société.

Tel qu'indiqué à la section 7 de la présente Note en Réponse, les 76.000 AGA₂₀₁₉ qui sont en cours de période d'acquisition jusqu'au 7 mai 2024 font l'objet de promesses croisées d'achat et de vente conclues avec l'Initiateur en date du 24 novembre 2022 (i.e., les Promesses), au titre desquelles lesdites 76.000 actions Manutan (dans le cas où elles seraient attribuées définitivement en mai 2024) pourront être acquises par l'Initiateur à l'issue de la période d'acquisition.

Par décision en date du 23 mars 2022, le Conseil d'administration de la Société a décidé l'attribution de 27.000 actions gratuites de performance destinées aux salariés cadres dirigeants du groupe et/ou dirigeants mandataires sociaux de filiales de la Société, et aux membres du comité de direction du Groupe (à l'exception des trois dirigeants mandataires sociaux exécutifs de la Société, bénéficiaires du Plan AGA₂₀₁₉ décrit ci-avant) (les « AGA₂₀₂₂ »).

Dans ce cadre, cinq membres du comité de direction de la Société ont bénéficié d'une attribution gratuite d'AGA₂₀₂₂. Le 24 novembre 2022, afin de faciliter la possible future mise en place et gestion de nouveaux mécanismes d'intéressement au niveau de l'Initiateur, ces cinq bénéficiaires membres du comité de direction de la Société ont décidé de renoncer à l'ensemble de leurs droits sur lesdites AGA₂₀₂₂.

1.3.6. Intention de l'Initiateur en matière de retrait obligatoire

Dans le cas où, à la clôture de la présente Offre Publique d'Acquisition, le nombre d'actions non présentées à l'Offre Publique d'Acquisition par les actionnaires minoritaires de la société Manutan ne représenterait pas plus de 10% du capital social et des droits de vote de la Société, l'Initiateur a notifié son intention de demander à l'AMF, dans un délai de trois (3) mois à l'issue de la clôture de cette Offre Publique d'Acquisition, la mise en œuvre, conformément aux dispositions des articles L. 433-4 III du Code monétaire et financier et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, de la procédure de retrait afin de se voir transférer les actions de la Société, non apportées à la présente Offre Publique d'Acquisition, moyennant une indemnisation égale au Prix de l'Offre augmenté du Complément de Prix.

1.4. Procédure d'apport à l'Offre

La Procédure d'apport à l'Offre est décrite à la section 2.5 de la Note d'Information. Il est rappelé que les actionnaires qui auront opté pour la cession de leurs actions sur le marché n'auront pas droit au Complément de Prix.

1.4.1 Publication des résultats de l'Offre Publique d'Acquisition et règlement-livraison de la procédure semi-centralisée

Le transfert de propriété des actions apportées à l'Offre Publique d'Acquisition et de tous les droits qui y sont attachés, y compris le droit aux dividendes, aura lieu à la date de leur inscription au compte de l'Initiateur conformément aux dispositions de l'article L. 211-17 du Code monétaire et financier.

Tous les ordres présentés à la procédure semi-centralisée dans le cadre de l'Offre seront centralisés par Euronext Paris. Chaque intermédiaire financier teneur des comptes des actions devra, à la date indiquée dans la notice publiée par Euronext Paris, transférer à Euronext Paris les actions Manutan pour lesquelles il a reçu un ordre d'apport à la procédure semi-centralisée dans le cadre de l'Offre Publique d'Acquisition.

Après réception par Euronext Paris de tous les ordres de présentation à la procédure semi-centralisée dans le cadre de l'Offre Publique d'Acquisition dans les conditions décrites ci-dessus, Euronext Paris centralisera l'ensemble de ces ordres, déterminera le résultat de la procédure semi-centralisée dans le cadre de l'Offre Publique d'Acquisition et le communiquera à l'AMF.

L'AMF publiera ensuite le résultat de l'Offre Publique d'Acquisition, y compris (i) les résultats des apports d'actions à l'Offre Publique d'Acquisition, selon la procédure d'achat sur le marché et (ii) les résultats des apports à l'Offre Publique d'Acquisition selon la procédure semi-centralisée.

Aux fins d'éviter tout doute, toute somme due au titre de l'apport des actions à la procédure semi-centralisée ne portera pas intérêt et sera payée au jour du règlement-livraison. Le règlement en espèces dû par l'Initiateur, dans le cadre de la procédure semi-centralisée, aux actionnaires de Manutan qui auront apporté leurs actions à la procédure semi-centralisée, sera versé par l'Initiateur aux intermédiaires teneurs de comptes par l'intermédiaire d'Euronext Paris.

1.4.2 Calendrier indicatif de l'Offre

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

Un calendrier indicatif est proposé ci-dessous :

25 novembre 2022 (<i>effectué</i>)	- Dépôt du projet d'Offre et du projet de note d'information auprès de l'AMF ; - Mise à disposition du public aux sièges de l'Initiateur et des Établissements Présentateurs et mise en ligne sur le site internet de l'AMF et de l'Initiateur du projet de note d'information ; - Diffusion du communiqué de dépôt et de mise à disposition du Projet de Note d'Information.
19 décembre 2022 (<i>effectué</i>)	- Dépôt du projet de note en réponse de la Société auprès de l'AMF (comportant l'avis motivé du Conseil d'administration de la Société et le rapport de l'Expert Indépendant) ; - Mise à disposition du public au siège de la Société et mise en ligne sur les sites internet de la Société et de l'AMF du Projet de Note en Réponse de la Société ; - Diffusion du communiqué de mise à disposition du projet de note en réponse de la Société.
24 janvier 2023 (<i>effectué</i>)	- Déclaration de conformité de l'Offre par l'AMF emportant visa de la note d'information de l'Initiateur et de la Note en Réponse de la Société ; - Mise à disposition du public aux sièges de l'Initiateur et des Établissements Présentateurs et mise en ligne sur le site internet de l'AMF et de l'Initiateur de la note d'information de l'Initiateur ; - Mise à disposition du public au siège de la Société et mise en ligne sur les sites internet de l'AMF et de la Société de la note en réponse de la Société.

25 janvier 2023	- Mise à disposition du public aux sièges de l'Initiateur et des Établissements Présentateurs et mise en ligne sur le site internet de l'AMF du document « Autres Informations » relatif aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur ; - Mise à disposition du public au siège de la Société et mise en ligne sur les sites internet de la Société et de l'AMF du document « Autres Informations » relatif aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société ; - Mise à disposition du public au siège de la Société et mise en ligne sur le site internet de la Société du rapport financier annuel de cette dernière ; - Diffusion du communiqué de mise à disposition de la note d'information de l'Initiateur et du document « Autres Informations » de l'Initiateur ; - Diffusion du communiqué de mise à disposition de la note en réponse de la Société et du document « Autres Informations » de la Société ; - Diffusion par l'AMF de l'avis d'ouverture de l'Offre ; et - Diffusion par Euronext Paris de l'avis relatif à l'Offre et ses modalités.
26 janvier 2023	Ouverture de l'Offre Publique d'Acquisition pour une période de dix (10) jours de négociations.
8 février 2023	Clôture de l'Offre Publique d'Acquisition (dernier jour pour placer des ordres de vente sur le marché ou ordres d'apport à la procédure semi-centralisée).
10 février 2023	Publication de l'avis de résultat de l'Offre par l'AMF.
15 février 2023	Règlement-livraison de la procédure semi-centralisée.
[22] février 2023	Mise en œuvre du Retrait Obligatoire si les conditions sont réunies

1.4.3 Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

L'Offre est faite exclusivement en France.

a) Information à l'attention des actionnaires situés à l'étranger

Aucun document relatif à l'Offre n'est destiné à être diffusé dans les pays autres que la France. La présente Note en Réponse et tout autre document relatif à l'Offre ne constituent pas une offre en vue de vendre, d'échanger ou d'acquérir des titres financiers ou une sollicitation en vue d'une telle offre dans un quelconque pays où ce type d'offre ou de sollicitation serait illégale ou à l'adresse de quelqu'un envers qui une telle offre ne pourrait être valablement faite. Les actionnaires de la Société situés ailleurs qu'en France ne peuvent participer à l'Offre que dans la mesure où une telle participation est autorisée par le droit local auquel ils sont soumis, sans qu'aucune formalité ou publicité ne soit requise de la part de l'Initiateur.

L'Offre n'est pas faite à des personnes soumises à de telles restrictions, directement ou indirectement, et ne pourra d'aucune façon faire l'objet d'une acceptation depuis un pays dans lequel l'Offre fait l'objet de restrictions.

Les personnes venant à entrer en possession de la présente Note en Réponse ou de tout autre document relatif à l'Offre doivent se tenir informées des restrictions légales ou réglementaires 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 certains pays.

L'Initiateur décline toute responsabilité en cas de violation par toute personne située hors de France des restrictions légales ou réglementaires étrangères qui lui sont applicables.

b) Information à l'attention des actionnaires situés à l'étranger

Aucun document relatif à l'Offre, y compris la présente Note en Réponse, ne constitue une extension de l'Offre aux États-Unis et l'Offre n'est pas faite, directement ou indirectement, aux États-Unis, à des personnes ayant résidence aux États-Unis ou « *US persons* » (au sens du Règlement S pris en vertu de l'*U.S. Securities Act* de 1933 tel que modifié), par les moyens des services postaux ou par tout moyen de communication ou instrument de commerce (y compris, sans limitation, la transmission par télécopie, télex, téléphone ou courrier électronique) des États-Unis ou par l'intermédiaire des services d'une bourse de valeurs des États-Unis. En conséquence, aucun exemplaire ou copie de la présente Note en Réponse, et aucun autre document relatif à la présente Note en Réponse ou à l'Offre, ne pourra être envoyé par courrier, ni communiqué et diffusé par un intermédiaire ou toute autre personne aux États-Unis de quelque manière que ce soit.

Aucun actionnaire de la Société ne pourra apporter ses actions à l'Offre s'il n'est pas en mesure de déclarer (i) qu'il n'est pas une « *US Person* », (ii) qu'il n'a pas reçu aux États-Unis de copie de la présente Note en Réponse ou de tout autre document relatif à l'Offre, et qu'il n'a pas envoyé de tels documents aux États-Unis, (iii) qu'il n'a pas utilisé, directement ou indirectement, les services postaux, les moyens de télécommunications ou autres instruments de commerce ou les services d'une bourse de valeurs des États-Unis en relation avec l'Offre, (iv) qu'il n'était pas sur le territoire des États-Unis lorsqu'il a accepté les termes de l'Offre, ou transmis son ordre d'apport de titres, et (v) qu'il n'est ni agent ni mandataire agissant pour un mandant autre qu'un mandant lui ayant communiqué ses instructions en dehors des États-Unis. Les intermédiaires habilités ne pourront pas accepter les ordres d'apport de titres qui n'auront pas été effectués en conformité avec les dispositions ci-dessus à l'exception de toute autorisation ou instruction contraire de ou pour le compte de l'Initiateur, à la discrétion de ce dernier. Toute acceptation de l'Offre dont on pourrait supposer qu'elle résulterait d'une violation de ces restrictions serait réputée nulle.

La présente Note en Réponse ne constitue ni une offre d'achat ou de vente ni une sollicitation d'un ordre d'achat ou de vente de valeurs mobilières aux États-Unis et n'a pas été soumise à la *Securities and Exchange Commission* des États-Unis.

Pour les besoins des deux paragraphes précédents, on entend par États-Unis, les États-Unis d'Amérique, leurs territoires et possessions, ou l'un quelconque de ses États et le District de Columbia.

2 AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIÉTÉ

Le conseil d'administration de la Société est actuellement composé de 9 administrateurs (dont 4 indépendants et 1 représentant des salariés) et 1 censeur comme suit :

- M. Jean-Pierre GUICHARD, président du conseil d'administration ;
- M. Xavier GUICHARD, administrateur et directeur général ;
- Mme Brigitte AUFFRET, administratrice et directrice générale déléguée ;
- M. Pierre-Olivier BRIAL, administrateur et directeur général délégué ;
- Mme Karine VIEL, administratrice indépendante ;
- Mme Marie-Laure CASSE, administratrice indépendante ;
- M. Jérôme LESCURE, administrateur indépendant ;
- Mme Sophie RESPLANDY-BERNARD, administratrice indépendante ;
- Mme Agnès MARTINS, administratrice représentante des salariés de la Société ; et
- Mme Benoîte KNEIB, censeur au conseil d'administration.

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, les membres du conseil d'administration se sont réunis, le 19 décembre 2022, sur convocation de Monsieur Jean-Pierre Guichard, président du conseil d'administration, à l'effet (i) d'examiner le projet d'Offre déposé par l'Initiateur visant les actions non détenues par ce dernier (et par le Concert) et (ii) de rendre un avis motivé sur l'intérêt et les conséquences de l'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Il est précisé que Monsieur Jean-Pierre Guichard, Monsieur Xavier Guichard et Monsieur Pierre-Olivier Brial étant intéressés du fait de leurs liens avec l'Initiateur, ils se sont engagés à voter conformément au sens du vote dégagé par le vote de la majorité des membres du Conseil d'administration ne se trouvant pas en situation de conflit d'intérêts au regard de l'Offre, afin d'éviter tout potentiel conflit d'intérêts et permettre de réunir le quorum nécessaire pour la validité des délibérations du Conseil d'administration.

A titre de précision, il est indiqué que Monsieur Jean-Pierre Guichard assistant au conseil d'administration par moyen de télécommunication conformément à l'article L. 225-37 du Code de commerce et à l'article 5 du règlement intérieur du conseil d'administration, c'est Monsieur Xavier Guichard, directeur général et administrateur de la Société, qui a présidé le conseil d'administration.

La délibération du conseil d'administration contenant l'avis motivé est reproduite ci-dessous :

*« Le Président rappelle aux membres du Conseil d'administration qu'ils ont été convoqués ce jour à l'effet notamment, conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (« AMF »), de rendre un avis motivé sur l'intérêt que représente, ainsi que sur les conséquences qu'aurait pour la Société, ses actionnaires et ses salariés, le projet d'offre publique d'acquisition simplifiée visant les actions de la Société à un prix de 100 euros par action de la Société (le « **Prix de l'Offre** ») augmenté de 5 euros par action de la Société en cas d'atteinte du seuil de 90% du capital et des droits de vote de la Société (le « **Complément de Prix** »), initiée par la société Spring Holding en vue d'un retrait obligatoire, telle que déposée à l'AMF le 25 novembre 2022 (l'« **Offre** »).*

Préalablement à la réunion de ce jour, les membres du Conseil d'administration ont pu prendre connaissance des documents suivants, afin de leur permettre d'émettre un avis motivé :

- le projet de note d'information de l'Initiateur, déposé auprès de l'AMF le 25 novembre 2022, contenant notamment les motifs de l'Offre, les intentions de l'Initiateur, les termes et modalités de l'Offre (dont un calendrier indicatif), ainsi que les éléments d'appréciation du prix de l'Offre établis par les établissements présentateurs de l'Offre (Degroof Petercam et CIC Capital Markets) (le « **Projet de Note d'Information** ») ;
- le projet de note en réponse établi par la Société, destiné à être déposé auprès de l'AMF le 19 décembre 2022 (le « **Projet de Note en Réponse** ») et le projet de communiqué de presse normé y relatif (le « **Projet de CP Normé** ») ;
- les projets des documents « Autres Informations » portant sur l'Initiateur et la Société, ainsi que le projet de rapport financier annuel de la Société ; et
- le rapport du cabinet Finexsi, agissant en qualité d'expert indépendant (l'« **Expert Indépendant** ») désigné en application des dispositions de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF et représenté par Monsieur Christophe Lambert, sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre (et du retrait obligatoire éventuel).

Le Président rappelle que, conformément à l'article 261-1 III du règlement général de l'AMF, le Conseil d'administration a constitué en son sein un comité ad hoc chargé de superviser les travaux de l'expert indépendant et d'émettre une recommandation dans la perspective de l'avis motivé du Conseil d'administration, qui est composé des membres suivants : Monsieur Xavier Guichard (administrateur et directeur général de la Société et président de l'Initiateur), Madame Sophie Resplandy-Bernard (administratrice indépendante) et Monsieur Jérôme Lescure (administrateur indépendant) (le « **Comité Ad Hoc** »).

Le Président indique que Monsieur Jean-Pierre Guichard, Monsieur Pierre-Olivier Brial et lui-même, Monsieur Xavier Guichard, étant intéressés du fait de leurs liens avec l'Initiateur, ils se sont engagés à voter conformément au sens du vote dégagé par le vote de la majorité des membres du Conseil d'administration ne se trouvant pas en situation de conflit d'intérêts au regard de l'Offre, afin d'éviter tout potentiel conflit d'intérêts et permettre de réunir le quorum nécessaire pour la validité des délibérations du Conseil d'administration.

Rappel des termes de l'Offre :

La société par actions simplifiée Spring Holding a été immatriculée au greffe du Tribunal de Commerce de Pontoise le 13 octobre 2022 sous le numéro 920 350 477 (l'« **Initiateur** ») dans le but de regrouper les participations du groupe familial Guichard.

Le 26 octobre 2022, Inix (société détenue à 100% par Monsieur Xavier Guichard), Mouvement et Finance (société luxembourgeoise détenue par Monsieur Jean-Pierre Guichard, Monsieur Xavier Guichard et Monsieur Hervé Guichard), Monsieur Jean-Pierre Guichard et Madame Claudine Guichard ont apporté une partie de leurs actions de la Société au profit de l'Initiateur, à savoir 4.942.505 actions représentant 64,92% du capital social et 62,72% des droits de vote de la Société. En rémunération de ces apports, l'Initiateur a émis 4.942.505 actions ordinaires à un prix unitaire de souscription de 100 euros.

Par ailleurs, le 26 octobre 2022, et dans l'optique de la mise en œuvre de l'Offre :

- Inix a conclu, au Prix de l'Offre (augmenté du Complément de Prix éventuel), (i) un premier contrat d'acquisition avec Monsieur Hervé Guichard portant sur un total de 97.886 actions de la Société, et (ii) un second contrat d'acquisition avec la société MT Finance portant sur un total de 390.380 actions de la Société ; et

- Monsieur Pierre-Olivier Brial a souscrit, sur la base d'une valorisation par action Manutan identique au Prix de l'Offre (hors Complément de Prix), à une augmentation de capital portant sur 7.500 actions ordinaires de l'Initiateur pour un montant de 17.400 euros, par émission de 7.500 actions ordinaires d'une valeur nominale de 2,32 euros chacune (chacune dotée d'une prime d'émission de 97,68 euros, soit une prime d'émission totale de 732.600 euros).

Le concert familial a franchi à la hausse le seuil de 30% du capital et des droits de vote de la Société, déclenchant, en application des dispositions de l'article 234-2 du règlement général de l'AMF, l'obligation de déposer une offre publique d'acquisition sur les titres de la Société.

Le 25 novembre 2022, les Etablissements Présentateurs ont déposé, pour le compte de l'Initiateur, le Projet de Note d'Information relatif à l'Offre conformément aux articles 233-1, 2° et 234-2 du règlement général de l'AMF.

L'Offre porte sur l'intégralité des actions composant le capital social de la Société non détenues, directement ou indirectement, par l'Initiateur, à l'exception, (x) des 257.016 actions détenues par Monsieur Jean-Pierre Guichard de concert avec l'Initiateur, (y) des 379.819 actions détenues par Inix de concert avec l'Initiateur, et (z) des 16.573 actions auto-détenues par la Société, soit à la connaissance de l'Initiateur, sur la base du capital social de la Société à la date du Projet de Note d'Information, un nombre maximum de 2.017.378 actions de la Société, représentant 26,50% du capital et 25,73% des droits de vote théoriques de la Société.

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée régie par les articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF. L'Offre sera ouverte pour une durée de douze (12) jours de négociation.

Désignation de l'Expert Indépendant :

Il est rappelé que l'Offre requiert, en application de l'article 261-1, I, 2°, 4° et II du Règlement général de l'AMF, la désignation d'un expert indépendant.

Le Comité Ad Hoc a examiné les profils et l'expérience de plusieurs cabinets identifiés comme pouvant répondre aux critères de compétence et d'indépendance requis par la réglementation applicable. Trois cabinets ont été retenus en tenant compte notamment (i) de l'absence de lien présent ou passé avec la Société, (ii) de l'expérience récente des experts envisagés dans le cadre d'opérations similaires et (iii) plus généralement de la réputation professionnelle et des moyens humains et matériels de ces experts.

Après examen de leurs propositions de mission, leur expertise, leur approche de la mission, leurs références récentes, leur compréhension de l'activité de la Société et de l'opération envisagée, du volume d'heures de travail pressenti ainsi que des honoraires proposés, la proposition retenue par le Comité Ad Hoc sur la base de l'ensemble de ces critères a été celle du cabinet Finexsi, représenté par Monsieur Christophe Lambert.

Le cabinet Finexsi, par l'intermédiaire de Monsieur Christophe Lambert, a fait savoir qu'il acceptait le principe de cette nomination en qualité d'expert indépendant, et qu'il ne faisait l'objet d'aucune incompatibilité de nature à l'empêcher d'exercer cette mission.

En conséquence, sur recommandation du Comité Ad Hoc, le Conseil d'administration de la Société, lors de sa réunion du 25 octobre 2022, a décidé de nommer le cabinet Finexsi, représenté par Monsieur Christophe Lambert, en qualité d'expert indépendant, afin d'établir notamment un rapport sur les conditions financières de l'Offre sur le fondement de l'article 261-1, I-1° 2° et 4° et II du Règlement général de l'AMF.

Travaux du Comité Ad Hoc :

Le Comité Ad Hoc a participé à des réunions de travail avec les membres du cabinet Finexsi, dont Monsieur Christophe Lambert, afin de suivre les travaux de l'Expert Indépendant dans le cadre de l'Offre et de s'assurer que celui-ci avait en sa possession l'ensemble des informations utiles pour l'exécution de sa mission et était en mesure de mener ses travaux dans des conditions satisfaisantes et dans le calendrier envisagé.

Le Comité Ad Hoc indique ne pas avoir eu connaissance d'éléments de nature à remettre en cause le bon déroulement des travaux de l'Expert Indépendant.

Le Comité Ad Hoc indique également que, depuis l'annonce du projet d'Offre le 26 octobre 2022, la Société n'a pas reçu d'observation écrite de la part d'actionnaire. Il est également précisé que l'Expert Indépendant n'en a pas non plus reçues.

Travaux et conclusion de l'expert indépendant :

Le Président présente au Conseil les conclusions du rapport d'expertise indépendante sur les conditions de l'Offre préparé par les équipes du cabinet Finexsi, représenté par Monsieur Christophe Lambert.

Il est rappelé que la direction de la Société, les établissements présentateurs, les conseils juridiques de la Société et de l'Initiateur et lui-même se sont réunis à plusieurs reprises afin de lui fournir des informations.

L'Expert Indépendant a eu accès à l'ensemble des accords connexes mentionnés dans son rapport et indique que : « L'examen des accords pouvant avoir une influence significative sur l'appréciation de l'Offre, tels que présentés dans le Projet de Note d'Information, à savoir (i) les modalités de financement de l'Offre et la structuration de Spring Holding, l'Initiateur, (ii) l'augmentation de capital, (iii) les accords visant les plans d'actions gratuites existants (iv) les opérations d'apports préalables à l'Offre, (v) et le pacte d'associés Spring Holding, n'a pas fait apparaître de disposition de nature à remettre en cause, selon nous, le caractère équitable de l'Offre d'un point de vue financier. »

Le rapport de l'Expert Indépendant conclut au caractère équitable au Prix de l'Offre de cent (100) euros augmenté, le cas échéant, du Complément de Prix (de cinq (5) euros par action de la Société), d'un point de vue financier pour les actionnaires de la Société et indique en conclusion :

« En conséquence, nous sommes d'avis que le prix d'Offre de 100 € par action est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de Manutan. Ce prix d'Offre serait également équitable en cas de mise en œuvre du Retrait Obligatoire. Nous rappelons qu'en cas de mise en œuvre de celui-ci, l'ensemble des actionnaires bénéficieront d'un complément de prix de 5 € par action soit un prix offert de 105 € par action, que nous considérons donc comme équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de Manutan si le Retrait Obligatoire devait être mis en œuvre. »

Recommandation 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, à l'unanimité, que l'Offre était conforme aux intérêts de la Société, de ses salariés et de ses actionnaires. En conséquence, il recommande, à l'unanimité, au Conseil d'administration de se prononcer en ce sens.

Avis motivé du Conseil :

Les membres du Conseil examinent attentivement les différents documents et supports mis à leur disposition, en particulier le Projet de Note d'Information de l'Initiateur, le rapport de valorisation des établissements présentateurs de l'Offre (inclus dans le Projet de Note d'Information), le rapport de l'Expert Indépendant et le Projet de Note en Réponse de la Société, et prennent connaissance des recommandations du Comité Ad Hoc.

S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour la Société :

Le Conseil relève que l'Offre, outre le fait qu'elle présente un caractère obligatoire dans la mesure où elle résulte de l'acquisition d'un bloc de contrôle par l'Initiateur, est motivée par la baisse, depuis plusieurs années, de la liquidité du titre de la Société, et par le durcissement des contraintes réglementaires liées à la cotation. Il relève également que l'Offre s'inscrit dans la stratégie de la famille Guichard visant à soutenir le Groupe dans son développement, à pérenniser son indépendance et à finaliser la transmission générationnelle et plus globalement dans la volonté de la famille Guichard de permettre à la Société, à ses dirigeants et à ses équipes, de se concentrer sereinement sur l'exécution de sa stratégie, dans un contexte de marché appelé à se durcir.

Le Conseil prend acte des intentions de l'Initiateur, telles que décrites dans le Projet de Note d'Information et notamment de son intention, en s'appuyant sur l'équipe de direction actuelle, de poursuivre les principales orientations stratégiques mises en œuvre par la Société et de ne pas modifier, en cas de succès de l'Offre, le modèle opérationnel de la Société, en dehors de l'évolution normale de l'activité.

Le Conseil constate enfin que l'Initiateur est contrôlé par Monsieur Jean-Pierre Guichard, qui contrôlait déjà auparavant la Société et que l'Offre vise donc à renforcer le contrôle de l'actionnaire familial majoritaire de la Société.

S'agissant du prix de l'Offre et de l'intérêt de l'Offre pour les actionnaires :

Le Conseil note que le Prix de l'Offre (hors Complément de Prix) représente :

- *une prime de +62,6% par rapport au cours moyen pondéré par les volumes de l'action Manutan des 20 jours de négociation précédant l'annonce du projet d'Offre ;*
- *une prime de +54,2% par rapport au cours moyen pondéré par les volumes de l'action Manutan des 60 jours de négociation précédant l'annonce du projet d'Offre ; et*
- *une prime de +44,2% par rapport au cours moyen pondéré par les volumes de l'action Manutan des 120 jours de négociation précédant l'annonce du projet d'Offre.*

Le Conseil relève également que l'Expert Indépendant conclut, dans son rapport définitif, au caractère équitable de l'Offre d'un point de vue financier pour les actionnaires de la Société, y compris en cas de mise en œuvre d'un retrait obligatoire.

De plus, le Conseil rappelle que l'Offre représente une opportunité de liquidité immédiate pour l'ensemble des actionnaires de la Société qui apporteront leurs titres à l'Offre sur l'intégralité de leur participation.

S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour les salariés :

Le Conseil relève que l'Initiateur a indiqué que l'Offre ne devrait pas avoir d'incidences significatives sur la politique poursuivie par la Société en matière d'emploi et a précisé que l'Offre n'entraînera pas de changement d'employeur, le personnel restant salarié de la Société.

De plus le Conseil rappelle que l'Offre s'inscrit dans une logique de continuité du contrôle du groupe Manutan par la famille Guichard.

Conclusion et avis motivé du Conseil :

Au regard des éléments qui précèdent, des discussions s'ensuivent. Le Président demande notamment aux administrateurs de confirmer leur intention d'apporter ou non à l'Offre tout ou partie des actions de la Société qu'ils détiennent.

A l'exception de Monsieur Jean-Pierre Guichard et Monsieur Xavier Guichard (via sa société Inix) qui agissent de concert avec l'Initiateur, les membres du Conseil, pour ceux qui sont actionnaires de la Société, indiquent à l'unanimité leur intention d'apporter l'intégralité de leurs actions de la Société à l'Offre.

*Le Conseil, à l'unanimité, **prend acte** :*

- *des termes de l'Offre et des éléments d'appréciation du prix de l'Offre figurant dans le Projet de Note d'Information ;*
- *des motifs et intentions de l'Initiateur tels que figurant dans le Projet de Note d'Information ;*
- *des conclusions de l'Expert Indépendant sur les conditions financières de l'Offre considérant que le prix de l'Offre proposé par l'Initiateur est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de la Société, y compris dans la perspective d'un retrait obligatoire;*
- *des travaux et recommandations du Comité Ad Hoc et de l'avis favorable de ce dernier sur l'Offre ;*

En conséquence, le Conseil, à l'unanimité :

- ***considère** que l'Offre et ses conséquences sont conformes aux intérêts de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés et **décide** d'émettre un avis favorable sur le projet d'Offre ;*
- ***recommande** aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre ;*
- ***prend acte** que les 16.573 actions auto détenues par la Société ne sont pas visées par l'Offre et **confirme**, en tant que de besoin, que la Société ne les apportera pas à l'Offre ;*
- ***approuve** le Projet de Note en Réponse ;*
- ***approuve** la diffusion du Projet de CP Normé comprenant les principaux éléments du Projet de Note en Réponse en application des dispositions de l'article 231-26, II du règlement général de l'AMF ; et*
- ***donne** tous pouvoirs à son directeur général, Monsieur Xavier Guichard, à l'effet de (i) finaliser, amender, signer et déposer au nom et pour le compte de la Société, le Projet de Note en Réponse de la Société, le document « Autres Informations » de la Société (i.e., informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société), et tout autre attestation, lettre, contrat, engagement, obligation ou document nécessaire ou utile à l'Offre, ou tout autre document qui pourrait être demandé par l'AMF et/ou Euronext Paris (la « **Documentation d'Offre** »), et (ii) plus généralement, prendre toute décision et effectuer tout acte au nom et pour le compte de la Société, qu'il jugera utile ou nécessaire au dépôt et à la signature de la Documentation d'Offre et à la réalisation de l'ensemble des opérations relatives à l'Offre, y compris, sans limitation, toute formalité légale ou réglementaire imposée par les dispositions légales et réglementaires ou les juridictions compétentes, ainsi que la publication, le dépôt, la signature, l'authentification, la certification et la délivrance de la Documentation*

d'Offre ou de tout contrat, engagement, obligation ou document relatif ou lié à la Documentation d'Offre, et plus généralement à l'Offre, en ce compris tout communiqué de presse. »

Suite à la réception par l'AMF d'un courriel en date du 27 décembre 2022 d'une personne se présentant comme actionnaire minoritaire de la Société (le « **Courrier Minoritaire** »), et postérieurement à son rapport établi le 16 décembre 2022, le cabinet Finexsi, en qualité d'Expert Indépendant, a établi un *addendum* à son rapport en date du 13 janvier 2023, motivé par la volonté d'apporter des réponses aux observations émises par le Courrier Minoritaire.

Connaissance prise du Courrier Minoritaire et de l'*addendum* en date du 13 janvier 2023 au rapport de l'Expert Indépendant, le Comité Ad Hoc et le Conseil d'administration de la Société se sont réunis une nouvelle fois le 13 janvier 2023 pour reconsidérer, sur la base de ces nouveaux éléments, l'avis motivé favorable rendu en date du 19 décembre 2022 (tel que présenté ci-avant). À l'exception de Madame Marie-Laure Cassé, absente et excusée, l'ensemble des membres du Conseil d'administration étaient présents par visioconférence ou représentés.

Le Conseil d'administration, après avoir (i) examiné l'*addendum* en date du 13 janvier 2023 au rapport de l'Expert Indépendant, la mise à jour du projet de Note d'Information de l'Initiateur et la mise à jour du projet de Note en Réponse de la Société et (ii) pris connaissance des conclusions du Comité Ad Hoc constatant, à l'unanimité, que l'*addendum* au rapport de l'Expert Indépendant ne modifie pas sa recommandation au Conseil d'administration en date du 19 décembre 2022, a confirmé, à l'unanimité, que l'ensemble des éléments précités ne modifient pas l'avis motivé favorable voté par ses membres le 19 décembre 2022.

A l'occasion de cette réunion du 13 janvier 2023, en sus de réitérer son avis motivé favorable sur l'Offre, le Conseil d'administration a apporté une clarification s'agissant du plan d'affaire de Manutan et a précisé, en tant que de besoin, que : *« le plan d'affaires du groupe Manutan, transmis à l'Expert Indépendant dans le cadre de ses travaux, constitue la meilleure estimation des prévisions de la Société et a été revu et discuté, dans un premier temps, par les membres du Comité Ad Hoc puis, dans un second temps, par le Conseil d'administration et que, à la date de la présente réunion, aucun autre plan d'affaires similaire du groupe Manutan, qui aurait intégré des données prévisionnelles différentes, n'a été soumis aux membres du Comité Ad Hoc ou du Conseil d'administration ».*

3 INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIÉTÉ

Les membres du conseil d'administration ont fait part de leurs intentions comme suit :

Nom	Fonction	Nombre d'actions de la Société détenues à la date de la présente Note en Réponse	% du capital social de la Société	Intention
Jean-Pierre GUICHARD	Président du conseil d'administration	257.016	3,38%	Conservation des actions*
Xavier GUICHARD (à travers Inix)	Membre du conseil d'administration et directeur général	379.819	4,99%	Conservation des actions**
Brigitte AUFFRET	Membre du conseil d'administration et directrice générale déléguée	4.500	0,06%	Apport à l'Offre
Pierre-Olivier BRIAL	Membre du conseil d'administration et directeur général délégué	2.500	0,03%	Apport à l'Offre
Karine VIEL	Membre du conseil d'administration	10	0,00%	Apport à l'Offre
Marie-Laure CASSE	Membre du conseil d'administration	-	-	-
Jérôme LESCURE	Membre du conseil d'administration	100	0,00%	Apport à l'Offre
Sophie RESPLANDY-BERNARD	Membre du conseil d'administration	-	-	-
Agnès MARTINS	Membre du conseil d'administration	-	-	-
Benoîte KNEIB	Censeur au conseil d'administration	30	0,00%	Apport à l'Offre

* Comme indiqué en section 1.1 de la présente Note en Réponse, les 257.016 actions Manutan détenues, de concert avec l'Initiateur, par Monsieur Jean-Pierre Guichard ne sont pas visées par l'Offre.

** Comme indiqué en section 1.1 de la présente Note en Réponse, les 379.819 actions Manutan détenues, de concert avec l'Initiateur, par Inix et donc indirectement par Monsieur Xavier Guichard, ne sont pas visées par l'Offre.

4 INTENTION DE LA SOCIÉTÉ QUANT AUX ACTIONS AUTO-DÉTENUES

A la date de la présente Note en Réponse, la Société détient 16.573 actions Manutan. La Société n'apportera pas ces actions qui, en application de l'article L. 233-9 2° du Code de commerce, sont assimilées aux titres détenus par l'Initiateur et ne sont donc pas visées par l'Offre.

Il est également précisé que le contrat de liquidité conclu avec la société ODDO BHF a été suspendu à la demande de la Société.

Le conseil d'administration du 19 décembre 2022 a pris acte du fait que les 16.573 actions auto-détenues par la Société ne sont pas visées par l'Offre et a confirmé, en tant que de besoin, que la Société ne les apportera pas à l'Offre.

5 INFORMATION DES SALARIÉS DE LA SOCIÉTÉ

Conformément à l'article L. 2312-52 du Code du travail, la procédure particulière d'information consultation en cas d'offre publique d'acquisition n'est pas applicable dans le cadre d'une offre publique d'acquisition simplifiée.

6 RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT

Le conseil d'administration de la Société a désigné, le 25 octobre 2022, sur recommandation du Comité ad hoc prévu par l'article 261-1 III du règlement général de l'AMF, le cabinet Finexsi, représenté par Monsieur Christophe Lambert, en qualité d'Expert Indépendant, sur le fondement des articles 261-1 I 1°, 2° et 4°, et 261-1 II du règlement général de l'AMF.

La conclusion du rapport de l'Expert Indépendant en date du 16 décembre 2022 figure dans l'avis motivé à la section 2 de la présente Note en Réponse et est reproduite en partie ci-dessous :

« En conséquence, nous sommes d'avis que le prix d'Offre de 100 € par action est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de Manutan. Ce prix d'Offre serait également équitable en cas de mise en œuvre du Retrait Obligatoire. Nous rappelons qu'en cas de mise en œuvre de celui-ci, l'ensemble des actionnaires bénéficieront d'un complément de prix de 5 € par action soit un prix offert de 105 € par action, que nous considérons donc comme équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de Manutan si le Retrait Obligatoire devait être mis en œuvre. »

Le rapport du cabinet Finexsi est reproduit en intégralité en **Annexe 1** de la présente Note en Réponse et en fait partie intégrante.

Suite à la réception par l'AMF d'un courriel en date du 27 décembre 2022 d'une personne se présentant comme actionnaire minoritaire de la Société, et postérieurement à son rapport établi le 16 décembre 2022, le cabinet Finexsi a établi un *addendum* à son rapport en date du 13 janvier 2023. La conclusion de l'Expert Indépendant est reproduite en partie ci-dessous :

« En conséquence, nous confirmons la conclusion de notre attestation d'équité du 16 décembre 2023, quant au caractère équitable, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de Manutan, du prix d'Offre de 100 € par action Manutan et a fortiori du prix d'Offre majoré du complément de prix de 5 € par action. »

L'*addendum* au rapport du cabinet Finexsi est reproduit en intégralité en **Annexe 2** de la présente Note en Réponse et en fait partie intégrante.

7 ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRÉCIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE

Les accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue sont les suivants. Il est précisé qu'aucun des mécanismes contractuels n'est susceptible (i) de faire ressortir une clause de prix de cession garanti (à l'exception des accords conclus au Prix de l'Offre) ou (ii) de s'analyser comme un complément de prix (à l'exception du Complément de Prix prévu par la présente Offre).

7.1. Pacte d'associés

Le 24 novembre 2022 (la « **Date de Réalisation** »), MT Finance, Inix, Xavier Guichard, Pierre-Olivier Brial et les Époux Guichard ont conclu, en présence de l'Initiateur, pour une durée de quinze (15) ans, un pacte d'associés (le « **Pacte d'Associés** ») ayant vocation (i) à organiser la gouvernance de l'Initiateur et du Groupe, et (ii) à définir les droits et obligations des associés et/ou des détenteurs de titres de l'Initiateur.

Le Pacte d'Associés est constitutif d'une action de concert au sens de l'article L. 233-10 du Code de commerce entre les Parties vis-à-vis de la Société qui a vocation à assurer la stabilité du capital et de la gouvernance de la Société.

a) Gouvernance

(i) Gouvernance au niveau de l'Initiateur

L'Initiateur est dirigé, géré et administré par un président, assisté par un ou plusieurs directeurs généraux, exerçant, en cas de mise en œuvre du Retrait Obligatoire, leurs prérogatives sous le contrôle et la supervision d'un conseil de surveillance.

- **Président**

Le président assume la direction de l'Initiateur conformément à son intérêt social et la représente à l'égard des tiers. Il est désigné par décision collective des associés statuant à l'unanimité des voix. Il est investi des pouvoirs les plus étendus pour agir en toutes circonstances, au nom de l'Initiateur, dans la limite de son objet social et sous réserve des pouvoirs expressément attribués, le cas échéant, au conseil de surveillance et aux associés de l'Initiateur par la loi, les statuts de l'Initiateur et le Pacte d'Associés.

Le Président peut être révoqué à tout moment (*ad nutum*), sans préavis et sans juste motif par décision collective des associés statuant à l'unanimité des voix.

Le premier président de l'Initiateur est Monsieur Xavier Guichard. Il est nommé pour une durée indéterminée.

- **Directeur Général**

Le(s) directeur(s) généraux sont nommés par décision collective des associés statuant à la majorité simple sur proposition du président. Ils ont les mêmes pouvoirs et sont tenus par les mêmes limitations

de pouvoirs que le président, sous le contrôle de ce dernier, à l'exception de toute limitation de pouvoir supplémentaire prévue dans la décision de nomination ou toute future décision de la collectivité des associés.

Le(s) directeur(s) généraux peuvent être révoqués à tout moment (*ad nutum*), sans préavis et sans juste motif par décision collective des associés statuant à la majorité simple.

A l'issue de l'Offre, Monsieur Pierre-Olivier Brial et Madame Brigitte Auffret ont vocation à devenir directeurs généraux de l'Initiateur.

- Conseil de Surveillance

Selon les termes du Pacte d'Associés, la création du conseil de surveillance est conditionnée à la mise en œuvre du Retrait Obligatoire. En l'absence de la mise en œuvre du retrait, l'Initiateur restera dirigé par un président.

- *Mission*

Le conseil de surveillance de l'Initiateur aura pour mission de valider les orientations stratégiques de l'initiateur et du groupe déterminées par le président et le(s) directeur(s) généraux, et d'autoriser des décisions stratégiques concernant l'Initiateur et le Groupe (le « **Conseil de Surveillance** »).

- *Composition du Conseil de Surveillance*

Le Conseil de Surveillance sera composé de 5 membres, (a) le président qui sera membre de droit, (b) MT Finance qui sera membre de droit, aussi longtemps qu'elle détiendra au moins 20% du capital social de la Société), (c) un membre nommé sur proposition de Inix, et (d) deux membres nommés sur proposition de MT Finance, aussi longtemps qu'elle détiendra au moins 20% du capital social de la Société.

- *Décisions du Conseil de Surveillance*

Le quorum ne sera réuni à l'occasion de toute réunion du Conseil de surveillance que si les membres du Conseil de Surveillance représentant la majorité simple au moins des membres du Conseil de Surveillance en fonction sont présents ou représentés, étant précisé que pour être valablement tenue, toute réunion du Conseil de Surveillance devra comporter, sur première convocation uniquement, MT Finance et le président. En cas d'absence de MT Finance et/ou du président sur première convocation, le Conseil de Surveillance pourra valablement se réunir sur un même ordre du jour sans la présence de MT Finance et/ou du président.

Le Conseil de Surveillance statuera sur ces décisions à la majorité simple de ses membres présents ou représentés, sous réserve des décisions stratégiques¹⁰ qui seront prises à la majorité

¹⁰ Parmi celles-ci, notamment : « l'émission de titres financiers avec suppression du droit préférentiel de souscription donnant, immédiatement ou à terme, accès au capital de Spring Holding ou de ses filiales ; l'adoption de tout plan d'incitation managérial ayant un effet dilutif sur le capital social de Spring Holding ou de l'une de ses filiales ; les opérations d'acquisition ou de cession d'actifs significatifs par Spring Holding ou ses filiales dont la valeur unitaire correspondante dépasserait les 15 M€ ou sortant du cours normal des affaires ; toute dépense ou tout investissement (CAPEX) par une entité du groupe Manutan qui serait supérieure à 5 M€ et qui ne figurerait pas dans le budget ; tout nouvel endettement ou engagement hors bilan de Spring Holding (et/ou de ses filiales) pour un montant individuel supérieur à 5 M€ (non prévu au budget annuel) ; toute nouvelle sureté réelle ou personnelle », etc.

qualifiée (i.e., à la majorité simple des voix des membres du Conseil de Surveillance comprenant le vote positif du président de l'Initiateur et de MT Finance, ci-après la « **Majorité Qualifiée** »).

Chaque membre du Conseil de Surveillance dispose d'une (1) voix au sein du Conseil de Surveillance, à l'exception du président et de MT Finance qui disposent chacun d'un vote double.

- Décisions collectives des associés

Sous réserve de l'existence de dispositions légales ou de stipulations contractuelles requérant l'unanimité des associés et des décisions nécessitant un vote du conseil de surveillance à la Majorité Qualifiée, les décisions collectives des associés seront prises à la majorité simple des droits de vote attachés aux titres détenus par les associés présents ou représentés.

- (ii) Gouvernance au niveau de la Société

Tant que les actions de la Société seront admises aux négociations sur un marché réglementé (i) la Société conservera sa forme actuelle de société anonyme à conseil d'administration ; (ii) le Conseil d'administration restera composé de 10 membres (dont un censeur) ; (iii) les parties au Pacte d'Associés devront faire leur nécessaire pour que le directeur général et les directeurs généraux délégués soient désignés par l'Initiateur¹¹ ; (iv) le président du Conseil d'administration de la Société sera Monsieur Jean-Pierre Guichard.

En cas de mise en œuvre du Retrait Obligatoire, les parties au Pacte d'Associés s'engagent, dans la limite de leurs pouvoirs respectifs, à faire le nécessaire en vue de (i) transformer dès que possible la Société en société par actions simplifiée et (ii) désigner l'Initiateur en qualité de président de la Société.

b) Transfert de titres et clauses de sortie

Le Pacte d'Associés prévoit les principales stipulations suivantes s'appliquant au transfert des titres de l'Initiateur par ses associés.

- (i) Période d'inaliénabilité des titres de l'Initiateur

En dehors des cas usuels de transfert libres, ou sous réserve de l'accord préalable et écrit du Conseil de Surveillance statuant à la Majorité Qualifiée (ou, en l'absence de Retrait Obligatoire, de l'accord préalable et écrit du président), les parties au Pacte d'Associés ne pourront pas transférer leurs titres de l'Initiateur pendant une période courant à compter de la Date de Réalisation jusqu'au 31 décembre 2032 (la « **Période d'Inaliénabilité** »).

- (ii) Agrément

A l'issue de la Période d'Inaliénabilité, et sauf cas usuels de transfert libre, tout transfert de titres par un actionnaire personne physique sera soumis à l'agrément préalable (i) de la collectivité des associés en l'absence de mise en œuvre du Retrait Obligatoire ou (ii)

¹¹ Il est précisé que le président de l'Initiateur est lui-même désigné par décision unanime des actionnaires et que le premier président de l'Initiateur est Monsieur Xavier Guichard.

du Conseil de Surveillance, en cas de mise en œuvre du Retrait Obligatoire (l'« **Agrément** »).

(iii) Offre de Cession Totale Non Sollicitée

Dans la mesure où l'une ou plusieurs des parties recevraient une offre d'un ou plusieurs tiers portant sur 100% du capital social et des droits de vote de l'Initiateur (l'« **Offre de Cession Totale Non Sollicitée** »), la collectivité des associés de l'Initiateur, statuant à la majorité des 2/3 (en l'absence de mise en œuvre d'un Retrait Obligatoire, ou, le cas échéant, le Conseil de Surveillance, statuant à la Majorité Qualifiée), se prononcera sur la possible acceptation de l'Offre de Cession Totale Non Sollicitée. En cas de décision favorable de l'organe social concerné, les bénéficiaires de l'Offre pourraient accepter d'un commun accord ladite Offre et requérir des autres parties au Pacte d'Associés qu'elles cèdent leurs titres de l'Initiateur dans les mêmes termes et conditions que le transfert de leurs titres par les bénéficiaires de l'Offre.

Aucune autre clause de liquidité n'est prévue dans le Pacte d'Associés.

7.2. Promesses croisées AGA₂₀₁₉

Le 24 novembre 2022, Madame Brigitte Auffret, Monsieur Xavier Guichard et Monsieur Pierre-Olivier Brial ont chacun conclu avec l'Initiateur un accord de liquidité portant sur les AGA₂₀₁₉ qu'ils détiennent (i.e., selon la répartition visée en section 1.3.5 de la présente Note en Réponse) et dont l'acquisition définitive devrait intervenir le 7 mai 2024.

L'acquisition définitive des AGA₂₀₁₉ est subordonnée à la réalisation d'une condition de présence et d'une condition de performance.

Aux termes de ces accords, chacun des bénéficiaires et l'Initiateur se sont engagés respectivement à ce que le bénéficiaire consente à l'Initiateur une promesse unilatérale de vente portant sur les AGA₂₀₁₉ acquises, et à ce que l'Initiateur consente au bénéficiaire une promesse unilatérale d'achat portant sur les AGA₂₀₁₉ acquises (les « **Promesses** »).

Les Promesses pourront être exercées à compter du 1^{er} septembre 2024 dans le cadre d'une fenêtre de liquidité de deux mois, le prix de rachat étant déterminé sur la base d'une formule classique de valorisation des titres de l'Initiateur intégrant le multiple d'EBIT induit par le Prix de l'Offre. Il est précisé, en tant que de besoin, que la promesse unilatérale de vente sera réputée caduque en l'absence de mise en œuvre du Retrait Obligatoire à l'issue de l'Offre.

Ces accords permettront à chacun des bénéficiaires d'AGA₂₀₁₉ de bénéficier d'une liquidité à compter du 1^{er} septembre 2024.

7.3. Autres accords

Il convient de noter que trois conventions de mandat social à conclure entre l'Initiateur, Madame Brigitte Auffret, Monsieur Pierre-Olivier Brial et Monsieur Xavier Guichard en leur qualité respective de directeurs généraux et président de l'Initiateur sont également en cours de finalisation.

7.4. Engagements d'apport

A la connaissance de la Société, il n'existe pas d'engagement d'apport à l'Offre¹².

7.5. Autres accords dont la Société a connaissance

La Société n'a pas connaissance d'autre accord et n'est partie à aucun autre accord en lien avec l'Offre ou qui serait de nature à avoir un impact significatif sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre.

¹² Il est précisé que, par un courrier reçu par l'AMF en date du 2 novembre 2022, la société anonyme Amiral Gestion a déclaré son intention d'apporter ses actions de la Société à l'Offre.

8 ÉLÉMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

8.1 Structure du capital de la Société

Le capital social de la Société s'élève, à la date des présentes, à 15.226.582 euros. Il est constitué de 7.613.291 actions de deux euros (2 €) de valeur nominale chacune, toutes de même catégorie.

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

Actionnaires	Situation en capital		Situation en droits de vote théoriques(*)	
	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% de droits de vote
<i>Spring Holding</i>	4.942.505	64,92%	4.942.505	62,72%
<i>Monsieur Jean-Pierre Guichard</i>	257.016	3,38%	514.032	6,52%
Sous total Jean-Pierre Guichard	5.199.521	68,30%	5.456.537	69,24%
<i>Inix</i>	379.819	4,99%	379.819	4,82%
<i>Actions Auto-Détenues(**)</i>	16.573	0,22%	16.573	0,21%
SOUS TOTAL Concert	5.595.913	73,50%	5.852.929	74,27%
Flottant	2.017.378	26,50%	2.027.603	25,73%
TOTAL	7.613.291	100,00%	7.880.532	100,00%

(*) Conformément aux dispositions de l'article 223-11 alinéa 2 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.

(**) Les Actions Auto-Détenues sont assimilées aux titres détenus par l'Initiateur en application de l'article L. 233-9 2° du Code de commerce.

Comme indiqué en section 1.3.5 de la présente Note en Réponse, la Société a également attribué 76.000 AGA₂₀₁₉, dont l'acquisition pourrait intervenir, dans l'hypothèse où les critères de performance seraient satisfaits, à la date du 7 mai 2024 (sous réserve de la satisfaction des conditions de performance).

Des accords de liquidité sous la forme de promesses croisées ont été mis en place pour chacun des bénéficiaires du Plan AGA₂₀₁₉. Ces accords font l'objet d'une description en section 7 de la présente Note en Réponse.

8.2 Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et au transfert d'actions ou clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce

a) Obligation de déclaration en matière de franchissements de seuils

L'article 9 des statuts de la Société prévoit que toute personne physique ou morale agissant seule ou de concert qui vient à posséder un nombre d'actions ou de droits de vote représentant plus de l'un des seuils fixés par la loi doit respecter les obligations d'information prévues par celle-ci dans le délai imparti. La même information est également donnée lorsque la participation en capital ou en droits de vote devient inférieure aux seuils légaux.

A défaut d'avoir déclaré le franchissement de seuil dans les conditions ci-dessus, les dispositions de l'article L. 233-14 du Code de commerce s'appliqueraient et les actions excédant la fraction qui aurait

dû être déclarée sont privées du droit de vote dans les assemblées d'actionnaires. Les actions privées de droit de vote ne retrouvent ce droit qu'à l'expiration d'un délai de deux ans suivant la date de régularisation.

Par ailleurs, l'article 9 des statuts de la Société prévoit que celle-ci peut demander à toute personne morale propriétaire de plus de 2,5% du capital ou des droits de vote de lui faire connaître l'identité des personnes détenant directement ou indirectement plus du tiers du capital social de cette personne morale ou des droits de vote à ses Assemblées Générales.

b) Transferts d'actions

Les statuts de la Société ne contiennent aucune restriction aux transferts d'actions Manutan.

c) Clauses de conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition et portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote de la Société (article L. 233-11 du Code de commerce)

A la date de la présente Note en Réponse, et à la connaissance de la Société, aucun accord portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote de la Société ne prévoit des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions, autre que les accords de liquidité sous la forme de promesses croisées décrits en section 7 de la présente Note en Réponse.

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

A la date du présent document, le capital social de la Société est réparti ainsi qu'il est indiqué à la section 8.1 de la présente Note en Réponse.

La Société a été informée que la société anonyme Amiral Gestion (103 rue de Grenelle, 75007 Paris), agissant pour le compte de fonds dont elle assure la gestion, a déclaré avoir franchi à la hausse, le 2 novembre 2022, le seuil de 5% du capital de la Société¹³.

La Société a été informée des franchissements de seuils suivants, en date du 26 octobre 2022 :

- la société anonyme de droit Luxembourgeois Mouvement et Finance a déclaré avoir franchi individuellement en baisse les seuils de 1/3 des droits de vote et 30%, 25%, 20%, 15%, 10% et 5% du capital et des droits de vote de la Société et ne plus détenir aucune action de la Société ; et
- la société par actions simplifiée Spring Holding (l'Initiateur) a déclaré avoir franchi individuellement en hausse, les seuils de 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 1/3, et 50% du capital et des droits de vote de la Société.

La Société a été informée que la société par actions simplifiée Lazard Frères Gestion (25 rue de Courcelles – 75008 Paris), agissant pour le compte de fonds dont elle assure la gestion, a déclaré avoir franchi en baisse, le 14 juin 2022, le seuil de 5% du capital de la Société.

¹³ Il est précisé que, par un courrier reçu par l'AMF en date du 2 novembre 2022, la société anonyme Amiral Gestion a déclaré son intention d'apporter ses actions de la Société à l'Offre.

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

En vertu de l'article 13 des statuts de la Société, il est attribué un droit de vote double à toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il est justifié d'une inscription nominative depuis deux (2) ans au moins au nom du même actionnaire. Ce droit est conféré également dès leur émission en cas d'augmentation du capital par incorporation de réserves, bénéfices ou primes d'émission, aux actions nominatives attribuées gratuitement à un actionnaire à raison d'actions anciennes pour lesquelles il bénéficie de ce droit. Les actions nominatives bénéficiant d'un droit de vote double converties au porteur ou transférées en propriété perdent le droit de vote double sauf dans tous les cas prévus par la loi.

En sus de l'existence de droit de vote double, et à la connaissance de la Société, il n'existe pas de détenteurs de titres comportant des droits de contrôle spéciaux.

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

Néant.

8.6 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 connaissance d'aucun accord entre actionnaires en vigueur à ce jour pouvant entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote de la Société autre que ceux décrits à la section 7 de la présente Note en Réponse.

8.7 Dispositions statutaires relatives au conseil d'administration

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

a) Membres du conseil d'administration

La Société est administrée par un conseil d'administration composé de trois membres au moins et de dix-huit au plus ; toutefois, ce nombre maximum est porté à vingt-quatre en cas de fusion selon les conditions fixées par la loi.

Au cours de la vie sociale, les membres du conseil d'administration sont nommés par l'assemblée générale ordinaire.

La durée des fonctions des administrateurs est de deux (2) années.

Le nombre des administrateurs ayant atteint l'âge de 75 ans ne peut dépasser le tiers des membres du conseil d'administration. Lorsque ce seuil est dépassé, l'administrateur le plus âgé est réputé démissionnaire, à l'issue de la prochaine assemblée générale.

Les membres du conseil d'administration peuvent être révoqués à tout moment par l'assemblée générale ordinaire.

Le conseil d'administration élit parmi ses membres son président. Il détermine sa rémunération. La limite d'âge des fonctions de président est fixée à 80 ans.

Le conseil d'administration peut nommer, à titre honorifique, un président d'honneur, personne physique choisie parmi les anciens présidents du conseil d'administration de la Société. Le président d'honneur est indéfiniment rééligible, il peut être révoqué à tout moment sans indemnité par décision du conseil d'administration.

Conformément aux dispositions de l'article L.225-27-1 du code de commerce, un ou deux administrateurs représentant les salariés peuvent être élus par le personnel salarié de la Société. La durée de ses fonctions est de 2 ans. Son mandat est renouvelable.

Le conseil d'administration peut nommer un ou plusieurs censeurs, personnes physiques ou morales, choisis parmi les actionnaires ou en dehors d'eux. Le nombre des censeurs ne peut excéder deux. La durée de leurs fonctions est de 2 ans. Les censeurs sont indéfiniment rééligibles, ils peuvent être révoqués à tout moment sans indemnité par décision du conseil d'administration. Les censeurs sont convoqués à toutes les séances du conseil et assistent aux séances du conseil d'administration avec voix consultative.

b) Attributions du conseil d'administration

Le conseil d'administration détermine les orientations de l'activité de la Société et veille à leur mise en œuvre, conformément à son intérêt social, en prenant en considération les enjeux sociaux et environnementaux de son activité. Sous réserve des pouvoirs expressément attribués aux assemblées d'actionnaires et dans la limite de l'objet social, il se saisit de toute question intéressant la bonne marche de la société et règle par ses délibérations les affaires qui la concernent. Il procède aux contrôles et vérifications qu'il juge opportuns.

c) Délibérations du conseil d'administration

Le conseil d'administration ne délibère valablement que si la moitié au moins de ses membres est présente.

Le conseil d'administration prend ses décisions à la majorité des membres présents et représentés. En cas de partage des voix, celle du président de séance est prépondérante.

8.7.2 Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres

En dehors des pouvoirs généraux prévus par la loi et les statuts, le conseil d'administration de la Société dispose des délégations suivantes votées par l'assemblée générale extraordinaire de la Société :

Date de l'assemblée générale	Objet de la délégation ou de l'autorisation accordée par l'assemblée générale au conseil d'administration	Plafond de la délégation	Durée (date d'expiration)	Utilisation faite des délégations
11 mars 2022 (17 ^{ème} résolution)	Autorisation à l'effet de faire racheter par la société ses propres actions dans le cadre du dispositif de l'article L. 22-10-62 du Code de commerce	10 % du nombre d'actions composant le capital social, étant précisé que le montant maximal de l'opération est fixé à 114.199.350 euros	18 mois (11 septembre 2023)	Néant
11 mars 2022 (18 ^{ème} résolution)	Autorisation en vue d'annuler les actions rachetées par la société dans le cadre du dispositif de l'article L. 22-10-62 du Code de commerce	10 % du capital social calculé au jour de la décision d'annulation, déduction faite des éventuelles actions annulées au cours des 24 derniers mois	24 mois (11 mars 2024)	Néant
11 mars 2022 (19 ^{ème} résolution)	Autorisation en vue d'attribuer gratuitement des actions aux membres du personnel salarié (et/ou certains mandataires sociaux)	10 % du capital social calculé au jour de la décision d'attribution	38 mois (11 mai 2025)	27.000 actions attribuées le 23 mars 2022*
12 mars 2021 (26 ^{ème} résolution)	Délégation de compétence pour augmenter le capital social par incorporation de réserves, bénéfices et/ou primes	Montant nominal maximal des augmentations de capital : 5.000.000 €	26 mois (12 mai 2023)	Néant
12 mars 2021 (27 ^{ème} résolution)	Délégation de compétence pour émettre des actions ordinaires et/ou des titres de capital donnant accès à d'autres titres de capital ou donnant droit à l'attribution de titres de créance et/ou de valeurs mobilières donnant accès à des titres de capital à émettre (de la Société ou d'une société du Groupe) avec maintien du droit préférentiel de souscription	Montant nominal maximal des augmentations de capital : 4.000.000 euros Montant nominal maximum des émissions de titres de créance : 6.000.000 euros	26 mois (12 mai 2023)	Néant
12 mars 2021 (28 ^{ème} résolution)	Délégation de compétence pour émettre des actions ordinaires et/ou des titres de capital donnant accès à d'autres titres de capital ou donnant droit à l'attribution de titres de créance et/ou de valeurs mobilières donnant accès à des titres de capital à émettre (de la Société ou d'une société du Groupe), avec suppression du droit préférentiel de souscription par offre au public (à l'exclusion des offres visées au 1° de l'article L.411-2 du code monétaire et financier) et/ou en rémunération de titres dans le cadre d'une offre publique d'échange	Montant nominal maximal des augmentations de capital : 1.520.000 euros** Montant nominal maximum des émissions de titres de créance : 6.000.000 euros**	26 mois (12 mai 2023)	Néant

Date de l'assemblée générale	Objet de la délégation ou de l'autorisation accordée par l'assemblée générale au conseil d'administration	Plafond de la délégation	Durée (date d'expiration)	Utilisation faite des délégations
12 mars 2021 (29 ^{ème} résolution)	Délégation de compétence pour émettre des actions ordinaires et/ou des titres de capital donnant accès à d'autres titres de capital ou donnant droit à l'attribution de titres de créance et/ou de valeurs mobilières donnant accès à des titres de capital à émettre (de la Société ou d'une société du Groupe), avec suppression du droit préférentiel de souscription par une offre visée au 1° de l'article L. 411-2 du Code monétaire et financier (placement privé)	Montant nominal maximal des augmentations de capital : 1.520.000 euros**, dans la limite de 20% du capital de la Société (tel qu'existant à la date de l'assemblée générale) par période de 12 mois Montant nominal maximum des émissions de titres de créance : 6.000.000 euros**	26 mois (12 mai 2023)	Néant
12 mars 2021 (30 ^{ème} résolution)	Autorisation, en cas d'émission avec suppression du droit préférentiel de souscription, de déterminer les modalités de fixation du prix de souscription, dans les conditions déterminées par l'Assemblée	10% du capital de la Société (tel qu'existant à la date de l'assemblée générale) par période de 12 mois pour chacune des émissions décidées en application des 28 ^{ème} et 29 ^{ème} résolutions	26 mois (12 mai 2023)	Néant
12 mars 2021 (31 ^{ème} résolution)	Autorisation d'augmenter le montant des émissions de titres en cas de demandes excédentaires	15% de l'émission initiale pour chacune des émissions décidées en application des 27 ^{ème} à 29 ^{ème} résolutions	26 mois (12 mai 2023)	Néant
12 mars 2021 (32 ^{ème} résolution)	Délégation de compétence pour augmenter le capital, par émission d'actions ordinaires et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital, en vue de rémunérer des apports en nature de titres de capital ou de valeurs mobilières donnant accès au capital	Montant nominal maximal des augmentations de capital : 10% du capital de la Société (tel qu'existant à la date de l'assemblée générale) Montant nominal maximum des émissions de titres de créance : 6.000.000 euros	26 mois (12 mai 2023)	Néant
12 mars 2021 (34 ^{ème} résolution)	Délégation de compétence pour augmenter le capital par émission d'actions ordinaires et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital avec suppression du droit préférentiel de souscription, au profit des adhérents d'un Plan d'Épargne Entreprise (PEE) en application des articles L. 3332-18 et suivants du Code du travail	Montant nominal maximal des augmentations de capital : 160.000 €	26 mois (12 mai 2023)	Néant

* Par décision en date du 23 mars 2022, le Conseil d'administration de la Société a décidé l'attribution de 27.000 actions gratuites de performance au profit de cinq membres du comité de direction. Le 24 novembre 2022, afin de faciliter la possible future mise en place et gestion de nouveaux mécanismes d'intéressement au niveau de l'Initiateur, ces cinq bénéficiaires membres du comité de direction de la Société ont décidé de renoncer à l'ensemble de leurs droits sur lesdites actions gratuites 2022 (voir section 1.2.7 (b) de la Note d'Information).

** Les plafonds de 1.520.000 euros (montant nominal maximal des augmentations de capital) et de 6.000.000 euros (montant nominal maximal des émissions de titres de créances) sont des plafonds partagés et commun pour les 28^{ème} et 29^{ème} résolutions.

8.8 Dispositions statutaires relatives à la direction générale

8.8.1 Règles applicables à la nomination et au remplacement du directeur général et des directeurs généraux délégués

a) Nomination du directeur général et des directeurs généraux délégués

La direction générale est assumée, sous sa responsabilité, soit par le président du conseil d'administration, soit par une autre personne physique choisie parmi les membres du conseil ou en dehors d'eux, qui porte le titre de directeur général.

Le directeur général est investi des pouvoirs les plus étendus pour agir en toute circonstance au nom de la société. Il exerce ces pouvoirs dans la limite de l'objet social et sous réserve des pouvoirs expressément attribués par la loi aux assemblées d'actionnaires ainsi qu'au conseil d'administration.

Sur la proposition du directeur général, le conseil d'administration peut nommer un ou, dans la limite de cinq, plusieurs directeurs généraux délégués.

Les directeurs généraux délégués disposent à l'égard des tiers, des mêmes pouvoirs que le directeur général.

Pour le directeur général et pour les directeurs généraux délégués, la limite d'âge fixée pour les fonctions de président du conseil d'administration s'applique (80 ans).

8.9 Règles applicables aux modifications des statuts

Conformément à l'article 225-96 alinéa 1 du Code de commerce, l'assemblée générale extraordinaire peut modifier les statuts dans toutes leurs dispositions.

L'assemblée générale extraordinaire ne peut délibérer valablement que si les actionnaires présents ou représentés, ou votant par correspondance, possèdent au moins, sur première convocation, le 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 qui ne peut être postérieure de plus de deux mois au plus à celle à laquelle elle avait été convoquée. Pour cette nouvelle assemblée prorogée, le quorum du cinquième est de nouveau exigé.

L'assemblée générale extraordinaire statue à la majorité des deux tiers des voix dont disposent les actionnaires présents ou représentés, ou votant par correspondance, sauf dérogation légale.

8.10 Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société, sauf si cette divulgation, hors les cas d'obligation légale de divulgation, porterait gravement atteinte à ses intérêts

Certains contrats de financement de la Société contiennent une obligation d'information des prêteurs en cas de projets de modification significative de son actionnariat, notamment ceux qui auraient pour conséquence un changement de contrôle de la Société.

Néanmoins, à la connaissance de la Société, aucune convention significative conclue par la Société ne sera résiliée du fait de la réalisation de l'Offre, qui n'aura, de plus, pas pour conséquence un changement

de contrôle au niveau de la Société dans la mesure où cette dernière est déjà contrôlée par l'Initiateur à la date de dépôt de l'Offre et reste contrôlée de manière ultime par Monsieur Jean-Pierre Guichard.

8.11 Accords prévoyant des indemnités pour les membres de la direction générale, du conseil d'administration ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique

A l'exception des deux cas visés ci-après ; à la connaissance de la Société, il n'existe pas d'accord au sein de la Société prévoyant des indemnités pour les membres de la direction générale, du conseil d'administration ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse, ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique :

- Madame Brigitte Auffret, directrice générale déléguée et administratrice de la Société, pourra bénéficier d'une indemnité contractuelle de rupture (en sus de l'indemnité légale de licenciement) en cas de licenciement (sauf cas de faute grave ou lourde, de cas de force majeure, d'un licenciement pour inaptitude physique constaté par le médecin du travail, d'un départ ou d'une mise à la retraite, ou d'un départ volontaire par démission) d'un montant égal à 21 mois de salaire (fixe + bonus). Pour pouvoir bénéficier de cette indemnité il faut également que les conditions de performance cumulatives suivantes soient remplies : (i) maintien du résultat opérationnel courant moyen des trois derniers exercices clos précédant la notification de la rupture du contrat de travail à un niveau supérieur à 4 % du chiffre d'affaires et (ii) maintien au cours des trois derniers exercices clos précédant la notification de la rupture du contrat de travail d'un résultat net consolidé bénéficiaire (l'atteinte de ces objectifs sera constatée sur la base des comptes consolidés des trois derniers exercices, tels qu'arrêtés par le conseil d'administration et certifiés par les commissaires aux comptes, précédant la notification de la rupture du contrat de travail) ; et
- Monsieur Pierre-Olivier Brial, directeur général délégué et administrateur de la Société, pourra bénéficier de la même indemnité contractuelle de rupture dans les mêmes termes et aux mêmes conditions que Madame Brigitte Auffret¹⁴.

8.12 Mesures susceptibles de faire échouer l'Offre que la Société a mises en œuvre ou décide de mettre en œuvre

La Société n'a pas mis en œuvre de mesures susceptibles de faire échouer l'Offre et n'a pas l'intention de mettre en œuvre de telles mesures.

¹⁴ Il est précisé que, pour Monsieur Pierre-Olivier Brial, l'indemnité contractuelle de rupture inclut l'indemnité conventionnelle de licenciement.

9 MODALITÉS DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIÉTÉ

La Note en Réponse ainsi que les autres informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront, conformément à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, tenues gratuitement à la disposition du public au siège social de la Société, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre. Ces documents seront également disponibles sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de Manutan International (www.manutan.com).

10 PERSONNE QUI ASSUME LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE EN RÉPONSE

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

Monsieur Xavier Guichard

Directeur général de Manutan International SA

Annexe 1

Rapport de l'Expert Indépendant



FINEXSI
EXPERT & CONSEIL FINANCIER



ATTESTATION D'EQUITE

Offre Publique d'Achat simplifiée visant les actions
MANUTAN initiée par **SPRING HOLDING SAS**
suivie le cas échéant d'un Retrait Obligatoire

16 décembre 2022



Sommaire

1. Présentation de l'Opération	5
2. Contexte de notre mission	7
2.1 Mission du cabinet FINEXSI	7
2.2 Déclaration d'indépendance	7
2.3 Diligences effectuées	8
3. Présentation de MANUTAN	10
3.1 Actionnariat	10
3.2 Organigramme du groupe MANUTAN.....	11
3.3 Rappel de l'historique de MANUTAN	12
3.4 Présentation des activités de MANUTAN	13
3.4.1 Principaux produits	14
3.4.2 Modèle économique	14
3.4.3 Segmentation opérationnelle de MANUTAN	15
3.4.4 Organisation géographique	16
4. Environnement économique de MANUTAN.....	17
4.1 Les intervenants sur le marché de la distribution d'équipements et de fournitures	17
4.2 Environnement concurrentiel.....	18
4.3 Les principaux déterminants économiques du secteur.....	19
4.4 La conjoncture et les tendances du marché de la distribution de fournitures et d'équipement.....	20
4.4.1 La conjoncture du marché.....	20
4.4.2 La croissance du trafic des sites marchands des principaux acteurs.....	21
4.4.3 Les acteurs misent sur une stratégie multicanale.....	22
4.5 Matrice SWOT	22
5. Analyse financière de MANUTAN	23
5.1 Présentation des résultats historiques de la Société (2017 - 2022).....	23
5.1.1 Compte de résultat consolidé historique	23
5.1.2 Bilan consolidé historique.....	27
6. Evaluation des actions de la société MANUTAN.....	30
6.1 Méthodes d'évaluation écartées	30
6.1.1 Actif net comptable consolidé.....	30
6.1.2 Actif net comptable réévalué	30
6.1.3 Actualisation des dividendes futurs	30



6.2	Méthodes d'évaluation retenues.....	30
6.3	Données de référence de la Société MANUTAN.....	31
6.3.1	Nombre de titres retenu.....	31
6.3.2	Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres.....	32
6.4	Mise en œuvre de la valorisation de la société MANUTAN	33
6.4.1	La référence au cours de bourse de la Société	33
6.4.2	Objectifs de cours des analystes.....	36
6.4.3	L'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels (à titre principal)	37
6.4.4	Comparables boursiers (à titre secondaire).....	40
6.4.5	Transactions comparables (à titre secondaire).....	44
6.5	Synthèse de nos travaux d'évaluation	46
7.	Analyse des éléments d'appréciation du prix établi par les Etablissements Présentateurs.....	47
7.1	Choix des critères d'évaluation.....	47
7.2	Mise en œuvre des différentes méthodes de valorisation	48
7.2.1	Données de références	48
7.2.2	L'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels.....	48
7.2.3	Analyse du cours de bourse	49
7.2.4	Méthode des comparables boursiers	50
7.2.5	Méthode des transactions comparables	50
7.2.6	Objectif de cours des analystes	50
8.	Accords connexes	51
8.1	Financement de SPRING HOLDING	51
8.2	Augmentation de capital	51
8.3	Plans d'AGA 2019 et 2022	51
8.3.1	Plan d'AGA 2019	51
8.3.2	Plan d'AGA 2022	52
8.3.3	Autres plans d'incitation au niveau de l'Initiateur	52
8.4	Opérations internes préalables à l'Offre	52
8.5	Pacte d'Associés SPRING HOLDING.....	53
8.5.1	Gouvernance au niveau de l'Initiateur et de MT FINANCE	53
8.5.2	Transfert des titres émis par l'Initiateur	54
8.6	Autres accords dont l'Initiateur a connaissance	54
9.	Synthèse de nos travaux et appréciation sur le caractère équitable du prix d'Offre.....	55
9.1	Synthèse de nos travaux d'évaluation	55



9.2 Conclusion.....	55
Annexe : Présentation de FINEXSI et de la mission.....	57



1. Présentation de l'Opération

La FAMILLE GUICHARD, actionnaire de référence de la société MANUTAN INTERNATIONAL (ci-après « **Manutan** », « **le Groupe** » ou « **la Société** »), souhaite initier une offre publique d'achat simplifiée (OPAS) sur le capital de la Société non encore détenu à ce jour, avec retrait obligatoire (RO) en cas de détention du capital ou des droits de vote supérieure à 90% à la clôture de l'offre (ci-après « **l'Opération** » ou « **l'Offre** »).

L'Offre est notamment motivée, d'une part, par la pérennité de l'actionnariat et la stabilité de la stratégie et, d'autre part, par la baisse de la liquidité du titre de la Société et le durcissement des contraintes réglementaires liées à la cotation. Par ailleurs, la Société n'envisage pas de faire appel au marché pour financer son développement futur.

Dans le cadre de cette Opération, la société SPRING HOLDING (ci-après « **l'Initiateur** ») a été constituée afin de regrouper les participations de la Famille GUICHARD dans MANUTAN. Elle a également souscrit un emprunt auprès d'un *pool bancaire*. Le capital de l'Initiateur est conjointement détenu par Jean-Pierre GUICHARD¹, INIX², Claudine GUICHARD³, MOUVEMENT ET FINANCE (ci-après « **MT Finance** »)⁴ et Pierre-Olivier BRIAL⁵.

L'Offre revêt deux principales caractéristiques :

- L'Offre, au prix de 100€ par action (ci-après « **le Prix d'Offre** »), vise les actions émises par la Société. Il s'agit d'une **offre « obligatoire »** en ce sens qu'elle est lancée par l'Initiateur en raison de l'acquisition de titres de la Société tel que décrit ci-après. Par ailleurs, les actionnaires sont libres d'y répondre favorablement ou non en décidant de présenter ou de conserver leurs titres ;
- L'Initiateur, prévoit de mettre en œuvre un **retrait obligatoire** dans le cas où les actions non apportées à l'Offre ne représenteraient pas plus de 10% du capital ou des droits de vote. Dans ce contexte, le prix d'Offre serait assorti d'un complément de prix de 5€ par action (ci-après « **le Complément de Prix** »).

En date du 26 octobre 2022, préalablement à l'Offre, l'Initiateur a procédé à l'acquisition de titres de la Société au Prix d'Offre (ci-après « **le Bloc de Contrôle** ») constitués de :

- 2 027 201 actions de la Société, représentant 26,63% du capital de la Société, par voie d'apport en nature effectué par MT FINANCE ;
- 206 333 actions de la Société, représentant 2,71% du capital de la Société, par voie d'apport en nature effectué par INIX ;
- 2 708 971 actions de la Société, représentant 35,58% du capital de la Société, par voie d'apport en nature effectué par Jean-Pierre GUICHARD et Claudine GUICHARD.

¹ En conséquence des apports décrits ci-après, Jean-Pierre GUICHARD détient 53,98% du capital et des droits de vote de l'Initiateur.

² INIX a été créée pour les besoins de l'Opération. Elle est détenue intégralement par Monsieur XAVIER GUICHARD et possède, en conséquence des apports décrits ci-après, 4,17% du capital de l'Initiateur.

³ En conséquence des apports décrits ci-après, Claudine GUICHARD détient 0,75% du capital et des droits de vote de l'Initiateur.

⁴ MOUVEMENT ET FINANCE est détenue intégralement par Messieurs Jean-Pierre GUICHARD, Hervé GUICHARD, et Xavier GUICHARD et possèdent, en conséquence des apports décrits ci-après, 40,95% du capital de l'Initiateur.

⁵ En conséquence de sa souscription à une augmentation de capital réalisée le 26 octobre 2022 tel que décrit ci-après, Pierre Olivier BRIAL, détient 0,15% du capital de l'Initiateur.



L'Initiateur détient en conséquence 64,92% du capital⁶ et 62,72% des droits de vote de la Société.

Par ailleurs, Monsieur Jean-Pierre GUICHARD détient, de concert avec l'Initiateur, 257 016 actions de la Société, représentant 3,38% du capital et 6,52% des droits de vote de la Société, qui n'ont pas fait l'objet d'un apport à l'Initiateur dans la mesure où ces actions sont grevées d'une sûreté, elles ne seront en conséquence pas visées par l'Offre.

INIX détient également de concert avec l'Initiateur, 379 819 actions de la Société, représentant 4,99% du capital et 4,82% des droits de vote de la Société, qui n'ont pas fait l'objet d'un apport à l'Initiateur, et ne seront également pas visées par l'Offre.

En conséquence, le Concert (SPRING HOLDING, Jean-Pierre GUICHARD, et INIX) détient 73,28% du capital et 74,06% des droits de vote théoriques de la Société.

L'Offre porte sur 2 017 378 actions⁷ soit 26,5% du capital et 25,7% des droits de vote théoriques de la Société.

⁶ Sur la base d'un capital constitué de 7 613 291 actions représentant 13 202 790 droits de vote théoriques au 25 octobre 2022.

⁷ Soit 2 017 378 actions (7 613 291 actions de la Société diminuées de 4 942 505 actions détenues par SPRING HOLDING, 257 016 actions détenues par Jean-Pierre GUICHARD, 379 819 actions détenues par INIX et 16 573 actions auto-détenues).



2. Contexte de notre mission

2.1 Mission du cabinet FINEXSI

En application des dispositions prévues à l'article 261-1-I (1°, 2° et 4°) et II du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers (ci-après l'« **AMF** »), le Conseil d'administration, sur avis du Comité *ad hoc*, de MANUTAN du 25 octobre 2022 a désigné le cabinet FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER (ci-après « **FINEXSI** ») en qualité d'Expert indépendant, dans le cadre du projet d'Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie le cas échéant d'un Retrait Obligatoire sur les titres de MANUTAN.

Dans ce cadre, notre mission a pour objet d'apprécier le caractère équitable des conditions financières de l'Opération du point de vue des actionnaires de MANUTAN. Cela suppose notamment d'apprécier la valeur de l'action MANUTAN, le positionnement du prix d'Offre et du Complément de Prix ainsi que des opérations et accords concomitants à l'Offre.

Le présent rapport, qui décrira les modalités de l'Opération pour les actionnaires de la Société, a été établi conformément à l'article 262-1 du Règlement Général de l'AMF et de son instruction d'application n° 2006-08 du 25 juillet 2006 et modifiée le 10 février 2020 relative à l'expertise indépendante, elle-même complétée de la recommandation de l'AMF 2006-15 modifiée le 10 février 2020.

Il convient de préciser que notre rapport s'inscrit exclusivement dans un cadre réglementaire français, et nous n'assumons dès lors aucune responsabilité vis-à-vis de personnes visées par une autre réglementation.

2.2 Déclaration d'indépendance

Le cabinet FINEXSI, ainsi que ses associés :

- Sont indépendants au sens des articles 261-1 et suivants du Règlement Général de l'AMF et sont en mesure à ce titre d'établir la déclaration d'indépendance prévue par l'article 261-4 dudit Règlement Général, et ne se trouvent notamment dans aucun des cas de conflit d'intérêts visés à l'article 1 de l'instruction AMF 2006-08 ;
- Disposent de façon pérenne des moyens humains et matériels nécessaires à l'accomplissement de leur mission, ainsi que d'une assurance ou d'une surface financière suffisante en rapport avec les risques éventuels liés à cette mission ;
- Adhèrent à l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI), association reconnue par l'AMF en application des articles 263-1 et suivants de son Règlement Général.

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



2.3 Diligences effectuées

Nous présentons ci-après les principales diligences (dont le contenu détaillé figure en Annexe) que nous avons mises en œuvre dans le cadre de l'appréciation du caractère équitable des termes de l'Offre :

- La prise de connaissance détaillée de l'Opération envisagée, de ses modalités et du contexte spécifique dans lequel elle se situe ;
- L'analyse des risques et opportunités identifiés pour MANUTAN, susceptibles d'affecter sa valorisation, dont la synthèse est présentée sous la forme de matrice SWOT ;
- L'analyse des comptes consolidés et du plan d'affaires de MANUTAN lors d'entretiens avec le Management, intégrant l'identification des hypothèses clés considérées et l'appréciation de leur pertinence ;
- La mise en œuvre d'une évaluation multicritère de la Société et d'analyses de sensibilité sur les hypothèses structurantes de valorisation ;
- L'analyse critique et indépendante du rapport d'évaluation préparé par les établissements présentateurs BANQUE DEGROOF PETERCAM et CM-CIC (ci-après « **les Etablissements Présentateurs** ») de l'Offre ;
- L'analyse des accords et opérations connexes susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix de l'Offre ;
- L'établissement d'un rapport présenté sous la forme d'une attestation d'équité, exposant les travaux d'évaluation des actions MANUTAN et notre opinion quant au caractère équitable du prix d'Offre dans le contexte de l'OPAS et du Retrait Obligatoire.

Dans le cadre de notre mission, nous avons pris connaissance d'un ensemble d'informations comptables et financières (états financiers, communiqués, etc.) publiées par la Société au titre des derniers exercices clos et de l'exercice en cours.

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

Nous nous sommes entretenus à différentes reprises avec le Management et les conseils de la Société, tant pour appréhender le contexte de l'Offre que pour comprendre la situation financière actuelle, les perspectives d'activité et les prévisions financières qui en découlent. Ces échanges ont principalement porté sur :

- Le contexte et les modalités de l'Opération ;
- L'activité de MANUTAN, son évolution et ses perspectives de développement à moyen et long terme ;
- Les méthodes d'évaluation mises en œuvre par les Etablissements Présentateurs, DEGROOF PETERCAM et CM-CIC.

Nous avons procédé à l'appréciation des hypothèses opérationnelles sur lesquelles se basent les données prévisionnelles sous-tendant le plan d'affaires de MANUTAN afin de mettre en œuvre une approche fondée sur l'actualisation de ces prévisions.



Concernant les méthodes d'évaluation analogiques (multiples des sociétés cotées comparables et multiples des transactions comparables), nous avons étudié les informations publiques disponibles à partir de nos bases de données financières.

Enfin, nous avons pris connaissance des travaux des Etablissements Présentateurs, tels que présentés dans le rapport d'appréciation du prix d'Offre et résumés dans le projet de note d'information (ci-après « **le Projet de Note d'Information** »). Nous avons dans ce cadre tenu plusieurs réunions de travail avec les représentants des Etablissements Présentateurs.

Il convient de préciser qu'une revue indépendante a été effectuée par Monsieur Jean-Marc BRICHET, Associé du cabinet, qui n'est pas intervenu sur le dossier.

3. Présentation de MANUTAN

MANUTAN INTERNATIONAL est une société anonyme à Conseil d'administration au capital de 15 226 582€, divisé en 7 613 291 actions d'une valeur nominale unitaire de 2€ dont le siège social est situé ZAC du parc des Tulipes - Avenue du XXIe-Siècle à Gonesse (95506)

Elle est immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Pontoise sous le numéro 662 049 840.

L'exercice social de la Société est de 12 mois du 1^{er} octobre au 30 septembre.

3.1 Actionnariat

Au 31 décembre 2021, la structure du capital et des droits de vote théoriques de MANUTAN se présentait comme suit :

Tableau 1 - Actionnariat au 31 décembre 2021

Actionnariat	Capital		Droits de vote	
	Nombre	%	Nombre	%
Jean-Pierre Guichard	2 928 873	38,47 %	5 857 746	44,37 %
Mouvement et Finance	2 417 581	31,75 %	4 835 162	36,62 %
Claudine Guichard	37 114	0,49 %	74 228	0,56 %
Hervé Guichard	97 886	1,29 %	195 772	1,48 %
Xavier Guichard	97 886	1,29 %	195 772	1,48 %
Famille Guichard et affiliés	5 579 340	73,28 %	11 158 680	84,52 %
Lazard Frères Gestion	381 246	5,01 %	381 248	2,89 %
Actions autodétenues	13 062	0,17 %	13 062	0,10 %
Actions autodétenues (contrat de liquidité)	3 845	0,05 %	3 845	0,0 %
Public au nominatif	11 499	0,15 %	21 812	0,17 %
Public	1 624 299	21,34 %	1 624 299	12,30 %
Sous-total public	2 033 951	26,72 %	2 044 266	15,48 %
Total	7 613 291	100,00 %	13 202 946	100,00 %

Source : Rapport annuel 2021

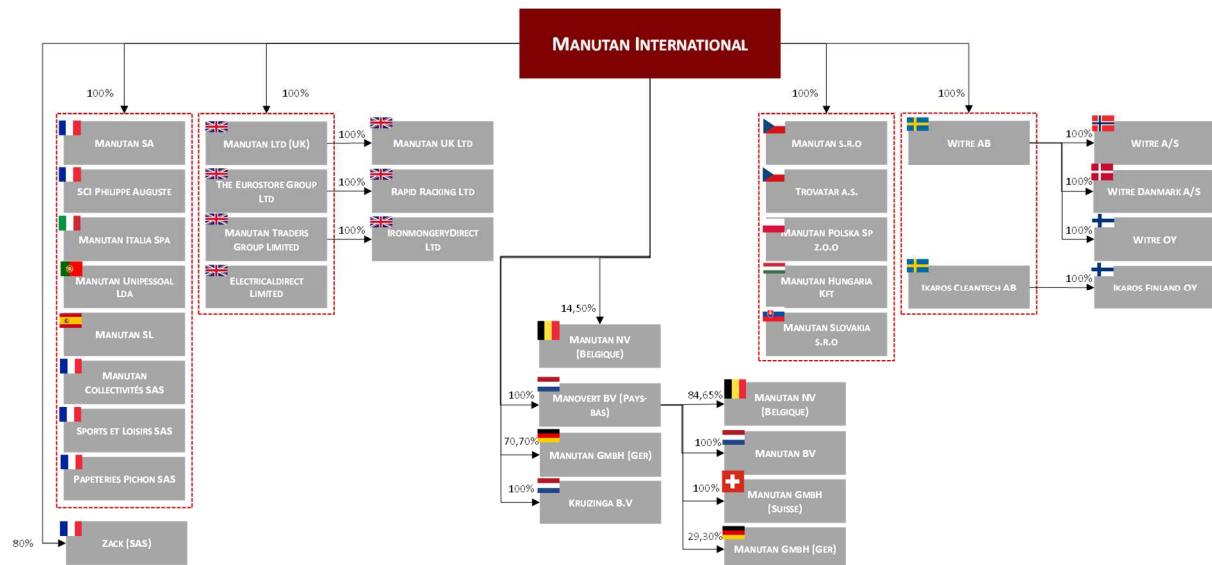
Note : A savoir que le tableau est tel qu'il est présenté dans le rapport annuel de 2021 qui présente l'actionnariat au 31 décembre 2021

A titre informatif nous avons constaté que depuis l'annonce de l'Offre, AMIRAL GESTION a franchi le seuil de 5% du capital à la hausse, atteignant 5,15% du capital et 4,97% des droits de vote de la Société.

3.2 Organigramme du groupe MANUTAN

L'organigramme juridique du Groupe est le suivant :

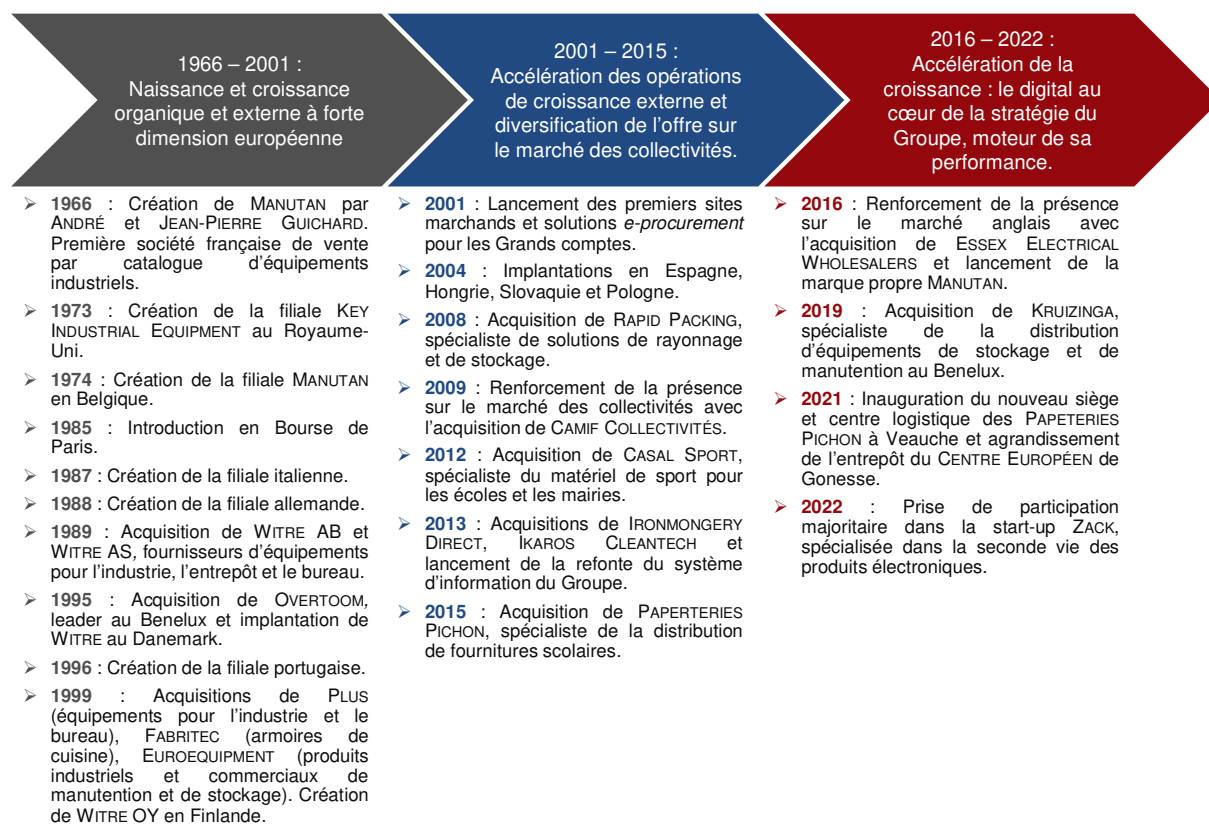
Figure 1 - Organigramme juridique du groupe MANUTAN au 30 septembre 2022



Source : Société

3.3 Rappel de l'historique de MANUTAN

Figure 2 - Historique de la société MANUTAN



Source : Société

L'origine du Groupe remonte à 1966, date à laquelle Messieurs André et Jean-Pierre GUICHARD ont développé la première société française de vente par catalogue d'équipements industriels.

En 1973, puis en 1974, ils ont créé les filiales KEY INDUSTRIAL EQUIPMENT respectivement au Royaume-Uni et MANUTAN en Belgique.

En 1985, MANUTAN est entré en bourse sur la plateforme Euronext de Paris en tant que pionnier dans la vente par correspondance B2B.

En 1987, puis en 1989, MANUTAN a continué son expansion sur le territoire européen et a ouvert une filiale italienne puis une filiale allemande.

Pour maintenir son développement et renforcer sa croissance géographique, MANUTAN a fait l'acquisition en 1989 de WITRE AB et WITRE AS, des sociétés d'équipements pour l'industrie, l'entrepôt et le bureau, en Suède et en Norvège.

Puis en 1995, MANUTAN a développé sa marque WITRE au Danemark, et a fait l'acquisition d'OVERTOOM, leader au Benelux.

En 1999, MANUTAN a poursuivi sa croissance externe en faisant l'acquisition de :

- PLUS, spécialiste en équipements pour l'industrie et le bureau en République Tchèque.
- FABRITEC, distributeur d'armoires de cuisine en Suisse.



- EUROEQUIPMENT, spécialiste de produits industriels et commerciaux de manutention et de stockage au Royaume-Uni.

Cette même année, le Groupe a initié la création de WITRE OY en Finlande.

En 2001, MANUTAN a lancé les premiers sites marchands et solutions *e-procurement* pour les grands comptes.

En 2004, le Groupe a poursuivi sa croissance géographique en s'implantant en Espagne, en Hongrie, en Slovaquie et en Pologne.

En 2008, MANUTAN a fait l'acquisition de RAPID RACKING, solutions de rayonnage et de stockage au Royaume-Uni.

En 2009, le Groupe a renforcé sa présence sur le marché des collectivités avec l'acquisition de CAMIF COLLECTIVITES.

En 2012, le Groupe a poursuivi la dynamique de diversification de son offre avec les articles dédiés aux collectivités en faisant l'acquisition de CASAL SPORT, société de matériels et équipements de sport pour les écoles, mairies et fédérations.

En 2013, le Groupe a fait l'acquisition de deux sociétés : IRONMONGERYDIRECT (produits de quincaillerie aux artisans au Royaume-Uni) et IKAROS CLEANTECH (produits de protection de l'environnement en Suède).

En 2015, le Groupe a fait l'acquisition de PAPETERIES PICHON, distributeur de fournitures scolaires auprès des écoles maternelles et primaires en France.

En 2016, le Groupe a procédé au lancement de la marque propre MANUTAN, et a fait l'acquisition d'ESSEX ELECTRICAL WHOLESALERS, distributeur de fournitures électriques aux artisans au Royaume-Uni.

En 2019, MANUTAN a acquis KRUIZINGA, société d'équipements de stockage et de manutention au Benelux.

En 2021, MANUTAN a inauguré le nouveau siège et centre logistique des PAPETERIES PICHON à Veauche, et agrandi l'entrepôt du CENTRE EUROPEEN de Gonesse.

Récemment en 2022, MANUTAN a pris une participation majoritaire dans la start-up ZACK, spécialisée dans la seconde vie des produits électroniques.

3.4 Présentation des activités de MANUTAN

Le groupe MANUTAN est une société européenne de *e-commerce* BtoB, spécialisée dans la distribution d'équipements et fournitures aux entreprises et collectivités, au travers d'une offre sous la marque propre MANUTAN (créée en 2016) et au travers de produits acquis auprès d'autres fournisseurs.



3.4.1 Principaux produits

La gamme de produits et services de MANUTAN permet à ses clients de centraliser leurs achats auprès d'un unique fournisseur (« *one stop shop* ») et de pouvoir se concentrer sur leur cœur de métier :

Figure 3 - Illustrations des produits phares du groupe



Source : Société

L'offre du Groupe couvre notamment les domaines suivants :

- **Bureau & télétravail** : qui correspond à une gamme étendue d'équipements et de mobiliers de bureau, de décoration, d'accessoires et d'offres conçues pour le télétravail.
- **Entrepôt** : qui regroupe des produits et solutions d'aménagement et d'optimisation des entrepôts, des gammes de rayonnages et du mobilier spécialisé.
- **Fournitures industrielles & outillage** : qui correspond à une large gamme d'outils, accessoires et fournitures industrielles complétée d'outillages assurant la protection des ouvriers.
- **Emballage & bac** : avec un large choix de solutions adaptées aux exigences des professionnels pour stocker, emballer et expédier les produits en toute sécurité.
- **Sécurité & santé** : qui regroupe des produits innovants commercialisés dans le but de minimiser les risques encourus par les salariés, et répondant aux dernières normes de sécurité.
- **Espace extérieur** : qui regroupe des produits destinés à l'organisation des voiries, espaces extérieurs, etc.
- **Hygiène** : qui propose une gamme pour l'hygiène et la désinfection des mains et du corps, l'entretien des locaux, collecte de déchets, etc.
- **Restauration** : qui propose une gamme de mobilier de restauration pour cuisines et restaurants.

3.4.2 Modèle économique

La maîtrise de sa chaîne de valeur fait de MANUTAN le partenaire stratégique « *one-stop-shop* » des entreprises et collectivités :



Figure 4 - Modèle économique du Groupe



Source : Rapport annuel 2021

3.4.3 Segmentation opérationnelle de MANUTAN

Le Groupe est articulé autour de deux divisions : la division « *Entreprises* » et la division « *Collectivités* ».

■ Division Entreprises :

La division Entreprises s'adresse à tout type de structures et compte comme clients les grands groupes, ainsi que les ETI, les PME et les TPE. Elle vise les achats de classe C (fournitures, équipements, etc.). Elle propose des solutions de rayonnage et de stockage par le biais de la marque RAPID RACKING (Royaume-Uni), des produits de protection de l'environnement et des équipements de stockage, de manutention, de mobilité et de bureau *via* les marques IKAROS CLEANTECH (Scandinavie) et KRUIZINGA (Benelux).

Cette division s'adresse également aux artisans pour des produits de quincaillerie et des fournitures électriques au travers des marques IRONGMONGERYDIRECT et ELECTRICALDIRECT au Royaume-Uni.

Au 30 septembre 2022, la division Entreprises représentait près de 78% du chiffre d'affaires du Groupe.

■ Division Collectivités :

La division Collectivités propose une sélection de produits de mobilier scolaire, de matériel éducatif, de santé, de Sports et Loisirs (CASAL SPORT) et des fournitures scolaires avec PAPETERIES PICHON.

Au 30 septembre 2022, la division Collectivités représentait près de 22% du chiffre d'affaires du Groupe. Cette activité est réalisée exclusivement en France.

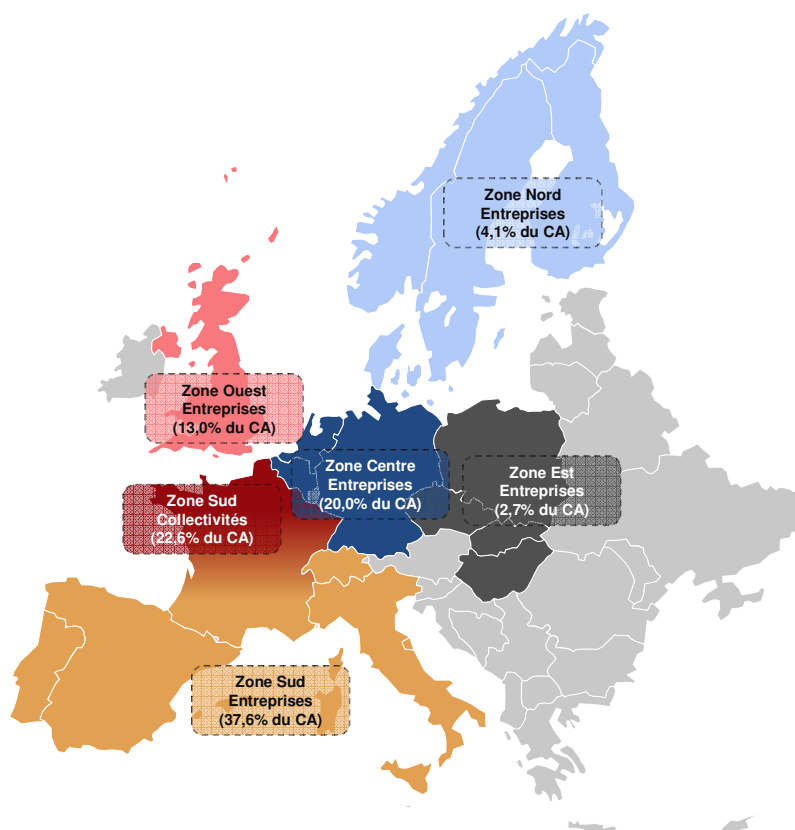
3.4.4 Organisation géographique

Les activités du Groupe sont concentrées exclusivement en Europe avec une présence dans 17 pays, au 30 septembre 2021. L'effectif compte près de 2 200 collaborateurs répartis dans 26 filiales.

Ces activités sont organisées autour de 6 zones géographiques :

- **Zone Nord Entreprises** : composée du Danemark, de la Finlande, de la Norvège et de la Suède ;
- **Zone Est Entreprises** : établie en Hongrie, en Pologne, en République Tchèque et en Slovaquie ;
- **Zone Centre Entreprises** : regroupant les activités en Allemagne, Belgique et aux Pays-Bas ;
- **Zone Ouest Entreprises** : composée uniquement du Royaume-Uni ;
- **Zone Sud Collectivités** : basée en France ;
- **Zone Sud Entreprises** : située en Espagne, au Portugal, en France, en Italie, et en Suisse.

Figure 5 - Présence géographique du Groupe (avec % CA 2021)



Source : Rapport annuel septembre 2021



4. Environnement économique de MANUTAN

Nos analyses présentées ci-après se basent principalement sur nos échanges avec le Management, les études XERFI « *La vente à distance de matériels et équipements de bureau* » et « *La distribution d'articles de papeterie et de fournitures de bureau* » de mai 2021 ainsi que le rapport annuel 2021 exercice clos au 30 septembre 2021 de MANUTAN.

De manière générale, les achats réalisés par les entreprises peuvent être classés en 3 catégories :

- Les achats de **classe A** : correspondent aux produits qui entrent directement dans le processus de production (matières premières) ;
- Les achats de **classe B** : ils désignent les produits récurrents et stratégiques, mais qui n'entrent pas dans le processus de production (matériel informatique, flotte automobile, etc.) ;
- Les achats de **classe C** : ils rassemblent les achats non récurrents et diffus, par leur caractère ponctuel et peu prévisible comme du mobilier, de l'outillage ou des petites fournitures.

Le groupe MANUTAN opère sur la classe C des achats en entreprise.

La vente d'équipements et de fournitures aux entreprises et collectivités est un marché vaste et composé de nombreux acteurs hétérogènes comme présentés ci-dessous.

4.1 Les intervenants sur le marché de la distribution d'équipements et de fournitures

Le secteur de la vente à distance de matériels et équipements de bureau est confronté à des difficultés depuis la crise sanitaire de Covid-19. C'est un marché dont le repli s'est accéléré par la généralisation du télétravail, la numérisation de l'environnement scolaire, la baisse d'investissements des entreprises, la diminution des projets de changements de locaux, ainsi que par la concurrence grandissante d'autres circuits de distribution.

Malgré ces facteurs défavorables, les ventes des entreprises du secteur sont demeurées relativement stables grâce aux contrats grands comptes, à une hausse de la demande en équipements de protection pour les bureaux afin de lutter contre la pandémie, une hausse de la demande en matériel de bureau pour les salariés en télétravail, et la hausse des ventes en ligne.

Le marché de la distribution d'équipements et de fournitures compte plusieurs types d'intervenants qui sont :

- **Les acteurs généralistes** : il s'agit de distributeurs dont les différents produits peuvent être retrouvés dans les catalogues de MANUTAN. On peut citer notamment TAKKT (société allemande), SCHÄFER SHOP, AJ PRODUKTER, etc.
- **Les acteurs spécialisés** : il s'agit de distributeurs dont les produits correspondent à une partie de l'offre de MANUTAN comme le mobilier et les fournitures de bureau (RAJA, BRUNEAU, PRINTUS, etc.), les produits et matériels d'hygiène, d'entretien et de sécurité (BERNARD), les fournitures et équipements d'emballage (RAJA).

- **La distribution industrielle traditionnelle** qui regroupe des distributeurs de fournitures à destination de professionnels de l'industrie, du bâtiment, etc. (DESCOURS & CABAUD).
- **L'offre de fournitures professionnelles sur Internet** via des places de marché, des bourses d'échange, et les sites marchands des concurrents traditionnels (AMAZON BUSINESS).

Figure 6 - Présentation des différentes catégories d'intervenants sur le marché



Source : Données publiques, Etude XERFI

4.2 Environnement concurrentiel

Le marché français de vente de matériels et équipements de bureau est dominé par cinq groupes leaders dont MANUTAN fait partie :

- **LYRECO** (2 200 M€ de chiffre d'affaires en 2019), un groupe de dimension internationale, est considéré comme le leader de la vente à distance professionnelle de fournitures de bureau en France ;
- **RAJA** (1 020 M€ de chiffre d'affaires en 2020), un groupe français, figure parmi les leaders de la distribution d'emballages en Europe. Le groupe commercialise des équipements et des fournitures pour le bureau et génère 32% de ses ventes en ligne. Ses principales filiales françaises sont JPG, BERNARD FRANCE et BOX-OFFICE ;
- **OFFICE DEPOT EUROPE** (2 000 M€ de chiffre d'affaires en 2017), un groupe néerlandais, commercialise via un site Internet et un réseau de magasins des fournitures et consommables de bureau ;
- **BRUNEAU** (370 M€ de chiffre d'affaires en 2020), groupe français, est un des leaders en France de la vente de fournitures et de mobilier de bureau pour les professionnels. Historiquement présent dans la vente sur catalogue, le groupe réalise dorénavant 80% de son chiffre d'affaires via son site Internet.



Outre ces groupes internationaux, le marché français dispose également d'acteurs nationaux, principalement FIDUCIAL OFFICE SOLUTIONS (chiffre d'affaires de 1 595 M€ en 2020), LACOSTE DACTYL (41 M € en 2018). La moitié de ces acteurs dispose également d'activité en BtoC.

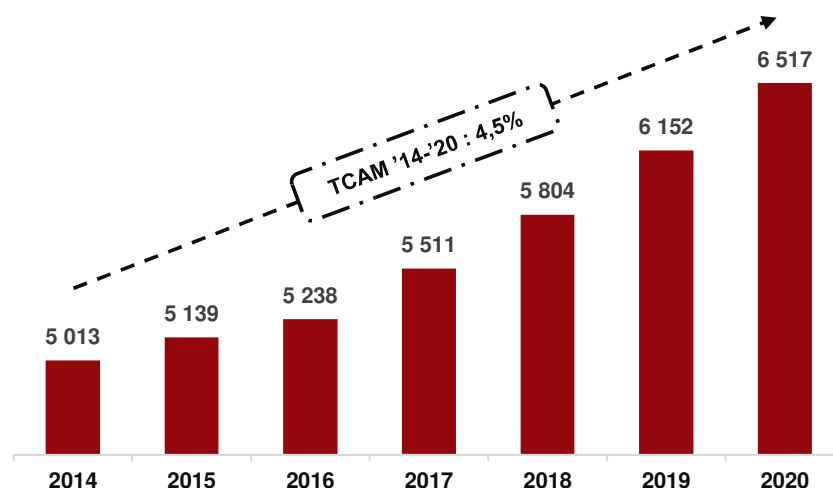
D'autre part, des cybermarchands se spécialisent également dans la vente de produits et services pour les entreprises comme WELCOME OFFICE et DIRECT-FOURNITURES. Les entreprises de vente d'équipements et de fournitures de bureau développent depuis quelques années leur offre de service sur Internet afin de concurrencer ces nouveaux acteurs.

4.3 Les principaux déterminants économiques du secteur

■ La population d'entreprises en France :

Les entreprises sont les principaux clients des distributeurs d'équipements et de matériels de bureau. L'évolution du nombre d'entreprises a un impact direct sur la demande BtoB et donc sur le marché en volume.

Figure 7 - Evolution du nombre d'entreprises en France (milliers)



Source : Etude XERFI

■ Les budgets alloués par les professionnels aux achats de matériels et équipements de bureau :

Les budgets alloués à l'achat de matériels et d'équipements de bureau sont impactés par la situation financière des entreprises, des administrations et des collectivités. Ainsi en temps de crise, ces achats sont souvent reportés dans le temps. De plus, le niveau d'activité des entreprises, réduit lors de la crise sanitaire, a impacté indirectement le volume des commandes.

■ Les habitudes et les comportements d'achat des entreprises :

Les comportements des entreprises et des collectivités concernant leurs achats, leurs attentes et leurs habitudes ont évolué. Les ventes en ligne ont ainsi augmenté dans les dernières années.



■ **La dématérialisation des supports :**

L'utilisation courante d'Internet et le taux d'équipements des ordinateurs personnels ont contribué à une dématérialisation toujours plus importante des documents au sein des entreprises et des collectivités, influant directement sur le volume de commande d'articles de papeterie, de fournitures de bureau et de consommables.

■ **La concurrence de nouveaux arrivants :**

Ces dernières années, de nouveaux opérateurs ont fait leur entrée sur le marché, venant concurrencer les distributeurs traditionnels. Les entreprises généralistes BtoC diversifiées dans le BtoB tels qu'AMAZON BUSINESS ou CDISCOUNTPRO prennent une place croissante sur le marché de la vente en ligne à destination des professionnels.

4.4 La conjoncture et les tendances du marché de la distribution de fournitures et d'équipement

4.4.1 La conjoncture du marché

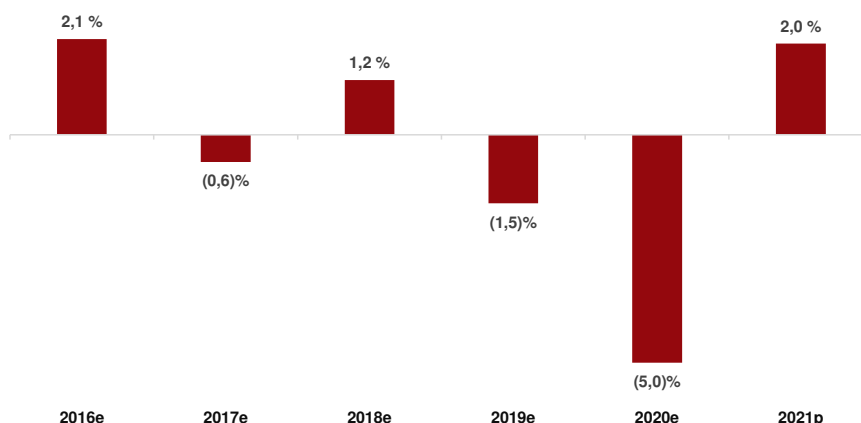
Le marché de la distribution de fournitures et d'équipement de bureau a été impacté par la crise sanitaire du Covid-19 et les mesures d'interdiction puis de restriction de déplacement mises en œuvre malgré le maintien de l'activité durant le confinement. Les effets des restrictions ont conduit à une baisse du chiffre d'affaires du secteur de 5% sur l'ensemble de l'année 2020. L'objectif des entreprises de préserver dans ce contexte perturbé, leurs résultats et leur trésorerie, s'est traduit par une baisse des investissements en matériels et fournitures de bureau. Les acteurs ont toutefois pu adapter leurs offres pour répondre aux nouveaux besoins de leurs clients, notamment en protections pour respecter les contraintes sanitaires.

En 2021, le chiffre d'affaires des fournisseuristes a progressé sans toutefois retrouver son niveau d'avant crise, les acteurs du marché restant prudents en matière de dépenses. Les entreprises font face à l'accélération de l'évolution des modes de travail et de consommation. La croissance du recours au télétravail libère des locaux et réduit les besoins en meubles au sein des bureaux.

La baisse de l'activité a en revanche touché de manière inégale les acteurs du marché. Ainsi, les *superstores* (HYPERBURO, BUREAU VALLEE, etc.) qui sont restés ouverts pendant les deux confinements et les « géants du web » ont pu se montrer offensifs pour proposer des prix attractifs en fournissant rapidement les dirigeants de PME grâce à une proximité appréciée et une demande Internet en croissance.



Figure 8 – Variation annuelle du chiffre d'affaires de la distribution de matériels, équipements, consommables et fournitures de bureau selon XERFI



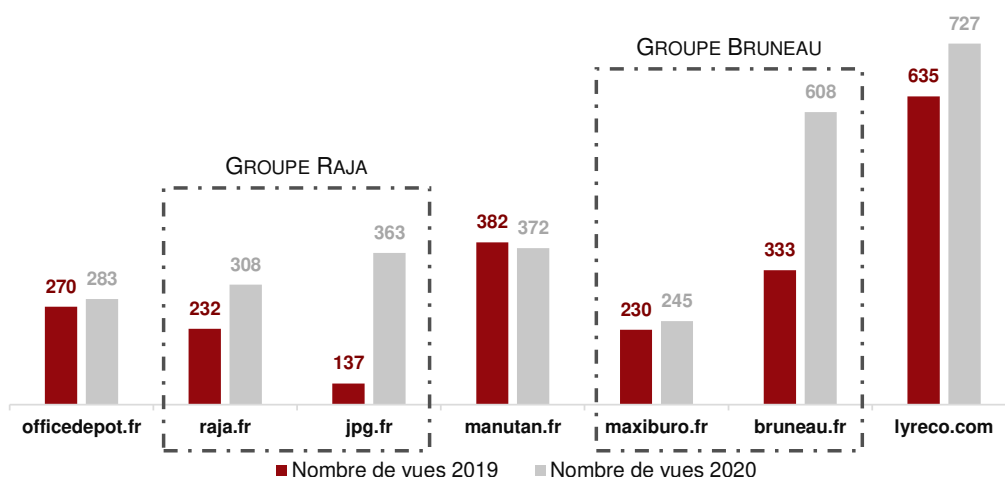
Source : Etude XERFI

Le chiffre d'affaires du secteur a rebondi au cours de l'année 2021, la vaccination ayant permis la levée d'une grande partie des restrictions sanitaires au cours du 2^{ème} trimestre, mais il est demeuré à un niveau inférieur à celui d'avant crise du fait notamment (i) de la vigilance des entreprises face aux investissements en matériels et équipements de bureau et (ii) au développement du télétravail et l'augmentation de la demande sur Internet.

4.4.2 La croissance du trafic des sites marchands des principaux acteurs

Le trafic des sites Internet des principaux acteurs du marché a fortement progressé en 2020 comme le montre le graphe ci-dessous. Les entreprises se sont notamment tournées vers le *e-commerce* au détriment des catalogues pour équiper leurs salariés, notamment en articles de protection et d'hygiène afin de lutter contre la pandémie.

Figure 9 - Evolution du trafic des sites Internet des principaux acteurs



Unités : milliers de vues (moyenne des deuxièmes semestres 2019 et 2020)

Source : Etude XERFI

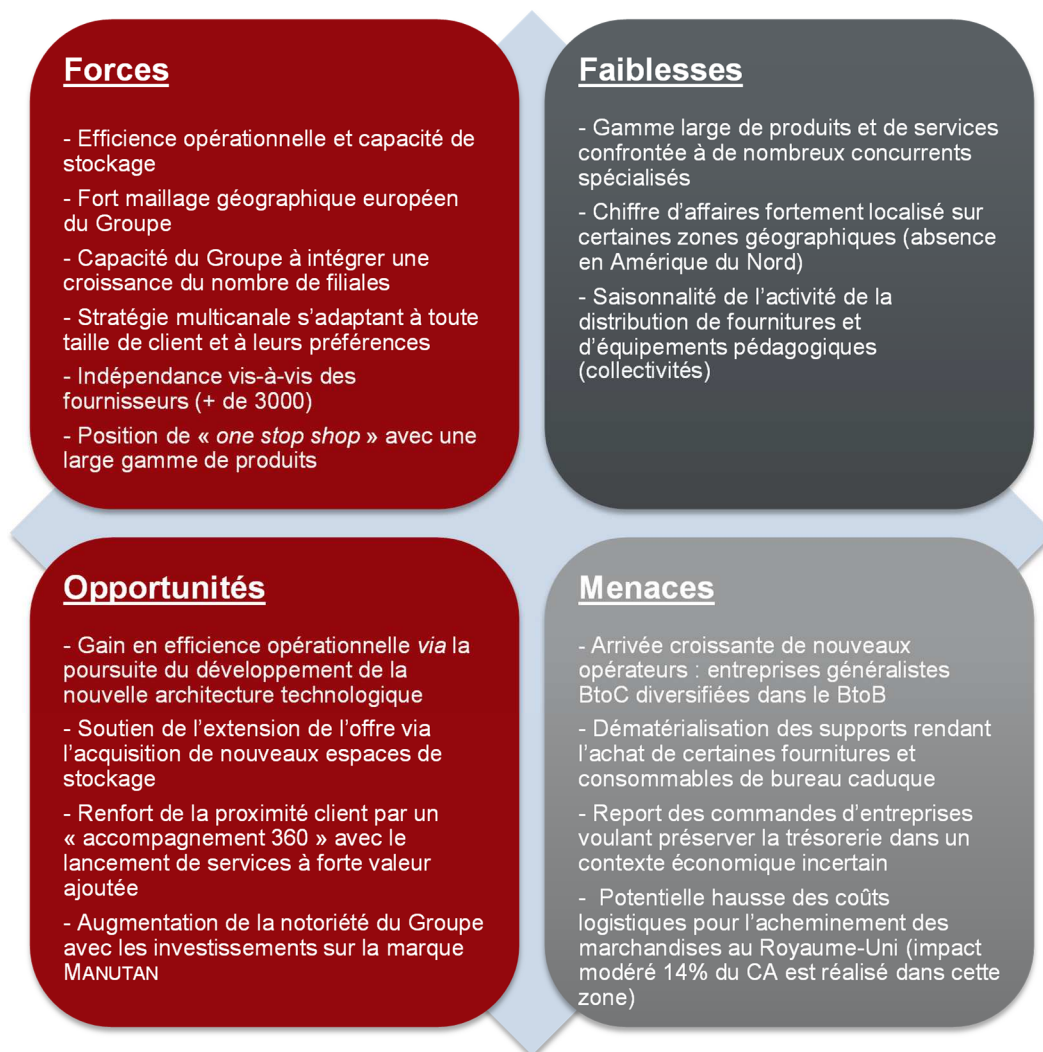
Etant précisé que MAXIBURO est une filiale de BRUNEAU et que JPG est une filiale du groupe RAJA.

4.4.3 Les acteurs misent sur une stratégie multicanale

Afin de se différencier et de s'adapter aux évolutions des besoins de leur clientèle, les fournisseuristes, confrontés à une intensification de la concurrence sur le marché, enrichissent leur offre de service avec le développement d'outils et de solutions multicanales. Des boutiques en ligne et des applications marchandes sont ainsi venues compléter leurs offres, dans l'objectif d'atteindre une plus large de clients.

4.5 Matrice SWOT

Les forces et faiblesses de la Société, ainsi que les menaces et opportunités auxquelles elle est confrontée sur ses marchés, sont synthétisées dans la matrice ci-dessous :



Source : Analyses FINEXSI, Société

5. Analyse financière de MANUTAN

Les comptes consolidés pour les exercices 2017 à 2022 de la Société, résumés ci-dessous, ont été établis conformément à l'ensemble des normes internationales d'information financière (IAS/IFRS).

5.1 Présentation des résultats historiques de la Société (2017 - 2022)

5.1.1 Compte de résultat consolidé historique

L'évolution du compte de résultat de MANUTAN est résumée ci-après :

Figure 10 - Compte de résultat consolidé 2017 - 2022

Au 30/09 - En K€	Avant IFRS 16			Après IFRS 16		
	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Chiffre d'affaires	708 801	741 283	773 885	779 705	819 874	906 456
<i>Croissance</i>	<i>N/A</i>	<i>4,6%</i>	<i>4,4%</i>	<i>0,8%</i>	<i>5,2%</i>	<i>10,6%</i>
Coût des ventes	(442 400)	(462 335)	(482 774)	(494 302)	(517 155)	(568 239)
Marge commerciale	266 401	278 948	291 111	285 403	302 719	338 217
<i>Marge (en %CA)</i>	<i>37,6%</i>	<i>37,6%</i>	<i>37,6%</i>	<i>36,6%</i>	<i>36,9%</i>	<i>37,3%</i>
Charges administratives et commerciales	(199 010)	(206 683)	(213 680)	(206 333)	(221 445)	(249 163)
<i>Marge (en %CA)</i>	<i>28,1%</i>	<i>27,9%</i>	<i>27,6%</i>	<i>26,5%</i>	<i>27,0%</i>	<i>27,5%</i>
EBITDA	67 391	72 265	77 431	79 070	81 274	89 053
<i>Marge (en %CA)</i>	<i>9,5%</i>	<i>9,7%</i>	<i>10,0%</i>	<i>10,1%</i>	<i>9,9%</i>	<i>9,8%</i>
Dotations aux amortissements	(14 707)	(14 938)	(15 218)	(20 702)	(21 988)	(23 715)
Résultat opérationnel courant	52 683	57 327	62 213	58 368	59 286	65 338
<i>Marge (en %CA)</i>	<i>7,4%</i>	<i>7,7%</i>	<i>8,0%</i>	<i>7,5%</i>	<i>7,2%</i>	<i>7,2%</i>
Autres produits et charges opérationnels ¹	1 060	(279)	(1 564)	(2 815)	(53)	1 247
Résultat opérationnel	53 743	57 048	60 649	55 553	59 233	66 585
<i>Marge (en %CA)</i>	<i>7,6%</i>	<i>7,7%</i>	<i>7,8%</i>	<i>7,1%</i>	<i>7,2%</i>	<i>7,3%</i>
Produits financiers	2 209	1 411	1 414	1 788	1 968	3 439
Charges financières	(3 223)	(1 757)	(1 611)	(3 937)	(3 470)	(2 789)
Résultat avant impôts	52 729	56 702	60 452	53 404	57 731	67 235
Impôts sur les sociétés	(13 615)	(15 487)	(18 150)	(16 189)	(15 463)	(16 426)
Résultat net consolidé	39 113	41 215	42 302	37 215	42 268	50 809
<i>Marge (en %CA)</i>	<i>5,5%</i>	<i>5,6%</i>	<i>5,5%</i>	<i>4,8%</i>	<i>5,2%</i>	<i>5,6%</i>
Participations ne donnant pas le contrôle	44	31	42	40	47	54
Résultat part Groupe	39 069	41 184	42 260	37 175	42 221	50 755
<i>Marge (en %CA)</i>	<i>5,5%</i>	<i>5,6%</i>	<i>5,5%</i>	<i>4,8%</i>	<i>5,1%</i>	<i>5,6%</i>

¹ Au 30 septembre 2021, comprend les coûts de restructuration concernant les zones Sud, Centre, Nord et Ouest.

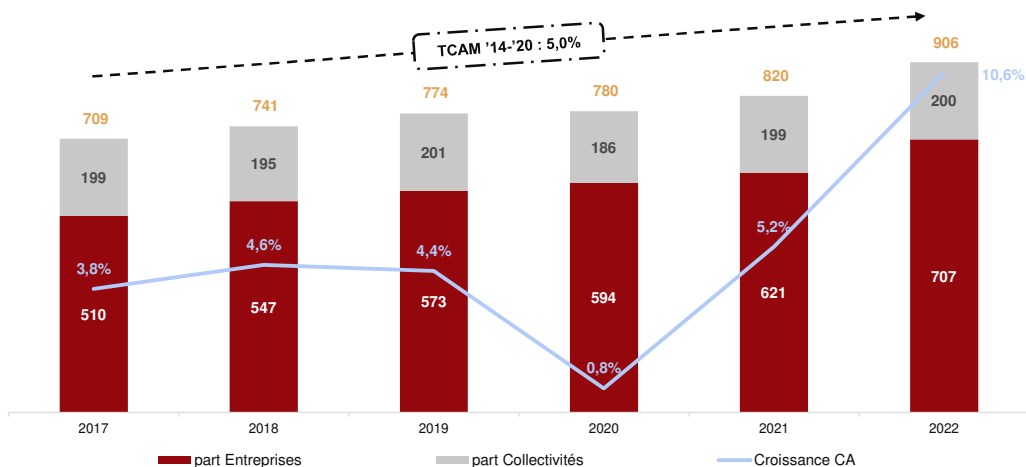
Source : Rapports Financiers Annuels 2017, 2018, 2019, 2020, 2021 et Présentation des résultats annuels 2022

5.1.1.1 Chiffre d'affaires

Le chiffre d'affaires provient principalement de la division « Entreprises », 75% en moyenne sur la période 2017-2022. La société a une croissance très régulière d'une année à l'autre à l'exception du ralentissement observé en 2020 du fait de la crise sanitaire, avec un taux de croissance annuel moyen de 5%.



Figure 11 - Ventilation du chiffre d'affaires consolidé par segment sur la période 2017- 2022 (en m€)



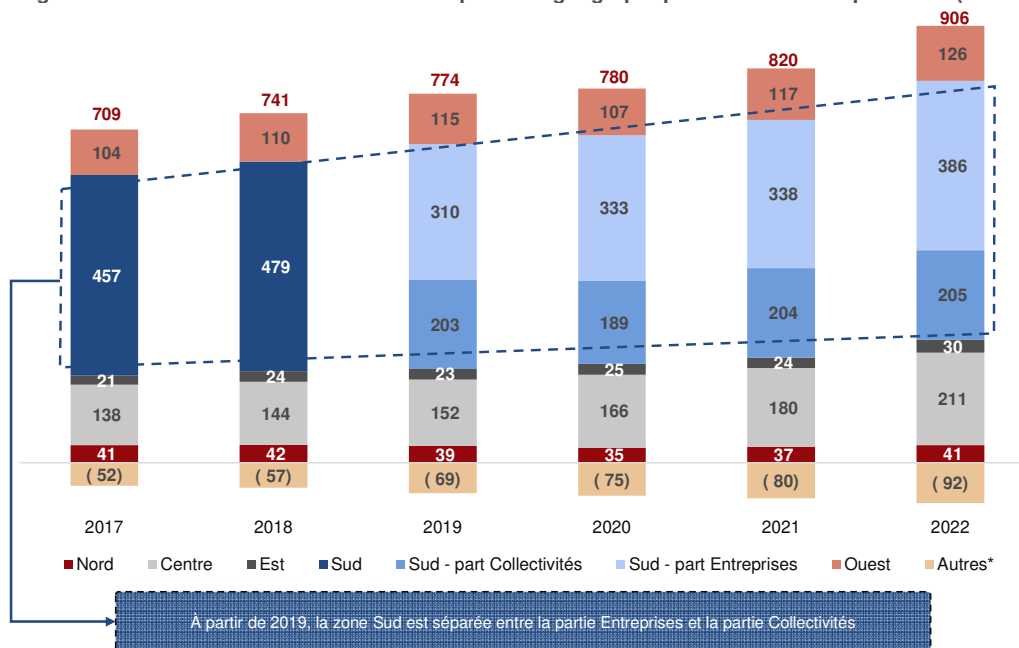
Source : Rapports Financiers Annuels 2017, 2018, 2019, 2020, 2021 et Présentation des résultats annuels 2022 analyses FINEXSI

La crise sanitaire liée à la Covid-19 a eu un impact significatif sur les ventes du Groupe pour les mois de mars et avril 2020, avec une baisse en chiffre d'affaires de respectivement -9,3% et -19,3%. Cependant, le Groupe a pu montrer sa résilience face à la crise en renouant avec la croissance dès le mois de mai grâce à une adaptation de son offre en réponse à l'urgence sanitaire et à l'évolution des besoins des clients.

■ Répartition du chiffre d'affaires par zone géographique

La répartition par zone géographique du chiffre d'affaires sur la période s'établit de la manière suivante :

Figure 12 – L'évolution du chiffre d'affaires par zone géographique de MANUTAN depuis 2017 (en m€)



*Autres : Holdings et éliminations d'opérations interzones.

Source : Rapports Financiers Annuels 2017, 2018, 2019, 2020, 2021 et Présentation des résultats annuels 2022, analyses FINEXSI



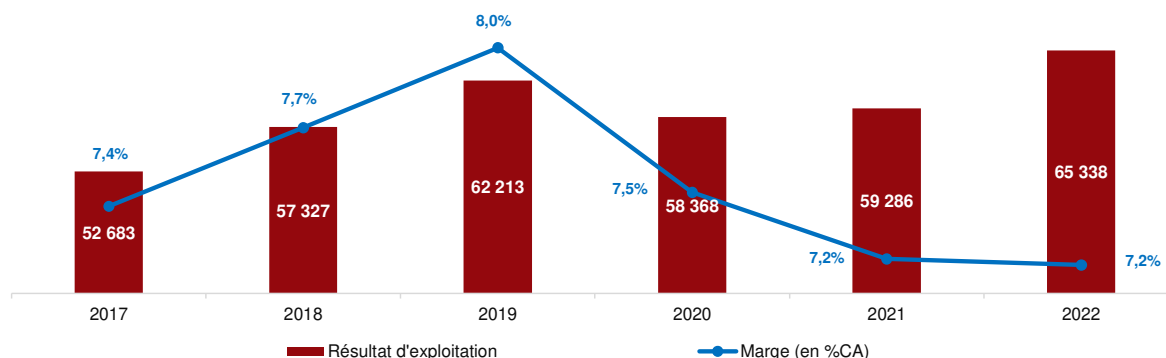
L'évolution du chiffre d'affaires sur la période 2017-2022 s'analyse comme suit :

- **Exercice 2017-2018** : l'activité du Groupe est en croissance de 4,6% sur l'exercice, soutenue par la hausse du chiffre d'affaires de la Zone Ouest avec les activités de IRONMONGERYDIRECT (+9,9%), par la Zone Centre grâce à la nouvelle organisation de la force de vente mise en place lors de l'exercice précédent aux Pays-Bas, et par la Zone Sud avec la poursuite du programme d'extension de l'offre du Groupe malgré le léger recul du marché des Collectivités (-2,3%).
- **Exercice 2018-2019** : l'activité du Groupe enregistre une nouvelle croissance de 4,4% sur l'exercice, portée par les performances de la Zone Centre grâce à l'intégration de KRUIZINGA en juillet 2019, par la Zone Sud et MANUTAN SA, ainsi que par la Zone Ouest portée par la croissance d'ESSEX ELECTRICAL WHOLESALERS avec le développement de sa nouvelle activité de vente à distance.
- **Exercice 2019-2020** : après avoir connu un fort impact négatif en raison de la crise de la Covid-19 sur les mois de mars et avril, le Groupe a retrouvé la croissance dès le mois de mai et jusqu'à la fin de l'exercice, affichant une croissance annuelle de 0,8% au 30 septembre 2020. Cette croissance s'explique notamment par la hausse du chiffre d'affaires dans la Zone Centre portée par l'activité en Allemagne et l'effet année pleine de l'intégration de KRUIZINGA. La croissance a également été tirée par la hausse de l'activité de la Zone Est portée notamment par les performances de la Pologne grâce aux ventes de produits contre la pandémie. Ceci a permis de compenser le recul de l'activité de la division Collectivités en raison de la fermeture des établissements scolaires et des clubs sportifs en France pendant la période de confinement du printemps 2020.

Les zones Ouest et Nord ont quant à elles subi un impact important de la pandémie, combinée à une évolution défavorable des taux de change en Scandinavie.
- **Exercice 2020-2021** : toujours marqué par les impacts de la crise du Covid-19, mais aussi par la cyberattaque dont le Groupe a été victime fin février 2021, suivie d'une reprise très rapide de l'activité, le Groupe a réalisé une croissance de 5,2% en fin d'exercice (meilleure performance sur la période). Cette croissance est principalement due aux performances de toutes les entités du Groupe, et notamment à la forte croissance de la division Collectivités (Zone Sud), qui retrouve un niveau d'avant crise sanitaire.
- **Exercice 2021-2022** : le chiffre d'affaires du Groupe est en croissance de 10,6% sur l'exercice, porté par la division Entreprises, qui a généré de la croissance dans toutes les zones géographiques. L'activité de la division Collectivités reste en revanche relativement stable par rapport à l'exercice précédent (croissance limitée sur l'exercice de 0,5%).

5.1.1.2 Résultat d'exploitation

Figure 13 - Evolution du résultat d'exploitation de MANUTAN depuis 2017 (en K€)



Source : Rapports Financiers Annuels 2017, 2018, 2019, 2020, 2021 et Présentation des Résultats annuels 2022 analyses FINEXSI

L'évolution à la hausse de la marge d'exploitation sur la période 2017-2019 s'explique à la fois par l'augmentation du volume d'activité, ainsi qu'une gestion maîtrisée des charges opérationnelles (elles représentent 30,2% du chiffre d'affaires en 2017, 29,9% du CA en 2018 et 29,6% en 2019). Cette hausse du taux de marge est issue d'une croissance de la profitabilité opérationnelle de la Zone Centre en raison des performances de la Belgique et des Pays-Bas à la suite de l'acquisition de KRUZINGA en juillet 2019.

En conséquence de la crise sanitaire liée à la pandémie Covid-19, le résultat d'exploitation au 30 septembre 2020 de la Société a diminué de 6,2%. Cependant, la marge d'exploitation de la Société est restée proche de son niveau historique (+7,5% contre +8,0% à la clôture du 30 septembre 2019).

En 2021, bien que la Société ait amorcé une reprise après un exercice précédent difficile, le résultat d'exploitation 2021 est resté néanmoins inférieur au résultat affiché en 2019 (62 213 K€). La marge d'exploitation s'est inscrite au plus bas de ces cinq derniers exercices (+7,2% du chiffre d'affaires), en raison principalement de l'augmentation des charges administratives et commerciales au cours de l'exercice. Ces dernières sont liées à des coûts non récurrents pour la mise en place du nouvel entrepôt et le nouveau siège des PAPETERIES PICHON pour la Zone Sud.

En 2022, le résultat d'exploitation est à son niveau le plus haut sur la période observée (2017-2022). La marge d'exploitation au 30 septembre 2022 reste néanmoins au même niveau que l'exercice précédent (7,2% du chiffre d'affaires), en raison à nouveau de l'augmentation significative des charges administratives et commerciales (+12,1%) venant compenser l'amélioration de la marge commerciale (+11,7%).

5.1.2 Bilan consolidé historique

Tableau 2 - Bilan consolidé 2017- 2022 de MANUTAN

Au 30/09 - En K€	Avant IFRS 16			Après IFRS 16		
	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Goodwill	144 454	143 461	169 745	165 560	168 364	170 096
Autres immobilisations incorporelles	34 596	31 707	31 388	31 900	31 826	34 500
Immobilisations corporelles	94 384	102 325	116 211	75 591	74 354	118 558
Droits d'utilisation	-	-	-	70 580	64 488	18 394
Immeubles de placement	539	607	534	450	478	465
Actifs financiers non courants	1 541	1 587	3 074	2 989	820	2 280
Actifs d'impôts différés	4 158	4 938	5 403	6 645	7 248	8 185
Actifs non courants	279 672	284 625	326 355	353 715	347 578	352 478
Stocks	63 039	67 555	73 210	90 646	84 605	100 629
Créances clients	179 895	198 833	186 213	182 866	206 004	204 608
Autres créances et comptes de régularisation	6 889	7 243	8 569	8 344	9 387	14 469
Créances d'impôts courants	990	1 183	701	3 104	3 378	5 049
Actifs courants de gestion de trésorerie	5 000	-	-	-	-	-
Trésorerie et équivalents de trésorerie	82 157	72 230	94 749	90 235	111 024	109 898
Actifs détenus en vue de la vente	74	-	73	-	-	-
Actifs courants	338 044	347 046	363 516	375 195	414 398	434 652
Total Actif	617 716	631 671	689 871	728 910	761 976	787 130
Capital social	15 227	15 227	15 227	15 227	15 227	15 227
Primes d'émission	5 796	5 796	5 796	5 796	5 796	5 796
Réserves consolidées	344 618	369 025	396 348	424 259	458 218	486 956
Résultat consolidé	39 069	41 183	42 260	37 175	42 221	50 755
Capitaux propres du Groupe	404 710	431 231	459 630	482 456	521 462	558 734
Participations ne donnant pas le contrôle	137	134	149	151	162	173
Total capitaux propres	404 847	431 365	459 779	482 607	521 624	558 907
Passifs financiers non courants	49 853	33 030	47 620	44 122	20 691	11 184
Dettes locatives non courantes	-	-	-	20 678	14 026	13 157
Provisions pour avantages du personnel	3 710	3 916	6 018	6 667	6 433	5 940
Passifs d'impôts différés	10 107	10 777	9 982	9 738	10 066	1 231
Passifs non courants	63 670	47 723	63 619	81 204	51 216	31 512
Provisions pour autres passifs	3 726	2 361	1 697	3 482	2 839	5 553
Passifs financiers courants	11 837	14 964	17 794	12 487	10 499	10 083
Dettes locatives courantes	-	-	-	9 625	8 315	5 415
Dettes fournisseurs	91 315	91 960	102 827	97 641	116 201	123 585
Autres dettes et comptes de régularisation	37 998	38 763	41 651	40 826	49 832	48 548
Impôts courants dus	4 324	4 535	2 504	1 037	1 450	3 527
Passifs courants	149 199	152 583	166 473	165 098	189 137	196 711
Total passifs hors capitaux propres	212 869	200 306	230 092	246 302	240 353	228 223
Total Passif	617 716	631 671	689 871	728 910	761 976	787 130

Note : Les données 30/09/2020 et 30/09/2021 ont été retraitées à la suite de la décision de l'IFRS IC relative au calcul des engagements de certains régimes de retraite.

Source : Rapports Financiers Annuels 2017, 2018, 2019, 2020, 2021 et Présentation des Résultats annuels 2022.



■ Goodwill

Au 30 septembre 2022, la valeur nette des Goodwill s'élève à 170,1 M€ dans les états financiers consolidés du groupe (soit 21,6% du total de l'actif).

■ Immobilisations incorporelles

Les immobilisations incorporelles sont essentiellement constituées des investissements réalisés dans le système d'information du Groupe.

■ Immobilisations corporelles

Les immobilisations corporelles de MANUTAN sont essentiellement composées des bâtiments dont le Groupe est propriétaire : les constructions représentent 42% des immobilisations corporelles au 30 septembre 2021 et des installations et agencements (39% des immobilisations corporelles à la clôture de l'exercice 2021).

■ Besoin en Fonds de Roulement (BFR)

Tableau 3 - Evolution du BFR depuis 2017 (en k€)

Au 30/09 - En K€	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Stocks	63 039	67 555	73 210	90 646	84 605	100 629
Créances clients	179 895	198 833	186 213	182 866	206 004	204 608
Autres créances et comptes de régularisation	6 889	7 243	8 569	8 344	9 387	14 469
Créances d'impôts courants	990	1 183	701	3 104	3 378	5 049
Dettes fournisseurs	(91 315)	(91 960)	(102 827)	(97 641)	(116 201)	(123 585)
Impôts courants dus	(4 324)	(4 535)	(2 504)	(1 037)	(1 450)	(3 527)
Autres dettes et comptes de régularisation	(37 998)	(38 763)	(41 651)	(40 826)	(49 832)	(48 548)
BFR opérationnel	117 177	139 557	121 711	145 456	135 891	149 095
<i>en % du CA</i>	<i>16,5%</i>	<i>18,8%</i>	<i>15,7%</i>	<i>18,7%</i>	<i>16,6%</i>	<i>16,4%</i>

Source : Rapports Financiers Annuels 2017, 2018, 2019, 2020, 2021, Présentation des Résultats annuels 2022, analyses FINEXSI

Le besoin en fonds de roulement s'établit au 30 septembre 2022 à 149 095 K€ représentant 16,4% du chiffre d'affaires, soit un niveau relativement stable par rapport au niveau historique (17,1% en moyenne sur la période 2017-2022).

■ Capitaux propres

La variation des capitaux propres de MANUTAN sur la période est liée aux performances opérationnelles du Groupe et à la génération de résultat net qui est pour parti compensée par les versements annuels du dividende⁸.

⁸ 1,65€ par action au titre des exercices 2017, 2018, 2019 et 2021. Un dividende de 1,45€ par action a été versé au titre de l'exercice clos au 30 septembre 2020. Il est précisé que la Société envisage, à l'occasion de son assemblée générale annuelle qui se réunira au plus tard le 31 mars 2023, de soumettre au vote des actionnaires le versement d'un dividende de 1,80€ par action de la Société.



■ Trésorerie nette

L'évolution de la trésorerie nette de MANUTAN sur la période 2017 - 2022 est présentée ci-après :

Tableau 4 - Evolution de la trésorerie nette consolidée depuis 2017 (en k€)

Au 30/09 - En K€	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Total trésorerie actif	82 157	72 230	94 749	90 235	111 024	109 898
Concours bancaires courants	(10)	(10)	(9)	(15)	(4)	-
Total trésorerie nette	82 147	72 220	94 740	90 220	111 020	109 898
Actifs courants de gestion de trésorerie	5 000	-	-	-	-	-
Total trésorerie disponible	87 147	72 220	94 740	90 220	111 020	109 898
Dettes financières	(61 680)	(47 984)	(65 405)	(86 897)	(53 527)	(39 839)
Trésorerie / (dette) nette - avec IFRS 16	25 467	24 236	29 335	3 323	57 493	70 059
Retraitement des dettes locatives	-	-	-	30 303	22 341	18 572
Trésorerie / (dette) nette - hors IFRS 16	25 467	24 236	29 335	33 626	79 834	88 631

Source : Rapports Financiers Annuels 2017, 2018, 2019, 2020, 2021, Présentation des Résultats annuels 2022, analyses FINEXSI

MANUTAN est historiquement en situation de trésorerie nette positive. Depuis la clôture de l'exercice du 30 septembre 2019, la Société a adapté ses comptes à la suite de la mise en place de la norme IFRS 16. En conséquence, nous avons retraité les dettes locatives liées à l'application de cette norme.

Au 30 septembre 2021, la trésorerie nette s'établit à 79 834 K€ soit plus du double par rapport à l'exercice précédent. Cette croissance significative de la trésorerie nette s'explique principalement par la baisse des dettes financières du fait du remboursement d'emprunts et de dettes auprès des établissements de crédit.

Au 30 septembre 2022, la trésorerie nette consolidée du Groupe s'établit à 88 631 K€ et est composée d'une trésorerie de 109 898 K€ et de dettes financières de 21 267 K€ (hors IFRS 16), soit une hausse de 8 797 K€ par rapport en 2021. Cette hausse s'explique principalement par la baisse des dettes financières de 9 919 K€ (hors IFRS 16) qui s'établissent à 21 267 K€ au 30 septembre 2022 contre 31 186 K€ à l'exercice précédent.



6. Evaluation des actions de la société MANUTAN

Conformément aux dispositions de l'article 262-1 du Règlement Général de l'AMF, nous avons procédé à notre propre évaluation multicritère de la société MANUTAN dont les modalités et résultats sont exposés ci-après.

6.1 Méthodes d'évaluation écartées

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes suivantes :

6.1.1 Actif net comptable consolidé

L'actif net comptable n'est généralement pas considéré comme représentatif de la valeur intrinsèque d'une société. Il n'intègre pas, en effet, les perspectives de croissance et de rentabilité positives ou négatives ni les éventuelles plus-values sur les éléments d'actifs.

À titre d'information, l'actif net comptable consolidé (part du Groupe) de MANUTAN au 30 septembre 2022 s'établit à 558,7 M€, soit 72,8€ par action MANUTAN par référence à un nombre d'actions retraité de l'autocontrôle à cette date⁹.

6.1.2 Actif net comptable réévalué

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

6.1.3 Actualisation des dividendes futurs

Cette méthode, qui consiste à actualiser les dividendes futurs, est dépendante de la politique de distribution décidée par la direction et présente le biais de mieux valoriser les sociétés dont les taux de distribution sont les plus élevés, sans tenir compte de l'impact à moyen terme des arbitrages entre distribution, autofinancement et investissement.

Pour mémoire, nous avons mis en œuvre à titre principal une approche d'évaluation intrinsèque fondée sur les flux prévisionnels de trésorerie de la Société qui intègre par construction le potentiel de distribution de dividendes de MANUTAN en ce compris la part non distribuée du résultat.

6.2 Méthodes d'évaluation retenues

Nous avons retenu une approche multicritère qui comprend les références et méthodes d'évaluation suivantes :

⁹ Soit 7 672 718 actions (cf. §6.3.1).



À titre de référence :

- L'analyse du cours de bourse du titre MANUTAN (§6.4.1) ;
- L'analyse des objectifs de cours des analystes financiers publiés avant l'annonce de l'Opération (§6.4.2).

À titre principal :

- La méthode de valorisation intrinsèque par l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels (*Discounted Cash Flows* ou DCF) sur la base du plan d'affaires 2023e - 2027e (§6.4.3).

À titre secondaire :

- La méthode d'évaluation analogique fondée sur les multiples observés sur des sociétés cotées comparables (§6.4.4) ;
- La méthode d'évaluation analogique fondée sur les transactions observées sur des sociétés comparables (§6.4.5) ;

Nous détaillons, dans leur mise en œuvre, notre appréciation sur la pertinence relative de chacun de ces critères.

6.3 Données de référence de la Société MANUTAN

6.3.1 Nombre de titres retenu

Nos calculs sont réalisés sur la base du nombre d'actions composant le capital social au 31 août 2022 (7 613 291 actions), diminué du nombre d'actions auto-détenues par la Société (16 573 actions), soit un nombre d'actions de 7 596 718.

Les instruments dilutifs à cette date correspondent aux actions gratuites attribuées au titre de différents plans (« AGA »). Dans les comptes de 2022, il existe deux plans d'AGA :

- AGA₂₀₁₉ : plan daté de mai 2019 pour un montant de 76 000 actions attribuées à Madame Brigitte AUFFREY, Monsieur Xavier GUICHARD et à Monsieur Pierre-Olivier BRIAL, qui ont chacun conclu avec l'Initiateur un accord de liquidité portant sur ces AGA¹⁰ ; et
- AGA₂₀₂₂ : plan daté de mars 2022 portant sur 27 000 actions qui ont été attribués aux salariés cadres dirigeants du groupe et / ou dirigeants mandataires sociaux de filiales de la Société à l'exception des trois bénéficiaires du plan d'AGA₂₀₁₉.

Dans ce cadre, cinq membres de la Société ont bénéficié de l'attribution de ces actions gratuites 2022, et ont par la suite, décidé de renoncer à l'ensemble de ces dernières le 24 novembre 2022 afin de faciliter la mise en place probable et la gestion de nouveaux mécanismes d'intéressement au niveau de l'Initiateur.

¹⁰ Etant précisé que l'acquisition définitive des AGA2019 est subordonnée à la réalisation d'une condition de présence et d'une condition de performance. Les promesses consenties au titre de cet accord pourront être exercées à compter du 1er septembre 2024 dans le cadre d'une fenêtre de liquidité de deux mois. Le prix de rachat étant déterminé sur la base d'une formule classique de valorisation des titres de l'Initiateur intégrant le multiple d'EBIT induit par le Prix de l'Offre. Il en résulte que les termes de ces promesses ne comportent pas de prix garanti et n'offrent pas des conditions financières améliorées par rapport au prix de l'Offre.



De ce fait, dans nos calculs, nous avons pris en compte seulement les actions issues du plan d'AGA de mai 2019.

Sur ces bases, le nombre d'actions retenu dans le cadre de nos travaux d'évaluation s'établit à 7 672 718.

Tableau 5 - Nombre d'actions retenu

Nombre d'actions en circulation	7 613 291
Retraitement de l'autocontrôle	(16 573)
Prise en compte du plan d'AGA - mai 2019	76 000
Nombre d'actions dilué retenu	7 672 718

Sources : Société, analyses FINEXSI

6.3.2 Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

Le passage de la valeur d'entreprise (« VE ») à la valeur des fonds propres (« VFP ») a été déterminé sur la base des éléments de trésorerie et de dettes financières tels qu'ils se trouvent dans les comptes consolidés de la Société au 30 septembre 2022.

Le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres au 30 septembre 2022 se présente comme suit :

Tableau 6 - Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres de MANUTAN au 30 septembre 2022¹¹

en k€	30/09/22
Trésorerie et équivalents de trésorerie	109 898
Dettes financières	(21 267)
Trésorerie / (dette) nette	88 631
Titres de participations non-consolidés	1 399
Immeubles de placement	465
Actifs / (passifs) différés d'impôts	6 954
Intérêts minoritaires	(173)
Ajustements	8 645
Passage de la VE à la VFP	97 276

Sources : Société, analyses FINEXSI

La trésorerie nette s'établit à 88,6 M€ au 30 septembre 2022.

Nous avons retraité cette trésorerie nette des principaux éléments suivants :

- Les titres de participations non-consolidés de 1,4 M€ correspondent au prix d'acquisition des titres des sociétés BLUEDIGO et SLEAN ;
- Les immeubles de placement de 0,5 M€ constitués de terrains et/ou constructions appartenant au Groupe ou dont le Groupe a jouissance, qui ne sont pas utilisés directement

¹¹ Les dettes financières sont composées de la dette bancaire de 20,7 M€ et d'engagement de rachat de titres minoritaires pour 0,5 M€.



pour l'activité principale du Groupe. Seule la société MANUTAN UK est concernée par ce poste ;

- Les actifs / (passifs) d'impôts différés nets de 7,0 M€ ;
- Les intérêts minoritaires de (0,2) M€.

Après prise en compte de ces retraitements, le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres s'établit à 97,3 M€ au 30 septembre 2022.

Le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres ne prend pas en compte la dette liée à l'application de la norme IFRS 16.

6.4 Mise en œuvre de la valorisation de la société MANUTAN

6.4.1 La référence au cours de bourse de la Société

Le cours de bourse est un instrument de mesure du prix des actions de la Société librement négocié sous réserve de niveaux de flottant et de liquidité suffisants.

Les actions MANUTAN sont cotées sur le compartiment B d'EURONEXT PARIS (code ISIN : FR0000032302). Nous rappelons que les actions MANUTAN ont été introduites en bourse en 1985 sur le marché EURONEXT.

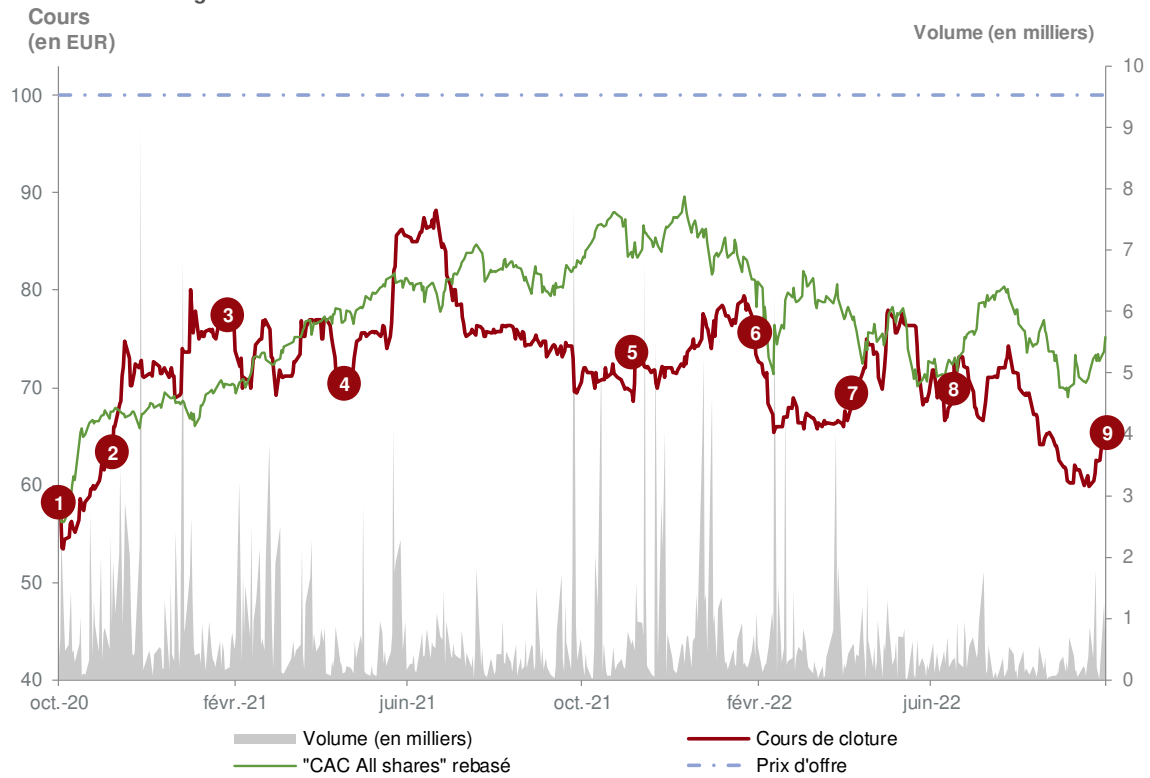
Nous avons analysé le cours de bourse du titre avant l'annonce de l'Opération, *i.e.* jusqu'à la clôture du 25 octobre 2022.

6.4.1.1 Analyse de l'évolution du cours de bourse de MANUTAN

Le cours de bourse du titre MANUTAN a évolué comme suit sur une période de deux ans (du 26 octobre 2020 au 25 octobre 2022).



Figure 14 - Evolution du cours de l'action MANUTAN deux ans au 25 octobre 2022



Sources : CAPITAL IQ, analyses FINEXSI

Commentaires :

- 1 **28 octobre 20** : Annonce du reconfinement sur l'ensemble du territoire.
- 2 **02 décembre 20** : Communication des résultats annuels 2019-2020 : le CA en légère augmentation (+0,8%) après le contexte perturbé de la crise sanitaire.
- 3 **24 février 21** : Manutan indique avoir été victime d'une cyberattaque.
- 4 **15 juin 21** : Communication des résultats semestriels 2020-2021 : le CA poursuit sa dynamique de croissance (+4,6%).
- 5 **02 décembre 21** : Communication des résultats annuels 2020-2021 : le CA toujours en hausse (+5,2%)
- 6 **24 février 22** : la Russie déclenche son offensive sur l'Ukraine.
- 7 **24 mai 22** : Communication des résultats semestriels 2021-2022 : (+11,8%) de CA par rapport à l'exercice précédent.
- 8 **13 juillet 22** : Communication des résultats du 3ème trimestre 2021-2022 : activité en progression (+15,3%).
- 9 **25 octobre 22** : Annonce de l'Offre

Sources : CAPITAL IQ, analyses FINEXSI

6.4.1.2 Analyse de la liquidité du titre MANUTAN

Avant l'annonce de l'Offre, les cours moyens pondérés par les volumes (ci-après désignés « **CMPV** »), les volumes échangés sur le titre et les taux de rotation qui en résultent se présentent comme suit sur une période de vingt-quatre mois :

Tableau 7 - Analyse des CMPV et de la liquidité du titre MANUTAN

Cours moyens pondérés par les volumes	en € par action	Prime / (décote) induite par le prix d'offre de 100€	Volume échangé (en K)		Capital échangé (en K)		% du capital		% du flottant	
			Moyen	Cumulé	Moyen	Cumulé	Volume échangé	Rotation du capital	Volume échangé	Rotation du flottant
Spot (25/10/2022)	66,2	+51 %	1	1	35	35	0,01 %	0,01 %	0,03 %	0,03 %
CMPV 1 mois	61,5	+63 %	0	8	23	493	0,01 %	0,11 %	0,02 %	0,40 %
CMPV 60 jours	64,8	+54 %	0	15	17	984	0,00 %	0,20 %	0,01 %	0,76 %
CMPV 3 mois	65,3	+53 %	0	19	19	1 257	0,00 %	0,25 %	0,01 %	0,96 %
CMPV 6 mois	69,3	+44 %	0	48	25	3 295	0,00 %	0,63 %	0,02 %	2,36 %
CMPV 12 mois	70,9	+41 %	1	161	44	11 421	0,01 %	2,12 %	0,03 %	8,02 %
CMPV 24 mois	72,1	+39 %	1	367	51	26 493	0,01 %	4,84 %	0,04 %	18,26 %
Plus haut 12 mois (15/2/2022)	79,4	+26 %								
Plus bas 12 mois (14/10/2022)	59,8	+67 %								
Plus haut 24 mois (16/7/2021)	88,2	+13 %								
Plus bas 24 mois (29/10/2020)	53,4	+87 %								

Source : CAPITAL IQ, analyses FINEXSI

Sur les 12 derniers mois (antérieurs au 25 octobre 2022), le volume des actions MANUTAN échangées est de 161 milliers d'actions (soit environ un millier de titres par jour de cotation). Sur



cette même période, la rotation du capital s'établit à 2,12% et la rotation du capital flottant s'établit quant à elle à 8,02%.

Sur 24 mois d'observation, le volume d'actions échangées s'élève à 367 milliers (soit environ un millier de titres par jour de cotation). Sur cette même période, la rotation du capital s'établit à 4,84% et la rotation du capital flottant s'établit quant à elle à 18,26%.

La rotation du capital et du flottant apparaissent très limitées sur la période.

Au cours des 12 derniers mois avant la date d'annonce de l'Opération, le cours de l'action MANUTAN a oscillé entre un plus haut atteint le 15 février 2022 à 79,4€ et un plus bas atteint le 14 octobre 2022 à 59,8€. Sur la base du dernier cours avant annonce et du CMPV 60 jours, le prix d'Offre extériorise respectivement une prime de +51% et de +54%. L'analyse des CMPV sur les douze derniers mois extériorise des primes comprises entre +41% et +63%.

En tenant compte du Complément de Prix de 5€ versé en cas d'atteinte du seuil de Retrait Obligatoire, le prix d'Offre extérioriserait des primes comprises entre +48% et +71%.

6.4.2 Objectifs de cours des analystes

L'analyse des objectifs de cours des analystes financiers ne représente pas en tant que telle une méthode d'évaluation, mais synthétise des opinions. Cette référence consiste à observer la valeur d'une société sur la base des objectifs de cours publiés par les analystes financiers.

La société MANUTAN fait l'objet d'un suivi relativement limité de la part de 3 analystes¹².

Nous présentons ci-après leurs derniers objectifs de cours publiés avant l'annonce de l'Opération visant les actions de MANUTAN.

Tableau 8 - Derniers objectifs de cours des analystes publiés avant l'annonce de l'offre publique d'achat

Date	Analyste	Objectif de cours (€)	Prime de l'offre de 100€	Recommandation
25/05/22	Gilbert Dupont	95,0	5,3%	Achat
14/10/22	ODDO BHF	85,0	17,6%	Surperformance
17/10/22	IDMidCaps	85,0	17,6%	Achat
Médiane		85,0	17,6%	
Min		85,0		
Max		95,0		

Source : notes d'analystes

- GILBERT DUPONT est à « l'achat », et fixe un objectif de cours à 95€ par action pour MANUTAN. L'analyste constate en effet une forte croissance des revenus ainsi qu'une situation bilancielle forte à la fin du premier semestre de l'exercice 2021/2022.
- ODDO BHF considère le titre en « *surperformance* » avec un objectif de cours de 85€ par action de MANUTAN.

¹² GILBERT DUPONT, IDMIDCAPS et ODDO BHF.



- Le 17 octobre 2022, IDMidCAPS a porté sa recommandation à « l'achat », avec un objectif de cours de 85€. L'analyste constate en effet des résultats records de MANUTAN malgré un contexte macroéconomique de prudence pour les années 2022-2023 qui tend vers le ralentissement des investissements des entreprises.

Les objectifs de cours des analystes publiés avant l'annonce de l'Opération ressortent ainsi dans une fourchette entre 85€ et 95€ avec une médiane de 85€ par action MANUTAN. Le prix d'Offre de 100€ par action MANUTAN extériorise une prime de 17,6% sur la médiane des objectifs de cours. En incluant le Complément de Prix, la prime ainsi extériorisée serait de 23,5%.

Les analystes d'ODDO BHF et IDMidCAPS ont publié des notes postérieurement à l'annonce de l'Opération et ont émis un avis sur celle-ci.

L'analyste d'ODDO « considère que la probabilité de réussite de cette OPA est forte compte tenu du faible flottant (26.5%) et du niveau de l'offre (prime de 59%). Nous conseillons donc d'apporter à l'offre lorsque celle-ci sera ouverte. »

IDMidCAPS a publié deux notes postérieurement à l'annonce de l'Offre dans lesquelles l'analyste « considère le prix d'Offre et la prime de contrôle cohérents et en ligne avec la moyenne des opérations. Nous conseillons donc d'apporter à l'offre. »

6.4.3 L'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels (à titre principal)

Cette méthode consiste à déterminer la valeur intrinsèque d'une entreprise par l'actualisation des flux de trésorerie issus de son plan d'affaires prévisionnel à un taux qui reflète l'exigence de rentabilité du marché vis-à-vis de l'entreprise, en tenant compte d'une valeur de sortie à l'horizon de ce plan.

Cette méthode permet de reconnaître la valeur attribuable aux perspectives de développement de la Société et nous paraît adaptée à la situation de MANUTAN.

Présentation du plan d'affaires du Management

Nous avons mené nos travaux sur la base de prévisions communiquées par la Société couvrant la période 2023-2027 constituées (i) du plan d'affaires 2023-2024 et (ii) d'une extrapolation des flux sur 3 années supplémentaires. Les projections (2023-2024) et extrapolations (2025-2027) ont été préparées par le Management de MANUTAN et ont été construites selon une approche « top-down », principalement fondée sur l'historique de performance du Groupe. Il n'a pas fait l'objet d'une revue ni d'une validation directe par le Conseil d'administration de la Société.

Les hypothèses structurantes des années de projection et d'extrapolation du plan d'affaires sont les suivantes :

- Un chiffre d'affaires en croissance conformément aux performances historiques du Groupe (TCAM 23P-27P d'environ 4%), porté principalement par la division Entreprises grâce à l'extension de l'offre et au développement des investissements dans le marketing sur Internet ;



- Un taux de marge d'EBITDA hors IFRS 16 et hors aléas¹³, légèrement en deçà de la moyenne des taux de marge historiques¹⁴ observés (hors années impactées par la Covid-19) en raison notamment de la hausse de certains postes de charges ;
- Des dépenses d'investissements (ci-après « CAPEX ») relativement plus élevées que les niveaux historiques du fait de l'accélération de la digitalisation au cœur de la stratégie de MANUTAN.
- Une variation du BFR fixée à -15,6% de la variation du chiffre d'affaires, correspondant à la fourchette basse des données historiques comprises entre 15,7% et 18,8% du chiffre d'affaires¹⁵ ;
- Un taux d'impôt sur les sociétés de 26,8% correspondant au taux normatif du Groupe.

Le Management a intégré initialement des aléas dans le plan d'affaires. Nous avons procédé à l'évaluation de la Société en ne prenant pas en compte ces coûts qui constituent un facteur de prudence. Cependant, à titre informatif, nous les avons intégrés dans nos travaux et présentés en analyse de sensibilité.

Par ailleurs, aucune hypothèse de croissance externe ou de cession d'actifs n'a été considérée.

Ce plan d'affaires, qui traduit les ambitions du Management, repose sur les performances historiques du Groupe et intègre la poursuite de la stratégie actuelle du Groupe.

Flux normatif

Le taux de croissance à l'infini a été construit à partir d'un chiffre d'affaires déterminé en retenant une hypothèse de croissance différenciée pour les deux divisions opérationnelles, et en cohérence avec les projections macroéconomiques de la BANQUE DE FRANCE¹⁶ :

- Pour la division Entreprises : une croissance à l'infini de 2,0% a été appliquée ;
- Pour la division Collectivités : une croissance à l'infini de 1,5% a été appliquée.

Un taux de marge d'EBITDA hors IFRS 16 et hors aléas, légèrement inférieur à la moyenne des taux de marge historiques observés (hors années impactées par la Covid-19) et supérieur aux hypothèses du plan d'affaires.

La construction de la variation du BFR d'exploitation est en ligne avec celle retenue sur la fin de l'horizon du plan d'affaires (-15,6%).

Les Capex ont été estimés proches de leurs niveaux historiques 2017-2019, soit 2,4% du chiffre d'affaires en prenant en compte les renouvellements d'entrepôts liés à la croissance de l'activité.

Le montant des dotations aux amortissements a été retenu égal au niveau des investissements.

¹³ Les aléas représentent un facteur de prudence correspondant à des dépenses engagées d'un montant total de 7,0 M€ sur la période 2023-2024 et communiquées par le Management pour tenir compte du contexte actuel économique incertain (exemple : charges de restructuration et autres coûts). Etant précisé que nos travaux seront réalisés à titre principal sans prise en compte de ces aléas, mais que nous présenterons à titre d'analyse de sensibilité le résultat de nos travaux avec prise en compte de ces aléas.

¹⁴ 2017-2022

¹⁵ Analyse financière – Besoin en fonds de roulement.

¹⁶ Taux de croissance du PIB réel France de 1,8% en 2024e.



Un taux d'impôt normatif de 26,8% a été retenu à l'infini (taux normatif Groupe).

Taux d'actualisation

Nous avons retenu le coût des fonds propres de MANUTAN pour actualiser les flux de trésorerie futurs, étant donné que la Société est en situation de trésorerie nette. Ce taux a été estimé à 10,2% sur la base des éléments suivants :

- Un taux sans risque de 2,57% correspondant au taux moyen de l'OAT TEC 10 ans (moyenne 3 mois calculée le 07/12/2022 – Source : BANQUE DE FRANCE) ;
- Une prime de risque du marché des actions de 6,03% (moyenne 3 mois de la prime de risques *Associés en Finance* au 30 novembre 2022) ;
- Un bêta désendetté de la Société de 0,85 (Source : CAPITAL IQ) en se basant sur les comparables de la Société ;
- Une prime de taille de 2,5% compte tenu de la taille de MANUTAN par rapport à aux sociétés comparables retenues pour déterminer le coefficient β (source : DUFF & PHELPS).

Résultats de l'évaluation

Sur ces bases, la valeur d'entreprise de MANUTAN ressort à 588,1 M€ dont 74% provenant de la valeur terminale au-delà de l'horizon explicite. Compte tenu des éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres présentés ci-avant, le montant des fonds propres s'établit à 685,4 M€, soit une valeur par action MANUTAN de 89,3€ en valeur centrale.

Nous avons procédé à des calculs de sensibilités de la valeur par action de MANUTAN à une variation combinée du coût des fonds propres (de -0,25 point à +0,25 point) et du taux de croissance à l'infini (de -0,25 point à +0,25 point).

Figure 15 - Analyse de sensibilité à une variation combinée du taux de croissance à l'infini et du coût des fonds propres

		Coût des fonds propres (%)				
		9,7%	9,9%	10,2%	10,4%	10,7%
Taux de croissance à l'infini (%)	2,4 %	98,7	95,7	93,0	90,4	88,0
	2,1 %	96,5	93,7	91,1	88,6	86,3
	1,9 %	94,5	91,8	89,3	87,0	84,8
	1,6 %	92,5	90,0	87,7	85,4	83,3
	1,4 %	90,7	88,4	86,1	84,0	82,0

Source : analyses FINEXSI

A l'issue de cette analyse, nous retiendrons, au titre de l'approche DCF, une fourchette de valeurs comprises entre 87,0€ et 91,8€ avec une valeur centrale de 89,3€. Le prix de l'Offre fait ainsi ressortir une prime de +8,9% sur la borne haute de notre fourchette et une prime de +14,9% sur la borne basse.

En tenant compte du Complément de Prix, les primes seraient comprises entre +14,4% et +20,7%.



Sensibilité aux aléas

A titre indicatif, nous avons réalisé une analyse de sensibilité en intégrant les aléas fournis par le Management initialement non pris en compte dans notre approche DCF¹⁷. Nous obtenons une fourchette de valeurs inférieures comprises entre 86,2€ et 91,0€ avec une valeur centrale de 88,5€. Le prix de l'Offre fait ainsi ressortir une prime de +9,9% sur la borne haute de notre fourchette et une prime de +16,1% sur la borne basse.

En tenant compte du Complément de Prix, les primes seraient comprises entre 15,4% et 21,9%.

6.4.4 Comparables boursiers (à titre secondaire)

La méthode des comparables boursiers consiste à déterminer la valeur d'une société par l'application de multiples observés sur un échantillon d'autres sociétés cotées du même secteur d'activité, aux agrégats jugés pertinents.

Compte tenu des spécificités de MANUTAN, nous n'avons pas identifié de sociétés cotées suivies de manière satisfaisante par des analystes qui lui soient pleinement comparables, en raison notamment de son implantation géographique, de sa taille, de ses niveaux de marge et du fait que le Groupe ne possède pas de concurrents directs sur la globalité de son offre.

Pour ces raisons, nous présentons cette méthode à titre secondaire.

Nous avons identifié treize sociétés opérant comme distributeurs évoluant dans un secteur d'activité proche de celui de MANUTAN. Nous les avons réparties en deux catégories : les acteurs généralistes et les acteurs spécialisés.

- **Les acteurs généralistes** sont des distributeurs BtoB qui vendent différents types de produits de manière similaire à MANUTAN, tels que de l'outillage, des fournitures industrielles ou des équipements professionnels. Les acteurs sont qualifiés de généralistes quand leurs produits ou services sont également proposés par MANUTAN :
 - FASTENAL, entreprise américaine créée en 1967, effectue la distribution en gros de fournitures industrielles et de construction en Amérique du Nord, où la société réalise 96% de son chiffre d'affaires. Elle distribue ses produits par l'intermédiaire d'un réseau de 3 209 sites sur le marché et de 15 centres de distribution ;
 - BUNZL est une entreprise britannique de distribution et de services créée en 1854 et réalise 60% de son chiffre d'affaires aux Etats-Unis. L'entreprise propose des emballages alimentaires, des fournitures de nettoyage et d'hygiène et des équipements de protection individuelle aux magasins et supermarchés, hôtels, restaurants et traiteurs ;
 - RS GROUP est une entreprise britannique créée en 1928. Elle distribue divers produits électroniques et industriels en Europe et aux Etats-Unis. La société fournit des produits d'automatisation et de contrôle, des outils, des produits de maintenance et de protection ;

¹⁷ Cf. *Présentation du plan d'affaires du Management*



- MSC INDUSTRIAL distribue des produits de métallurgie, de maintenance, de réparation et d'exploitation en Amérique du Nord et au Royaume-Uni. Ses produits comprennent des outils de coupe, des instruments de mesure, de l'outillage, des fournitures de sécurité et d'entretien. L'entreprise a été créée en 1941 et réalise 99% de son chiffre d'affaires en Amérique du Nord ;
 - TAKKT AG est une entreprise allemande créée en 1945. Elle commercialise des équipements professionnels et opère dans trois segments : *Industrial & Packaging*, *Office Furniture & Displays* et *Food Service*. Ses produits contiennent des transpalettes, des équipements de bureau, des produits de restauration à destination des hôtels et des restaurants.
- **Les acteurs spécialisés** sont également des distributeurs BtoB, opérant sur des zones géographiques variées (Etats-Unis, Europe, Japon, etc.). Les acteurs sont dits spécialisés quand ils proposent une catégorie de produits ciblant un seul secteur de MANUTAN :
- W.W. GRAINGER est une entreprise américaine créée en 1927 qui distribue des produits et services de maintenance, de réparation et d'exploitation. La société opère à travers deux segments, *High-Touch Solution* et *Endless Assortment*. Elle propose des fournitures de sécurité, des équipements de manutention et de stockage, de l'outillage et des fournitures de nettoyage et d'entretien. L'entreprise réalise 79% de son chiffre d'affaires aux Etats-Unis ;
 - FERGUSON PLC est une société britannique qui commercialise des services d'expertise et des produits de plomberie et de chauffage aux Etats-Unis et au Canada. Elle offre ses services aux clients des marchés résidentiels, commerciaux, civils et industriels et réalise 94% de son chiffre d'affaires aux Etats-Unis ;
 - POOL CORPORATION réalise 94% de son chiffre d'affaires en Amérique du Nord. L'entreprise créée en 1993 distribue des fournitures et équipements pour piscines et des produits de loisirs connexes. Elle propose des produits d'entretien, des fournitures et des accessoires de piscine (pièces de rechange, réparation, etc.) ;
 - REXEL S.A distribue des produits et services électriques pour les marchés de l'énergie résidentielle, commerciale et industrielle. L'entreprise française créée en 1967 réalise 56% de son chiffre d'affaires en Europe, et 35% en Amérique du Nord. Elle propose des caméras intelligentes, des capteurs, contrôleurs, logiciels de surveillance, des éclairages, etc. ;
 - BEACON ROOFING SUPPLY est une entreprise américaine créée en 1928 et réalisant 100% de son chiffre d'affaires en Amérique du Nord. L'entreprise distribue des matériaux de toiture et des produits de construction complémentaires aux entrepreneurs et aux constructeurs. Elle fournit également des revêtements de terrasses et de sols ;
 - TRAVIS PERKINS est une société britannique qui commercialise des matériaux de construction sur le marché du bâtiment comprenant des cloisons sèches, des plafonds, des produits de protection incendie ainsi que des outils et accessoires pour professionnels du secteur de la construction. Elle réalise 98% de son chiffre d'affaires au Royaume-Uni ;



- GRAFTON GROUP est une entreprise irlandaise créée en 1902. Elle distribue des matériaux de construction et de plomberie, des peintures et produits pour la maison à travers le réseau de vente au détail et un réseau de distribution. L'entreprise réalise 43% de son chiffre d'affaires au Royaume-Uni, 40% en Irlande et 14% aux Pays-Bas ;
- THERMADOR GROUPE est une entreprise française créée en 1968 qui distribue des accessoires pour chauffage central, du matériel de ventilation, des outils pneumatiques, des vannes et des raccords industriels. Elle réalise 84% de son chiffre d'affaires en France.

De manière générale, les acteurs généralistes présentent des marges d'exploitation ainsi que des multiples de valorisation plus élevés que les acteurs spécialisés.

Compte tenu de l'hétérogénéité des deux échantillons en termes d'intensité capitalistique et de cycle d'investissement¹⁸, nous avons pris en compte l'EBIT comme agrégat de référence plutôt qu'un EBITDA.

Nous présentons ci-après les perspectives de croissance et de marge d'EBIT attendues en 2023e-2024e par le consensus des analystes suivant les sociétés susmentionnées en l'état de l'information disponible.

Tableau 9 - Perspectives de croissance du chiffre d'affaires et taux de marge d'EBIT attendus par le consensus des analystes

Comparables	Pays	CA (mEUR)	Croissance de CA		Taux d'EBIT	
			2023e	2024e	2023e	2024e
Projections du consensus Manutan	France	820	2,1 %		7,5 %	
Acteurs généralistes						
Bunzl plc	Grande-Bretagne	12 246	7,0 %	2,5 %	7,0 %	7,0 %
Fastenal Company	Etats-Unis	5 285	5,7 %	5,5 %	20,4 %	20,5 %
RS Group plc	Grande-Bretagne	3 022	10,3 %	6,1 %	12,7 %	12,9 %
MSC Industrial Direct Co., Inc.	Etats-Unis	3 680	3,3 %	2,2 %	12,9 %	12,8 %
TAKKT AG	Allemagne	1 180	4,4 %	4,4 %	6,6 %	7,2 %
Médiane généralistes		3 680	5,7 %	4,4 %	12,7 %	12,8 %
Acteurs spécialisés						
Ferguson plc	Grande-Bretagne	28 006	1,1 %	2,2 %	9,5 %	9,4 %
Rexel S.A.	France	14 690	4,3 %	3,2 %	6,1 %	6,1 %
W.W. Grainger, Inc.	Etats-Unis	11 450	6,8 %	6,7 %	13,9 %	14,0 %
Beacon Roofing Supply, Inc.	Etats-Unis	6 172	2,3 %	(0,5)%	8,5 %	8,4 %
Travis Perkins plc	Grande-Bretagne	5 461	0,5 %	2,7 %	5,9 %	5,9 %
Grafton Group plc	Irlande	2 512	1,3 %	3,3 %	10,6 %	10,4 %
Pool Corporation	Etats-Unis	4 656	2,5 %	2,5 %	15,9 %	15,6 %
Thermador Groupe SA	France	487	1,4 %	1,2 %	14,0 %	14,2 %
Médiane spécialistes		5 817	1,8 %	2,6 %	10,0 %	9,9 %
Médiane totale (hors Manutan)		5 285	3,3 %	2,7 %	10,6 %	10,4 %

Source : CAPITAL IQ, au 25 octobre 2022

Il ressort de notre étude que les sociétés composant notre échantillon d'acteurs généralistes et d'acteurs spécialisés présentent des différences importantes avec MANUTAN. Nous n'avons en

¹⁸ Avec des niveaux de % CAPEX / CA allant de (3,4)% à (0,2)%.



conséquence pas retenu de multiples moyens ou médians. Nous avons réalisé une analyse de régression linéaire¹⁹ à partir de notre échantillon combiné (généralistes et spécialistes) du multiple d'EBIT en fonction de la marge d'EBIT exprimée par rapport au chiffre d'affaires entre les acteurs spécialisés, généralistes et MANUTAN. Nous avons retenu, donc, le multiple induit pour MANUTAN à partir de cette régression linéaire afin de prendre en compte la taille inférieure et un niveau de marge d'EBIT plus bas de MANUTAN par rapport aux sociétés de l'échantillon.

La capitalisation boursière de MANUTAN est effectivement plus de 20 fois plus petite que la moyenne des capitalisations boursières des sociétés de l'échantillon et la marge d'EBIT de la Société en 2021 est de 7% contre 10% pour la moyenne des sociétés comparables.

Les multiples d'EBIT pour 2023e-2024e de ces sociétés se présentent comme suit :

Tableau 10 - Multiples observés sur les sociétés comparables

Comparables	Cap. B. (mEUR)	VE (mEUR)	xEBIT	
			2023e	2024e
Ferguson plc	23 175	26 272	9,8x	9,7x
Rexel S.A.	5 028	6 792	6,3x	6,1x
Bunzl plc	11 487	13 101	12,8x	12,4x
W.W. Grainger, Inc.	23 813	25 821	13,5x	12,6x
Beacon Roofing Supply, Inc.	3 250	4 871	8,0x	8,1x
Travis Perkins plc	2 096	2 583	7,4x	7,2x
Fastenal Company	24 788	25 072	19,7x	18,6x
Pool Corporation	11 646	12 901	15,0x	14,9x
RS Group plc	5 775	5 720	12,5x	11,7x
MSC Industrial Direct Co., Inc.	4 388	5 148	10,5x	10,3x
Grafton Group plc	1 973	1 353	4,8x	4,7x
TAKKT AG	739	822	9,5x	8,4x
Thermador Groupe SA	691	725	9,9x	9,7x
Médiane des multiples			9,9x	9,7x
Multiple induit de la régression			8,2x	7,9x

Source : CAPITAL IQ, au 25 octobre 2022

Note : Multiples induits par (i) une valeur d'entreprise calculée sur la base du CMPV 3 mois et d'un nombre moyen d'actions sur 3 mois et (ii) des agrégats des comparables calendarisés sur la date de clôture de la société évaluée

Les multiples ressortant de notre échantillon sont supérieurs à ceux induits par la régression linéaire, car la majorité des sociétés sont de taille plus importante que MANUTAN et ont des marges d'exploitation plus élevées.

Nous avons appliqué les multiples issus de la régression 2023e-2024e aux prévisions d'EBIT hors aléas des mêmes années issues du plan d'affaires de MANUTAN.

Pour mémoire, le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres ne prend pas en compte les dettes financières liées à l'application de la norme IFRS 16 ou ASC 842²⁰.

¹⁹ Les coefficients de détermination de la régression sont les suivants : $R^2_{2023} = 0,5849$ et $R^2_{2024} = 0,6042$

²⁰ Relative aux contrats de location.



Sur cette base, l'application des multiples observés sur l'échantillon aux EBIT hors aléas 2023e et 2024e de MANUTAN fait ressortir une fourchette de valeurs comprises entre 89,6€ et 91,8€ par action avec une valeur centrale de 90,7€. Le prix d'Offre extériorise des primes de respectivement +11,6% et +9,0% par rapport aux bornes inférieure et supérieure de cette fourchette.

En tenant compte du Complément de Prix, les primes seraient comprises entre 17,2% et 14,4%.

6.4.5 Transactions comparables (à titre secondaire)

La méthode des transactions comparables consiste à déterminer la valeur d'une société par l'application de multiples observés sur un échantillon de transactions portant sur des sociétés du même secteur d'activité, aux agrégats jugés pertinents.

Compte tenu des spécificités de MANUTAN, nous n'avons pas identifié de transactions concernant des sociétés qui lui soient pleinement comparables, en raison notamment de son implantation géographique, de sa taille, de ses niveaux de marges et du fait que le Groupe ne possède pas de concurrents directs sur la globalité de son offre.

Pour ces raisons, nous présentons cette méthode à titre secondaire.

Nous avons identifié huit transactions, dont deux ont été réalisées par MANUTAN, intervenues dans les 7 dernières années dont les sociétés cibles opèrent comme des distributeurs évoluant dans un secteur d'activité proche de celui de MANUTAN.

- HAYLEY GROUP est un distributeur britannique de gamme complète de produits pour la maintenance industrielle (roulements, outillage, EPI, hydraulique, etc.). L'entreprise a été acquise par DESCOURS & CABAUD à hauteur de 50% en 2020.
- SWEDOL AB est un fournisseur suédois d'outils et de fournitures pour le bâtiment et l'industrie, ainsi que des équipements de protection. MOMENTUM GROUP AB a acquis l'entreprise à hauteur de 98% ;
- KRUIZINGA est une société néerlandaise dont MANUTAN a fait l'acquisition en 2019 à hauteur de 100%. C'est un acteur de la distribution en ligne d'équipements de stockage et de transport au Benelux ;
- RUNELANDHS FÖRSÄLJNINGAR a été acquis par GERDMANS INREDNINGAR en totalité en 2018. L'entreprise est un spécialiste suédois de la vente de matériel d'entreprise et de bureau ;
- EQUIP4WORK est un fournisseur d'équipements de bureau en BtoB et a été acquis en totalité par TAKKT AG en 2018. Il commercialise du mobilier de bureau, des équipements pour entrepôts, etc. ;
- STAPLES a été acquis par SYCAMORE PARTNERS en 2017 en totalité. L'entreprise américaine est un acteur de la vente au détail de produits et de fournitures de bureau (papier, encre, produits de nettoyage, produits d'entretien, etc.) ;
- ESSEX ELECTRICAL WHOLESALERS est une entreprise britannique. Spécialiste de la distribution de fournitures électriques aux artisans, l'entreprise a été acquise par MANUTAN en totalité en 2016 ;

- ISERO IJZERWARENGROEP BV a été acquis en 2015 par GRAFTON GROUP PLC à hauteur de 100%. L'entreprise est un spécialiste néerlandais de la distribution d'outillage.

Les multiples d'EBIT de ces transactions comparables se présentent comme suit :

Tableau 11 - Multiples observés sur les transactions comparables

Date	Cible	Pays	Acquéreur	% acquis	VE (m€)	xEBIT
12/05/2020	Hayley Group	Royaume-Uni	Descours & Cabaud	50 %	198	14,8x
11/11/2019	Swedol AB	Suède	Momentum Group AB	98 %	312	9,7x
14/06/2019	Kruizinga	Pays-Bas	Manutan	100 %	32	11,4x
24/05/2018	Runelandhs Forsaljnings	Suède	Germans Inredningar	100 %	17	13,0x
30/01/2018	Equip4work Ltd.	Royaume-Uni	TAKKT AG	100 %	40	8,7x
28/06/2017	Staples	Etats-Unis	Sycamore Partners	100 %	6 136	9,7x
25/07/2016	Essex Electrical Wholesalers	Royaume-Uni	Manutan	100 %	4	10,8x
27/10/2015	Isero IJzerwarengroep BV	Pays-Bas	Grafton Group Plc	100 %	92	10,4x
Médiane						10,6x

Source : MERGERMARKET, analyses FINEXSI.

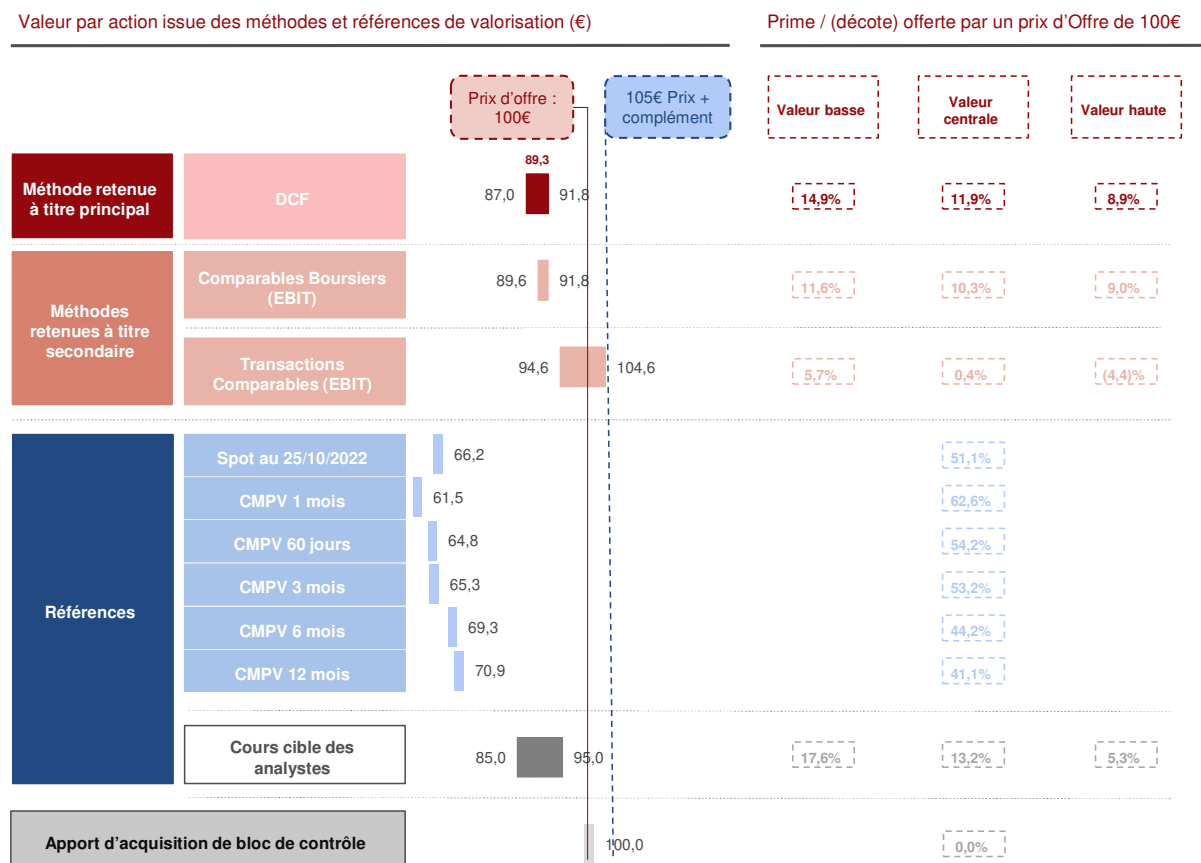
En appliquant le multiple médian aux EBIT hors aléas 2021 et 2022, les valeurs par action MANUTAN s'établissent respectivement à 94,6€ et 104,6€ avec une valeur centrale de 99,6€. Le prix d'Offre extériorise une prime de +5,7% par rapport à la borne inférieure et une décote de 4,4% par rapport à la borne supérieure de cette fourchette.

En tenant compte du Complément de Prix, les primes seraient comprises entre 0,4% et 11,0%.

6.5 Synthèse de nos travaux d'évaluation

La valeur par action se présente comme suit selon les méthodes et références d'évaluation étudiées :

Figure 16 - Synthèse des valeurs par action MANUTAN



Source : analyses FINEXSI

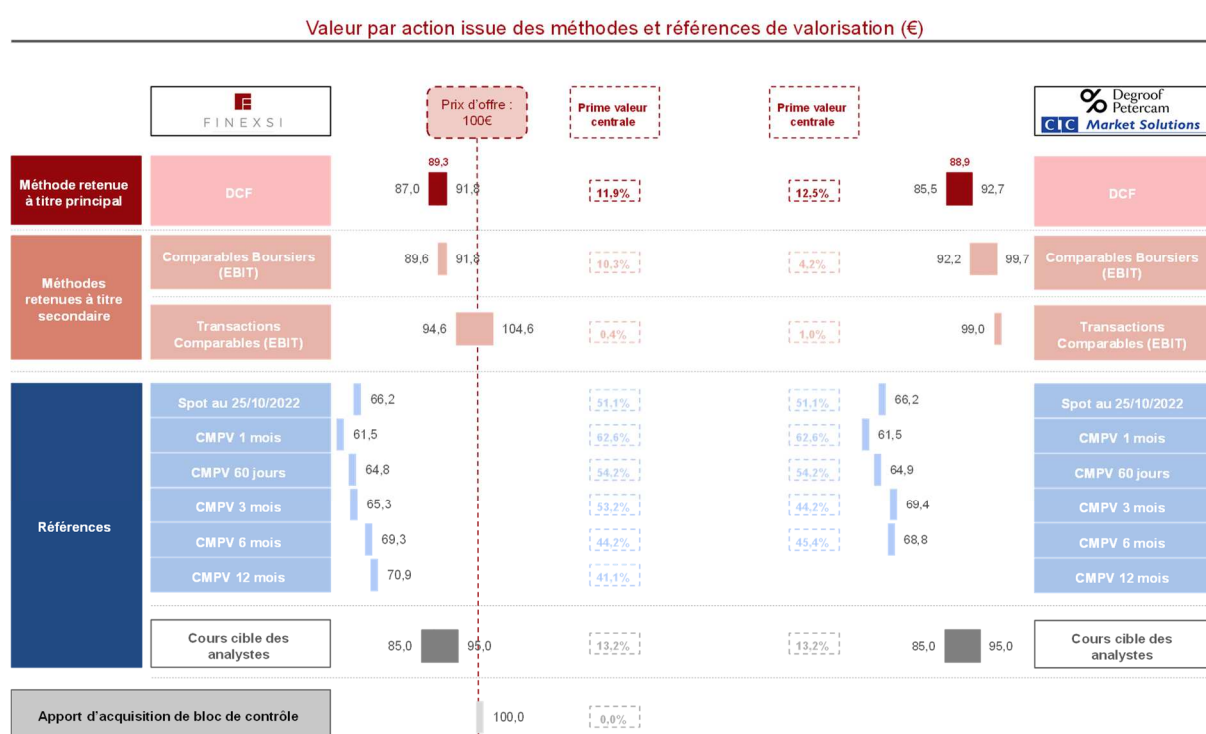
7. Analyse des éléments d'appréciation du prix établi par les Etablissements Présentateurs

DEGROOF PETERCAM et CM-CIC (ci-après « **Les Etablissements Présentateurs** »), ont préparé les éléments d'appréciation des termes de l'Offre figurant à la section 3 du Projet de Note d'Information.

Nous avons analysé ces éléments et nous nous sommes rapprochés des représentants des Etablissements Présentateurs pour échanger sur les méthodes et références d'évaluation retenues.

Les résultats de nos travaux respectifs sont synthétisés ci-après :

Figure 17 - Comparaison des travaux de valorisation de FINEXSI et des Etablissements Présentateurs



Sources : analyses FINEXSI, Projet de Note d'Information

7.1 Choix des critères d'évaluation

Pour la valorisation de MANUTAN, les Etablissements Présentateurs ont retenu des méthodes et références identiques à FINEXSI, à savoir la méthode intrinsèque de l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels, la méthode des comparables boursiers, la méthode des transactions comparables, le cours de bourse et la référence aux objectifs de cours des analystes, à l'exception de l'actif net comptable qui est retenue à titre indicatif uniquement par DEGROOF PETERCAM et CM-CIC.

La classification des méthodes est néanmoins différente : les Etablissements Présentateurs ont retenu à titre principal l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels, la méthode des comparables boursiers, la méthode des transactions comparables, l'analyse du cours de bourse et comme critère de référence à titre indicatif les objectifs de cours des analystes et l'actif net



comptable. FINEXSI retient l'actualisation des flux de trésorerie à titre principal, les cours de bourse et objectifs de cours à titre de référence et les méthodes analogiques à titre secondaire.

Les Etablissements Présentateurs ont écarté les références et méthodes suivantes : l'actif net réévalué, l'actualisation des dividendes futurs et transactions significatives sur le capital de la Société. Tandis que FINEXSI a écarté les références et méthodes suivantes : l'actif net réévalué, l'actualisation des dividendes futurs et l'actif net comptable ainsi que les transactions significatives sur le capital de la Société²¹.

La mise en œuvre des différents critères appelle plusieurs remarques de notre part.

7.2 Mise en œuvre des différentes méthodes de valorisation

7.2.1 Données de références

7.2.1.1 Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

Les Etablissements Présentateurs ont retenu dans le cadre de leurs travaux, une trésorerie nette de 89,2 M€ au 30 septembre 2022.

FINEXSI, pour sa part, a retenu une trésorerie nette ajustée de 97,3 M€ au 30 septembre 2022.

L'écart provient principalement des ajustements mis en œuvre dans les travaux de FINEXSI détaillés au paragraphe §6.3.2. Cet écart n'est pas de nature à remettre en cause la valorisation obtenue.

7.2.1.2 Nombre d'actions retenu

Le nombre d'actions retenu par les Etablissements Présentateurs est de 7 613 291 au 31 août 2022, retraité de l'autocontrôle, soit un nombre de 7 596 718 actions.

FINEXSI, pour sa part, a retenu un nombre d'actions de 7 672 718 incluant les 76 000 actions au titre du Plan d'AGA 2019.

Cet écart n'est pas de nature à remettre en cause la valorisation obtenue.

7.2.2 L'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels

7.2.2.1 Concernant les prévisions considérées

FINEXSI, DEGROOF PETERCAM et CM-CIC ont retenu le plan d'affaires 2022P – 2027P établi par le Management de MANUTAN.

7.2.2.2 Concernant les hypothèses financières

Les Etablissements Présentateurs retiennent un taux de croissance à l'infini de +2,0% tandis que FINEXSI retient un taux de croissance à l'infini de +1,9% (résultant d'une pondération par activité : 2,0% pour l'activité « Entreprises » et 1,5% pour l'activité « Collectivités »).

²¹ Nous n'avons identifié aucune transaction récente sur le capital de MANUTAN



FINEXSI, DEGROOF PETERCAM et CM-CIC retiennent un taux d'impôt de 26,8%.

Les Etablissements Présentateurs retiennent un taux de marge d'EBIT de 7,5% tandis que FINEXSI retient un taux de marge d'EBITDA (hors IFRS 16 et hors aléas) de 9,5%.

FINEXSI retient un montant de Capex normatif de 2,4% du chiffre d'affaires contre 1,7% pour les Etablissements Présentateurs. Cette différence s'explique principalement par la prise en compte par FINEXSI d'une hypothèse structurelle future de construction d'entrepôts liée à la croissance de l'activité. Les Etablissements Présentateurs et FINEXSI retiennent des dotations aux amortissements du même montant que les Capex soit 1,7% du chiffre d'affaires pour les Etablissements Présentateurs et 2,4% du chiffre d'affaires pour FINEXSI.

Concernant le taux d'actualisation, les Etablissements Présentateurs et FINEXSI ont fondé leur approche sur des coûts des capitaux propres respectifs de 10,1% et 10,2%.

FINEXSI, DEGROOF PETERCAM et CM-CIC ont actualisé les flux de trésorerie à mi-année.

Comme évoqué ci-après, l'ensemble de ces différences n'est pas de nature à créer des écarts de valorisation.

7.2.2.3 Analyse des sensibilités et résultats

Les Etablissements Présentateurs et FINEXSI ont analysé la sensibilité de la valeur par action MANUTAN aux variations combinées du taux de croissance à l'infini et du taux d'actualisation avec des pas de sensibilité différents s'agissant du taux d'actualisation (0,50 point pour les Etablissements Présentateurs contre 0,25 point pour FINEXSI).

La valeur par action retenue par DEGROOF PETERCAM et CM-CIC s'établit entre 85,5€ et 92,7€, avec une valeur centrale de 88,9€ par action MANUTAN.

Pour FINEXSI, la valeur par action MANUTAN s'établit entre 87,0€ et 91,8€, avec une valeur centrale de 89,3€ par action (excluant les aléas) et entre 86,2€ et 91,0€ par action MANUTAN (incluant les aléas).

7.2.3 Analyse du cours de bourse

L'analyse du cours de bourse mise en œuvre par les Etablissements Présentateurs appelle les commentaires suivants de notre part.

DEGROOF PETERCAM et CM-CIC et FINEXSI retiennent le cours de clôture au 25 octobre 2022, dernier jour de cotation avant l'annonce de l'opération, comme base d'analyse.

Il est à noter que DEGROOF PETERCAM et CM-CIC calculent les CMPV sur des nombres de jours (20, 60, 120 et 180 jours), alors que FINEXSI raisonne en termes de mois (1, 3, 6 et 12 mois).

Le taux de rotation du flottant considéré pour les analyses est de 0,8% pour les Etablissements Présentateurs et FINEXSI sur les 60 derniers jours de bourse au 25 octobre 2022.



7.2.4 Méthode des comparables boursiers

Les Etablissements Présentateurs ont retenu un échantillon composé de neuf sociétés : FASTENAL COMPANY, MSC INDUSTRIAL SUPPLY, RS GROUP, TAKKT AG, W.W. GRAINGER, POOL CORPORATION, REXEL, BEACON ROOFING SUPPLY ET THERMADOR GROUPE.

FINEXSI a retenu pour sa part, les treize sociétés suivantes : FASTENAL COMPANY, BUNZL PLC, RS GROUP, MSC INDUSTRIAL SUPPLY, TAKKT AG, W.W. GRAINGER, FERGUSON PLC, POOL CORPORATION, REXEL, BEACON ROOFING SUPPLY, TRAVIS PERKINS, GRAFTON GROUP PLC, THERMADOR GROUPE.

FINEXSI, DEGROOF PETERCAM et CM-CIC ont retenu les EBIT hors aléas comme agrégats de référence.

FINEXSI ainsi que les Etablissements Présentateurs ont appliqué les multiples induits d'une analyse par régression linéaire. En revanche, Finexsi a fondé son analyse sur les données prévisionnelles 2023e et 2024e tandis que les Etablissements Présentateurs se sont basés sur les données 2022e et 2023e.

DEGROOF PETERCAM et CM-CIC retiennent une fourchette de valeurs comprises entre 92,2€ et 99,7€ par action MANUTAN (pour le multiple de l'EBIT). FINEXSI retient une fourchette comprise entre 89,6€ et 91,8€ par action MANUTAN (multiple d'EBIT sans aléas) et une fourchette de valeurs comprises entre 85,3€ et 88,7€ par action MANUTAN (pour le multiple de l'EBIT avec aléas).

7.2.5 Méthode des transactions comparables

DEGROOF PETERCAM et CM-CIC ont retenu un échantillon composé de 6 transactions portant sur THERMACOME (2020), KRUIZINGA (2019), RUNELANDHS FORSALJININGS (2018), EQUIP4WORK (2018), STAPLES (2017) et ESSEX ELECTRICAL WHOLESALERS (2016).

FINEXSI a retenu un échantillon légèrement différent composé de 8 transactions visant HAYLEY Group (2020), SWEDOL AB (2019), KRUIZINGA (2019), RUNELANDHS FORSALJININGS (2018), EQUIP4WORK (2018), STAPLES (2017), ESSEX ELECTRICAL WHOLESALERS (2016) et ISERO IJZERWARENGROEP BV (2015).

FINEXSI, DEGROOF PETERCAM et CM-CIC ont retenu les multiples d'EBIT.

L'échantillon sélectionné par les Etablissements Présentateurs extériorise un multiple d'EBIT médian de 10,0x tandis que FINEXSI extériorise un multiple d'EBIT médian de 10,6x.

Les Etablissements Présentateurs ont appliqué le multiple d'EBIT médian obtenu à l'EBIT 2022 de MANUTAN et retiennent de ce fait une valeur par action de 99,0€. FINEXSI pour sa part, a appliqué le multiple d'EBIT médian obtenu aux EBIT 2021 et 2022 de la Société et retient une fourchette de valeurs comprises entre 94,6€ et 104,6€.

7.2.6 Objectif de cours des analystes

La référence aux objectifs de cours des analystes suivant le titre MANUTAN retenue par les Etablissements Présentateurs n'appelle pas de commentaire particulier de notre part, dans la mesure où nos analyses se fondent sur les mêmes notes.



8. Accords connexes

Nous avons procédé à l'examen des accords pouvant exercer une influence significative sur l'appréciation de l'Offre, tels que présentés dans le Projet de Note d'Information, afin d'apprécier si ces accords comportaient des dispositions financières susceptibles de remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre.

8.1 Financement de SPRING HOLDING

Dans le cadre de l'Opération, afin de financer le rachat des titres de MANUTAN, SPRING HOLDING procédera à la souscription auprès de BNP PARIBAS, BANQUE POPULAIRE RIVES DE PARIS, CREDIT INDUSTRIEL ET COMMERCIAL, CREDIT LYONNAIS et SOCIETE GENERALE, d'un Crédit Acquisition (220,0 M€), d'un Crédit Renouvelable (5,0 M€) et d'un Crédit Non-confirmé (80,0 M€).

Ces différents crédits ont pour but le financement :

- Des acquisitions des titres MANUTAN réalisées dans le cadre de l'OPAS jusqu'à la clôture de cette dernière et des frais afférents ;
- Des besoins généraux d'exploitation ;
- Des opérations de croissance externe autorisées.

Pour mémoire, la somme des crédits mis à disposition de SPRING HOLDING dans le cadre de ces financements est d'un montant total de 305,0 M€.

Dans le cadre de l'Opération, un découvert autorisé a été mis en place d'un montant de 201,8 M€ diminué du montant cumulé des acquisitions de titres effectuées avant la date de dépôt de l'OPAS.

Nous avons examiné l'ensemble des caractéristiques des différents financements. Ils ne nous semblent pas être de nature à remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre d'un point de vue financier.

8.2 Augmentation de capital

Le 26 octobre 2022, Monsieur Pierre-Olivier BRIAL a souscrit, sur la base d'une valorisation par action MANUTAN identique au Prix de l'Offre hors Complément de Prix, à une augmentation de capital portant sur 7 500 actions ordinaires de l'Initiateur pour un montant de 17 400 euros, par émission de 7 500 actions ordinaires d'une valeur nominale de 2,32 euros chacune (chacune dotée d'une prime d'émission de 97,68 euros, soit une prime d'émission totale de 732 600 euros). Etant précisé qu'à notre connaissance l'investissement réalisé par Monsieur Pierre-Olivier BRIAL dans l'Initiateur ne s'est accompagné de la signature d'aucun autre document que le Pacte d'Associés décrit ci-après.

8.3 Plans d'AGA 2019 et 2022

8.3.1 Plan d'AGA 2019

Comme précisé en partie 6.3, s'agissant du plan d'AGA 2019 portant sur 76 000 actions, le 24 novembre 2022, Madame Brigitte AUFFRET, Monsieur Xavier GUICHARD et Monsieur Pierre-



Olivier BRIAL ont chacun conclu avec l'Initiateur un accord de liquidité portant sur les AGA 2019 qu'ils détiennent et dont l'acquisition définitive devrait intervenir le 7 mai 2024.

Nous rappelons que l'acquisition définitive des AGA 2019 est subordonnée à la réalisation d'une condition de présence et d'une condition de performance.

Aux termes de ces accords, chacun des bénéficiaires et l'Initiateur se sont engagés respectivement à ce que le bénéficiaire consente à l'Initiateur une promesse unilatérale de vente portant sur les AGA 2019 acquises, et à ce que l'Initiateur consente au bénéficiaire une promesse unilatérale d'achat portant sur les AGA 2019 acquises.

Les promesses pourront être exercées à compter du 1er septembre 2024 dans le cadre d'une fenêtre de liquidité de deux mois, le prix de rachat étant déterminé sur la base d'une formule classique de valorisation des titres de l'Initiateur intégrant le multiple d'EBIT induit par le Prix de l'Offre. Il en résulte que les termes de ces promesses ne comportent pas de prix garanti et n'offrent pas des conditions financières améliorées par rapport au prix de l'Offre. Il est précisé, en tant que de besoin, que la promesse unilatérale de vente sera réputée caduque en l'absence de mise en oeuvre du Retrait Obligatoire à l'issue de l'Offre.

Nous avons analysé l'ensemble des plans d'actions gratuites et leurs conditions d'attribution. Ces dernières sont usuelles concernant l'exercice de fonction de dirigeant et la valeur induite par cette attribution d'AGA représente un complément de rémunération qui dépend de conditions de performance et incluant les conditions financières de l'Offre par l'intermédiaire du multiple induit. Nous sommes donc d'avis que les termes de ces plans d'actions gratuites ne sont pas de nature à remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre d'un point de vue financier.

8.3.2 Plan d'AGA 2022

Nous rappelons qu'il existe un plan daté de mars 2022 portant sur 27 000 actions qui ont été attribués aux salariés cadres dirigeants du groupe et / ou dirigeants mandataires sociaux de filiales de la Société à l'exception des trois bénéficiaires du plan d'AGA 2019.

Dans ce cadre, cinq membres de la Société ont bénéficié de l'attribution de ces actions gratuites 2022, et ont par la suite, décidé de renoncer à l'ensemble de ces dernières le 24 novembre 2022 afin de faciliter la mise en place probable et la gestion de nouveaux mécanismes d'intéressement au niveau de l'Initiateur.

8.3.3 Autres plans d'incitation au niveau de l'Initiateur

Il nous a été confirmé qu'aucun plan d'incitation n'a été conclu entre l'Initiateur et les directeurs généraux de la Société à ce jour ou n'a vocation à être conclu au cours de la période de l'Offre.

8.4 Opérations internes préalables à l'Offre

Comme précisé en introduction du présent rapport, le dépôt de l'Offre Publique d'Acquisition fait suite aux acquisitions, réalisées par l'Initiateur le 26 octobre 2022 :

- de 2 027 201 actions de la Société, représentant 26,63% du capital de la Société, par voie d'apport en nature effectué par MT FINANCE, sur la base d'une valorisation identique au Prix d'Offre hors Complément de Prix, représentant un montant total de 202 720 100 euros. MT FINANCE a été rémunérée par des actions ordinaires nouvelles de l'Initiateur à hauteur



de 40,95% de son capital et de ses droits de vote. MT FINANCE étant elle-même détenue intégralement par Monsieur Jean-Pierre GUICHARD, Monsieur Hervé GUICHARD et Monsieur Xavier GUICHARD ;

- de 206 333 actions de la Société, représentant 2,71% du capital de la Société, par voie d'apport en nature effectué par INIX, sur la base d'une valorisation identique au Prix d'Offre hors Complément de Prix, représentant un montant total de 20 633 300 euros. INIX a été rémunérée par des actions ordinaires nouvelles de l'Initiateur à hauteur de 4,17% de son capital et de ses droits de vote. INIX étant elle-même détenue intégralement par Monsieur Xavier GUICHARD ;
- de 2 708 971 actions de la Société, représentant 35,58% du capital de la Société, par voie d'apport en nature effectué par Monsieur Jean-Pierre GUICHARD et Madame Claudine GUICHARD, sur la base d'une valorisation identique au Prix d'Offre hors Complément de Prix, représentant un montant total de 270 897 100 euros. Ils ont été rémunérés par des actions ordinaires nouvelles de l'Initiateur à hauteur de 54,73% de son capital et de ses droits de vote.

Par ailleurs, le 26 octobre 2022, et dans l'optique de la mise en œuvre de l'Offre, INIX a conclu, au Prix d'Offre (augmenté du Complément de Prix éventuel), un contrat d'acquisition avec Monsieur Hervé GUICHARD portant sur un total de 97 886 actions de la Société, et un contrat d'acquisition avec MT FINANCE portant sur un total de 390 380 actions de la Société.

Nous avons analysé l'ensemble des traités d'apports liés à ces opérations. Nous sommes d'avis que les termes de ces opérations internes préalables ne sont pas de nature à remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre d'un point de vue financier.

8.5 Pacte d'Associés SPRING HOLDING

Jean-Pierre GUICHARD, Claudine GUICHARD, MT FINANCE, Xavier GUICHARD, INIX, et Pierre-Olivier BRIAL, ont conclu, le 24 novembre 2022, un pacte d'associés (ci-après le « **Pacte d'Associés** ») afin de régir les modalités de gouvernance de SPRING HOLDING, du Groupe et de MT FINANCE, de réglementer le transfert des titres de SPRING HOLDING qu'elles détiennent ou pourraient détenir à l'avenir, et plus généralement, de définir leurs droits et obligations en leur qualité d'Associés et/ou de détenteurs de titres de SPRING HOLDING et dont les principaux termes sont résumés ci-après.

Nous avons obtenu ces pactes d'associés que nous avons examinés.

Le Pacte d'Associés contient notamment des dispositions relatives à la gouvernance au niveau de l'Initiateur et au transfert des titres émis par l'Initiateur.

8.5.1 Gouvernance au niveau de l'Initiateur et de MT FINANCE

Les dispositions du Pacte d'Associés relatives à la gouvernance de l'Initiateur et/ou de MT FINANCE sont usuelles et n'appellent pas de remarque particulière de notre part.



8.5.2 Transfert des titres émis par l'Initiateur

Le Pacte d'Associés régit notamment la liquidité des titres émis par l'Initiateur. Il est prévu un principe d'inaliénabilité où chacune des parties s'engage à conserver ses titres et à ne pas procéder au transfert, directement ou indirectement, de l'un quelconque de ses titres pendant une période courant jusqu'au 31 décembre 2032.

Cette période d'inaliénabilité s'applique en cas de transfert libre ou en cas de Retrait Obligatoire avec l'accord préalable écrit du conseil de surveillance statuant à la majorité qualifiée et en l'absence de Retrait Obligatoire avec l'accord préalable du Président.

Il est toutefois prévu certains cas de transferts libres pendant la période d'inaliénabilité, usuels dans le contexte.

Dans la mesure où l'une ou plusieurs des parties recevraient une offre d'un ou plusieurs tiers portant sur 100% du capital social et des droits de vote de l'Initiateur, la collectivité des associés de l'Initiateur, statuant à la majorité des 2/3 (en l'absence de mise en œuvre d'un Retrait Obligatoire, ou le cas échéant, le Conseil de Surveillance, statuant à la majorité qualifiée), se prononcera sur la possible acceptation de cette offre. En cas de décision favorable de l'organe social concerné, les bénéficiaires de l'offre pourraient accepter d'un commun accord ladite offre et requérir des autres parties au Pacte d'Associés qu'elles cèdent leurs titres de l'Initiateur dans les mêmes termes et conditions que le transfert de leurs titres par les bénéficiaires de l'Offre.

A l'issue de la période d'Inaliénabilité, et sauf cas usuels de transfert libre, tout transfert de titres par un actionnaire personne physique sera soumis à l'agrément préalable de la collectivité des associés en l'absence de mise en œuvre du Retrait Obligatoire ou du conseil de surveillance, en cas de mise en œuvre du Retrait Obligatoire.

Le Pacte d'Associés Principal ne prévoit pas de disposition relative au prix de cession des titres dans les cas mentionnés ci-dessus.

Selon notre analyse, le Pacte d'Associés ne comporte pas de clause financière assimilable à un complément ou à un ajustement de prix des actions apportées ou cédées, ou à une garantie quelconque qui aurait été consentie par l'Initiateur au bénéfice des parties aux pactes. En particulier, il n'existe aucun prix ou formule de prix fixé dans les pactes pour déterminer la valeur des actions qui seront cédées en cas de transfert par l'une des parties.

Les conditions du Pacte d'Associés ne sont donc pas, selon nous, de nature à remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre d'un point de vue financier.

8.6 Autres accords dont l'Initiateur a connaissance

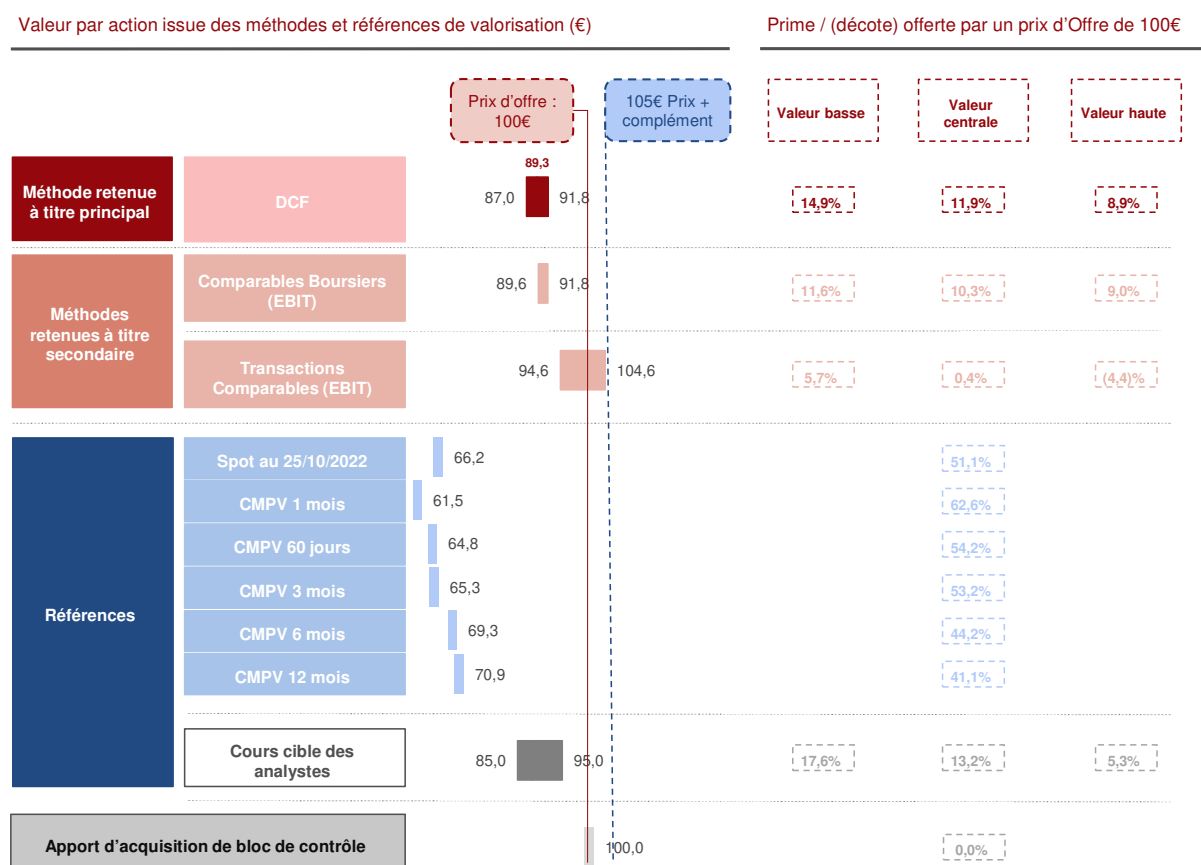
L'Initiateur nous a confirmé n'avoir connaissance d'aucun autre accord conclu, ou à conclure avec des actionnaires dans le cadre de la présente Offre.

9. Synthèse de nos travaux et appréciation sur le caractère équitable du prix d'Offre

9.1 Synthèse de nos travaux d'évaluation

À l'issue de nos travaux, le prix d'Offre extériorise les primes suivantes par rapport aux valeurs résultantes des différents critères d'évaluation qui ont été retenus.

Figure 18 - Synthèse des travaux d'évaluation réalisés par FINEXSI



Source : analyses FINEXSI

9.2 Conclusion

Le prix d'Offre fait ressortir des primes sur chacun des critères analysés.

Bien que la liquidité et la rotation du capital flottant du titre soient faibles, la présente Offre donne un accès immédiat à la liquidité aux actionnaires minoritaires de la Société avec une prime de 51% par rapport au cours de clôture avant annonce de l'Opération, et des primes comprises entre 41% et 63% par rapport aux cours moyens pondérés des volumes sur 1 mois, 3 mois, 6 mois et 12 mois.

En tenant compte du Complément de Prix de 5€ par action versé aux actionnaires en cas d'atteinte du seuil de Retrait Obligatoire, la prime extériorisée par le prix d'Offre sur le dernier cours avant annonce serait de 59% et elles seraient comprises entre 48% et 71% par rapport aux moyennes calculées sur les périodes précitées.



Il doit en outre être précisé que le cours de l'action MANUTAN n'a jamais atteint le prix d'Offre sur les 24 derniers mois.

Nous considérons l'approche par les flux futurs de trésorerie actualisés comme la plus appropriée pour estimer la valeur intrinsèque de l'action MANUTAN. Sur la base du plan d'affaires du Management et de nos analyses de sensibilités, ce critère fait ressortir une valeur par action comprise entre 87,0€ et 91,8€, avec une valeur centrale de 89,3€. Le prix d'Offre extériorise donc une prime de +11,9% sur cette valeur centrale. Sur ces bases, le prix d'Offre donne la pleine valeur sans avoir à supporter le risque d'exécution de ce plan d'affaires dans un contexte de marché incertain et volatil.

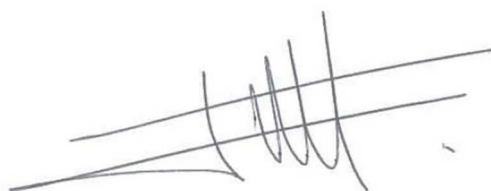
Concernant les autres méthodes mises en œuvre à titre secondaire, le prix d'Offre fait ressortir des primes sur les valeurs centrales issues de la méthode des comparables boursiers (+10,3%) et des transactions comparables (+0,4%) et une prime de +13,2% sur la moyenne des objectifs de cours des analystes avant annonce de l'Opération.

L'examen des accords pouvant avoir une influence significative sur l'appréciation de l'Offre, tels que présentés dans le Projet de Note d'Information, à savoir (i) les modalités de financement de l'Offre et la structuration de SPRING HOLDING, l'Initiateur, (ii) l'augmentation de capital, (iii) les accords visant les plans d'actions gratuites existants (iv) les opérations d'apports préalables à l'Offre, (v) et le pacte d'associés SPRING HOLDING, n'a pas fait apparaître de disposition de nature à remettre en cause, selon nous, le caractère équitable de l'Offre d'un point de vue financier.

En conséquence, nous sommes d'avis que le prix d'Offre de 100 € par action est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de MANUTAN. Ce prix d'Offre serait également équitable en cas de mise en œuvre du Retrait Obligatoire. Nous rappelons qu'en cas de mise en œuvre de celui-ci, l'ensemble des actionnaires bénéficieront d'un complément de prix de 5 € par action soit un prix offert de 105 € par action, que nous considérons donc comme équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de MANUTAN si le Retrait Obligatoire devait être mis en œuvre.

Fait à Paris, le 16 décembre 2022

FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER



Christophe LAMBERT

Associé



Annexe : Présentation de FINEXSI et de la mission

Présentation du cabinet FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER

L'activité de FINEXSI EXPERT ET CONSEIL FINANCIER (FINEXSI) s'inscrit dans le cadre des métiers réglementés par l'Ordre des Experts-Comptables et la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes. Elle regroupe principalement les activités suivantes :

- Commissariat aux comptes ;
- Acquisitions et cessions d'entreprises ;
- Apports et fusions ;
- Evaluation et expertise indépendante ;
- Assistance dans le cadre de litiges.

Pour mener à bien ces missions, le cabinet emploie des collaborateurs, dont l'essentiel à un niveau d'expérience et d'expertise élevé dans chacune de ces spécialités.

Le cabinet FINEXSI est indépendant et n'appartient à aucun groupe ou réseau.



Liste des missions d'expertises indépendantes réalisées par le cabinet FINEXSI au cours des 18 derniers mois

Date	Cible	Initiateur	Banque(s) présentatrice(s)	Opération	Banque(s) conseil ⁽¹⁾
juil.-20	Technicolor	N/A	N/A	Augmentation de capital avec maintien du Droit Préférentiel de Souscription et augmentation de capital réservée à certains créanciers	Rothschild & Co
sept.-20	Devoteam	Castillon SAS	Crédit Agricole CIB	Offre Publique d'Achat (par les Fondateurs)	-
oct.-20	Sodifrance	Sopra Steria	Bryan Garnier & Co	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire	-
nov.-20	Bourbon	N/A	N/A	Augmentation de capital réservée aux créanciers	Lazard
déc.-20	Europcar Mobility Group	N/A	N/A	Augmentation de capital réservée et augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription	Rothschild & Co
janv.-21	Dalet	Dalet Holding	Alantra Capital Markets	Offre Publique d'Achat Simplifiée	-
mars-21	Vallourec	N/A	N/A	Projets d'Augmentation de capital avec maintien du Droit Préférentiel de Souscription et d'augmentation de capital réservée à certains créanciers	Rothschild & Co
mai-21	Tarkett	Tarkett Participations	BNPP, Crédit Agricole CIB, Rothschild Martin Maurel, Société Générale	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire	-
juin-21	Bourrellier Group	M14	Invest Securities	Offre Publique de Retrait	-
juin-21	Suez	Veolia	HSBC, Crédit Agricole CIB, Morgan Stanley, Bank of America	Offre Publique d'Achat	Goldman Sachs Rothschild & Co
juin-21	Bel	Unibel SA	BNP Paribas	Offre Publique de Retrait	Parella Weinberg Partners
juil.-21	SFL	Inmobiliaria Colonial	Morgan Stanley	Offre Publique Mixte Simplifiée	Natixis Partners
août-21	Genkyotex	Calliditas Therapeutics AB	Bryan, Garnier & Co	Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire	-
nov.-21	Prodware	Phast Invest	Banque Degroof Petercam	Offre Publique d'Achat	-
nov.-21	SQLI	DBAY Advisors	Messier & Associés	Offre Publique d'Achat	Rothschild & Co
déc.-21	LV Group	LVMH	Natixis	Offre Publique de Retrait	-
mai-22	Pierre & Vacances Center Parcs	N/A	N/A	Augmentation de capital réservée et augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription	
mai-22	Figeac Aero	N/A	N/A	Augmentation de capital réservée à Tikehau Ace Capital	N/A
mai-22	Ucar	Goa LCD (filiale de Cosmobilis)	Rothschild Martin Maurel	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire	Rothschild & Co
juil.-22	Nextstage	Nextstage Evergreen	BNP Paribas	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire	-
août-22	Technicolor Creative Studios	N/A	N/A	Introduction en Bourse et distribution simultanée de 65% des titres aux actionnaires de Technicolor	-
sept.-22	Cast	Financière Da Vinci	Bryan, Garnier & Co	Offre Publique d'Achat Simplifiée	-
oct.-22	Bluelinea	Apicil	CIC Market Solutions	Offre Publique d'Achat Simplifiée	-
oct.-22	EDF	Etat français	Goldman Sachs, Société Générale	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire	Lazard, BNP Paribas, Morgan Stanley

⁽¹⁾ : si différent de la banque présentatrice



Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers

FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER adhère à l'APEI (Association Professionnelle des Experts Indépendants), association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers en application de l'article 263-1 de son Règlement Général.

Par ailleurs, FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER applique des procédures visant à protéger l'indépendance du cabinet, éviter les situations de conflits d'intérêts et contrôler, sur chaque mission, la qualité des travaux réalisés et des rapports avant leur émission.

Montant de la rémunération perçue et nombre d'heures

Notre rémunération pour cette mission s'élève à 170 K€, hors taxes, frais et débours.

Description des diligences effectuées et programme de travail

Le programme de travail détaillé suivant a été mis en œuvre :

- 1 - Prise de connaissance de l'opération et acceptation de la mission ;
- 2 - Identification des risques et orientation de la mission ;
- 3 - Collecte des informations et des données nécessaires à la mission ;
- 4 - Appréciation du contexte de l'Offre :
 - Compréhension du processus ayant conduit à la réalisation de l'Opération : échange avec la Société et ses conseils ;
 - Prise de connaissance d'analyses sectorielles afin de mieux appréhender le marché et l'activité de la Société.
- 5 - Analyse de l'Opération et de la documentation juridique liée (Projet de Note d'Information) ;
- 6 - Prise de connaissance de la documentation comptable et financière de MANUTAN ;
- 7- Revue du plan d'affaires du Management et modélisation ;
- 8 - Analyse du cours de bourse :
 - Analyse du flottant et de la liquidité ;
 - Analyse de l'évolution du cours et de la volatilité.
- 9 - Mise en œuvre d'une valorisation par la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs ;
- 10 - Mise en œuvre d'une valorisation par la méthode analogique (comparables boursiers et transactions comparables) ;
- 11 - Analyse des objectifs de cours des analystes ;
- 12 - Analyse du Projet de Note d'Information et du rapport d'évaluation des Etablissements Présentateurs ;
- 13 - Revue indépendante ;



14 - Rédaction du rapport.

Rappel des principales réunions tenues :

13 septembre 2022	Réunion de lancement avec Brigitte AUFFRET, les Conseils de la Société et la Banque Présentatrice (DEGROOF PETERCAM)
19 septembre 2022	Réunion de présentation de la société et de son activité avec Brigitte AUFFRET, Pierre-Olivier BRIAL, les Conseils de la Société et les Banques Présentatrices (DEGROOF PETERCAM et CM-CIC)
20 septembre 2022	Réunion de travail sur les travaux préliminaires de valorisation réalisés par les Banques Présentatrices avec les Conseils de la Société
26 septembre 2022	Premier point d'étape avec le Comité ad hoc
5 octobre 2022	Réunion de présentation des travaux préliminaires de valorisation réalisés par FINEXSI avec les Conseils de la Société
26 octobre 2022	Nomination de FINEXSI en tant qu'expert indépendant
27 octobre 2022 - 17 novembre 2022	Réalisation des travaux d'évaluation, analyse de la documentation juridique
18 novembre 2022	Second point d'étape avec le comité ad hoc et présentation des travaux de valorisation.
19 novembre 2022 - 12 décembre 2022	Mise à jour des travaux d'évaluation et Rédaction du rapport d'attestation d'équité.
13 décembre 2022	Présentation de nos conclusions au Comité ad hoc
16 décembre 2022	Remise du rapport d'attestation d'équité

Liste des personnes rencontrées ou contactées

MANUTAN

- Monsieur Xavier GUICHARD, Directeur Général ;
- Madame Brigitte AUFFRET, Directrice Générale Déléguée ;
- Monsieur Pierre-Olivier BRIAL, Directeur Général Délégué.

Comité ad hoc de MANUTAN

- Monsieur Xavier GUICHARD, Directeur Général ;
- Madame Sophie RESPLANDY-BERNARD, Administratrice et membre du Comité d'audit ;
- Monsieur Jérôme LESCURE, Administrateur Président du Comité d'audit et membre du Comité de Nominations et des Rémunérations.



DEGROOF PETERCAM, Etablissement présentateur

- Monsieur Franck CEDDAHA, *Managing Partner* ;
- Monsieur Philippe PERSONNE, *Managing Director* ;
- Monsieur Dimitri DAYAN, *Vice-President* ;
- Monsieur Samuel BENAROSCH, Analyste.

TRANSACTIONS & COMPAGNIE, Conseil financier de la Société

- Monsieur François PAILLIER, Président fondateur.

Principales sources d'information utilisées

Informations communiquées par les différentes parties prenantes

- Rapports annuels 2017, 2018, 2019, 2020, 2021 et présentation des résultats 2022 de MANUTAN ;
- Plan d'affaires 2022-2027 de MANUTAN préparé par le Management ;
- Ensemble de la documentation relative à l'Opération ;
- Documentation juridique relative aux accords connexes (traités d'apport, Pacte d'associés de l'Initiateur, *term sheet* de SPRING HOLDING) ;
- Notes d'analystes suivant le titre avant l'Opération ;
- Rapport d'évaluation de MANUTAN des Etablissements Présentateurs ;
- Projet de Note d'Information ;
- Projet de note en réponse.

Informations de marché

- Cours de bourse, comparables boursiers, transactions comparables, consensus de marché : CAPITAL IQ, MERGERMARKET, EPSILON RESEARCH, rapports annuels et semestriels des sociétés comparables et notes d'analystes ;
- Données de marchés (taux sans risque, prime de risque, bêta, etc.) : CAPITAL IQ, ASSOCIES EN FINANCE, BANQUE DE FRANCE ;
- Autres : études XERFI.

Base de données

- CAPITAL IQ ;



- MERGERMARKET ;
- EPSILON RESEARCH ;
- XERFI.

Personnel associé à la réalisation de la mission

Le signataire, Monsieur Christophe LAMBERT (Associé), a été assisté de Monsieur Thomas LIBS (Senior Manager), Madame Muge BULUS (Senior Analyste) et Monsieur Paul COTTON (Analyste).

La revue qualité a été effectuée par Monsieur Jean-Marc BRICHET, Associé du cabinet, qui n'a pas participé aux travaux d'évaluation.

Il a été désigné au début de la mission et tenu informé des points d'attention ou difficultés identifiés au cours de la mission jusqu'à la sortie du rapport. Son rôle est de s'assurer du respect de la qualité des travaux et des bonnes pratiques en matière d'évaluation. Ses diligences ont principalement consisté en :

- La revue de la procédure d'acceptation de la mission et de l'évaluation de l'indépendance du cabinet ;
- La revue des travaux d'évaluation mis en œuvre par l'équipe et des conclusions issues de ces travaux ;
- La revue des documents permettant le fondement de l'opinion de l'associé signataire et l'appréciation du format et de la conclusion du rapport.

Ses travaux ont fait l'objet d'une formalisation écrite et d'échanges avec l'associé signataire.

Lettre de mission



All you need. With love.

Finexsi
A l'attention de Monsieur Christophe Lambert
14, rue de Bassano
75116 Paris

Mercredi 26 octobre 2022

Cher Monsieur,

Fondée en 1966 en France, et présente aujourd'hui dans 17 pays, Manutan International (la « **Société** » ou « **Manutan** ») est le leader européen de la distribution d'équipements et de fournitures aux entreprises et collectivités via l'e-commerce B2B. Manutan est contrôlée par la famille Guichard. Les actions de la Société sont admises aux négociations sur le compartiment B du marché réglementé d'Euronext Paris sous le Code ISIN FR0000032302.

Lors de sa réunion du 25 octobre 2022, le conseil d'administration de la Société a mis en place en son sein un comité *ad hoc* (le « **Comité** »), ayant pour mission d'examiner les termes et conditions du projet d'Offre qui serait initié par le groupe familial Guichard, suivie le cas échéant d'un retrait obligatoire, visant les actions de la Société au prix de 100 euros par action (l'« **Offre** »), assorti d'un complément de prix de 5 euros par action en cas d'atteinte par le groupe familial Guichard, à l'issue de l'Offre, du seuil de mise en œuvre du retrait obligatoire de 90% du capital et des droits de vote de la Société. La mission viserait également l'examen des accords ou éléments susceptibles d'avoir une incidence sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre, de suivre le déroulement de l'opération, de recommander un expert indépendant chargé d'établir un rapport sur les conditions financières du projet d'offre publique en application des articles 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF, de superviser les travaux de l'expert indépendant et d'émettre une recommandation d'avis motivé sur le projet d'Offre au Conseil d'administration.

Dans le cadre de la préparation du projet d'Offre, le conseil d'administration de la Société a procédé, le 26 octobre 2022, en application des dispositions de l'article 261-1, I, 1°, 2° et 4° et II du règlement général de l'AMF et sur recommandation du Comité, à la désignation du cabinet Finexsi, représenté par M. Christophe Lambert, en qualité d'expert indépendant, chargé de porter une appréciation sur l'évaluation du prix des actions de la Société, y compris dans le cadre d'un éventuel retrait obligatoire. C'est dans ce contexte que nous vous faisons parvenir cette lettre de mission.

Objectifs et cadre réglementaire de votre mission

Votre mission consistera en la remise d'un rapport d'expertise indépendante, qui comprendra en conclusion une attestation d'équité sur les conditions financières de l'Offre et répondant aux dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF, 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 la recommandation AMF n°2006-15 relative à l'expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières (la « **Mission** »).

Cette expertise indépendante vise à apprécier le prix des titres de la Société proposé aux actionnaires minoritaires et à vous prononcer sur l'équité des conditions financières de l'Offre. Il devra permettre au conseil d'administration de la Société d'apprécier les conditions financières de l'Offre afin de rendre un avis motivé.

Plus précisément, votre intervention est requise au titre des dispositions suivantes de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF :

- 261-1 I 1° dans la mesure où la société cible est déjà contrôlée par les Initiateurs avant le lancement de l'Offre ;



All you need. With love.

- 261-1 I 2° en raison de l'existence d'accords avec les Initiateurs susceptibles d'affecter l'indépendance des dirigeants de la Société ;
- 261-1 I 4° en raison de l'existence d'opérations connexes à l'Offre susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix de l'Offre ;
- 261-1 II en raison de la mise en œuvre d'un retrait obligatoire.

Calendrier envisagé de l'opération

Votre mission s'inscrira dans le calendrier suivant :

Fin-octobre 2022 : Début de la Mission

Début décembre 2022 : Présentation de votre projet de rapport finalisé

Semaine du 12 décembre 2022 : Remise de votre rapport définitif

19 décembre 2022 : Conseil d'administration de la Société émettant son avis motivé sur le projet d'Offre

Janvier 2022 : Collège de l'AMF

Nous avons compris de nos échanges que vous disposiez des ressources nécessaires pour accomplir cette mission dans les délais impartis, étant précisé que l'article 262-1 II du Règlement général de l'AMF 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 votre rapport.

Le calendrier prévu est conforme à ces délais.

Diligences à effectuer

Les diligences qui seront mises en œuvre par FINEXSI dans le cadre de la Mission comprendront notamment, conformément aux dispositions du Règlement général de l'AMF susvisé et de son instruction d'application n°2006-08 relative à l'expertise indépendante, elle-même complétée de la recommandation de l'AMF 2006-15 :

- des entretiens réguliers avec le management de la Société et le Comité ;
- la détermination et la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritères de la Société (analyse du cours de bourse, DCF, comparables boursiers, transactions comparables, objectifs de cours des analystes, transactions récentes sur le capital de la Société...) ;
- l'analyse critique du rapport d'évaluation préparé par les établissements présentateurs de l'Offre ;
- l'examen de l'incidence des accords et opérations connexes sur l'appréciation des termes de l'Offre, conformément aux alinéas 2 et 4 de l'article 261-1 I du Règlement général précité ;
- l'établissement d'un rapport dont la conclusion sera présentée sous forme d'une attestation d'équité ; et
- la gestion des potentiels échanges que vous pourriez avoir avec les actionnaires minoritaires et l'AMF.

Rémunération

La rémunération pour cette mission et l'ensemble des diligences effectuées par le cabinet Finexsi s'élève à 170 K€, hors taxes, frais et débours.



All you need. **With love.**

Conflit d'intérêt

Sur la base des informations portées à notre connaissance, nous comprenons que le cabinet FINEXSI, ainsi que ses associés, sont indépendants au sens des articles 261-1 et suivants du Règlement général de l'AMF et ne se trouvent notamment dans aucun des cas de conflit d'intérêts visés à l'article 1 de l'instruction AMF 2006-08 relative à l'expertise indépendante.

Veuillez agréer, cher Monsieur, en l'expression de nos salutations distinguées.



Xavier Guichard
Directeur général

Annexe 2

Addendum au rapport de l'Expert Indépendant



FINEXSI
EXPERT & CONSEIL FINANCIER

Addendum à l'attestation d'équité établie le
16 décembre 2022

Offre Publique d'Achat Simplifiée (OPAS) initiée par SPRING
HOLDING sur les titres de MANUTAN

13 janvier 2023



Nous avons établi le présent Addendum à notre attestation d'équité émise en date du 16 décembre 2022 (ci-après « l'Attestation d'équité » ou « le rapport ») afin de présenter notre analyse sur les commentaires reçus par l'AMF de la part d'un actionnaire minoritaire (ci-après « le courriel de l'actionnaire minoritaire »).

Dans son courriel du 27 décembre 2022, l'actionnaire minoritaire formule notamment des observations sur le rapport d'Attestation d'équité émis le 16 décembre 2022 par FINEXSI. Ces dernières sont réparties en 7 sections.

Il s'agit notamment :

- D'observations sur les parties 3 à 5 de l'Attestation d'équité : présentation de MANUTAN, environnement économique de MANUTAN, analyse financière de Manutan ;
- D'observations sur l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels ;
- D'observations sur les comparables boursiers ;
- D'observations sur les transactions comparables ;
- D'observations sur la conclusion ;
- D'observations sur la désignation et le calendrier des travaux ;
- D'observation sur la liste des personnes rencontrées ou contactées.

Le plan du présent Addendum en reprend l'ordre chronologique.

À l'exception des analyses complémentaires réalisées dans le présent Addendum, les autres éléments présentés dans notre attestation d'équité du 16 décembre 2022 demeurent inchangés et valables.

Un certain nombre de remarques présentes dans le courriel reçu ne concernent pas directement la présente offre et n'ont de fait pas d'incidence sur les conclusions de l'Attestation d'équité. Le présent Addendum se limitera à répondre aux commentaires de l'actionnaire minoritaire relatifs aux travaux d'évaluation de l'Expert et aux modalités de mise en œuvre de sa mission.

Le contenu de cet Addendum est présenté selon le plan suivant :

1 Commentaires reçus de la part d'un actionnaire minoritaire.....	3
1.1 Observations sur les parties 3 à 5 : Présentation de MANUTAN, environnement économique de MANUTAN, analyse financière de MANUTAN	3
1.2 Observations sur l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels	4
1.3 Observations sur les comparables boursiers.....	6
1.4 Observations sur les transactions comparables	7
1.5 Observations sur la conclusion.....	7
1.6 Observations sur la désignation et le calendrier des travaux de l'expert.....	7
1.7 Observation sur la liste des personnes rencontrées ou contactées	8
2 Conclusion	8



1 Commentaires reçus de la part d'un actionnaire minoritaire

1.1 Observations sur les parties 3 à 5 : Présentation de MANUTAN, environnement économique de MANUTAN, analyse financière de MANUTAN

L'actionnaire minoritaire questionne les travaux mis en œuvre par FINEXSI dans les parties 3 à 5 de son rapport.

Nous présentons ci-après nos commentaires.

■ Présentation et analyse de l'environnement économique de MANUTAN.

Il appartient à l'Expert de prendre connaissance de l'environnement de la société, d'analyser son positionnement dans son marché et sa trajectoire de croissance. Ces travaux de prise de connaissance et d'analyse ont été réalisés et sont développés dans le rapport.

Ils reposent notamment sur les comptes historiques issus de l'information publique, les études sectorielles externes disponibles s'agissant de la prise de connaissance du contexte économique.

Les travaux d'analyse menés sont suffisants et conformes aux pratiques de l'expertise indépendante.

■ Analyse Financière de MANUTAN.

Les pages évoquées présentent une analyse historique de l'évolution des agrégats financiers de la Société qui permettent au lecteur de comprendre la formation du résultat et les principales évolutions sur la période analysée.

La description du modèle économique de MANUTAN figure dans la partie sur la présentation de la Société (cf. 3.4.2 du rapport) où nous détaillons le mode d'approvisionnement, le cycle de productions et les circuits de distribution et les actions marketing. Quant à la sensibilité au cycle économique, nous avons relevé la résilience de la Société, dans la « Matrice SWOT » (cf. 4.5 du rapport) et dans la partie « Analyse financière » (cf. 5 du rapport). Concernant le poids de charges fixes par exemple, il a été analysé sur la base d'informations privilégiées transmises par la Société dans le cadre de nos travaux d'analyse des indicateurs de profitabilité opérationnelle. Ces informations privilégiées et détaillées n'ont pas été reprises dans notre rapport compte tenu de leur caractère non public.

Il s'agit d'une présentation des postes du bilan de la Société qui permet au lecteur d'en comprendre les principales évolutions sur la période analysée. Les pages 28 et 29 présentent l'évolution détaillée des indicateurs financiers de la société (BFR, Dette nette) repris dans les travaux d'évaluation qui suivent.

En conclusion, on peut relever les analyses et présentations sont synthétiques et ont effectivement contribué à l'appréciation de la valeur de la Société.



1.2 Observations sur l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels

L'actionnaire minoritaire questionne certains points relatifs aux travaux mis en œuvre par l'Expert dans la partie de son rapport consacrée à l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels. Il considère que les travaux de l'Expert conduisent à une sous-estimation de la valeur de la Société en raison d'une mauvaise appréciation du plan d'affaires, de la nature du flux terminal et des paramètres qui le constituent et de la méthodologie employée pour déterminer le taux d'actualisation.

Nous présentons ci-après nos commentaires.

■ **Appréciation du Plan d'affaires**

- Processus d'établissement du Plan d'affaires

Le plan d'affaires a été réalisé par le Management pour les besoins de l'Opération. Ce plan a été préparé en se basant sur des taux de croissance, taux de marge et évolution des Opex sur la performance historique du Groupe. On rappelle qu'il a été établi sous la supervision de principaux membres du Conseil d'administration (Directeur Général et Directeurs Généraux délégués).

Par ailleurs, nous rappelons que l'Expert a présenté aux membres du Comité *ad hoc* de manière détaillée son analyse du plan d'affaires et des hypothèses de construction.

Enfin, on rappelle le Management de la Société a confirmé par une lettre d'affirmation à l'Expert que le plan d'affaires représente la meilleure estimation concernant les perspectives de la Société.

Croissance de l'activité

Rappelons que le plan d'affaires a été établi au cours du mois de septembre 2022 et tient compte de la performance de l'exercice clos au 30 septembre 2022. Le taux de croissance annuel composé entre 2017 et 2021 est en ligne avec celui retenu dans le plan d'affaires pour les exercices 2023 à 2027, soit 4%. Ce dernier est conforme aux performances historiques du Groupe au moment de l'établissement des prévisions. Nous rappelons également que la croissance du chiffre d'affaires en 2022 de 10% a été en réalité particulièrement forte aux deuxième et troisième trimestres de l'exercice (18,1% et 15,3%) en raison d'un effet de base lié à l'incidence des conséquences de la pandémie Covid 19 notamment, avant finalement de ralentir significativement au quatrième trimestre où elle s'établit à 4,3%, soit un taux proche de la croissance annuelle moyenne des exercices prévisionnels suivants.

Par ailleurs, nous rappelons que l'évolution du PIB en volume sur les 3 premiers trimestres de l'exercice 2022 s'établit respectivement à -0,2%, 0,5% et 0,2%, ce qui témoigne d'une très faible croissance économique sur la période récente. Selon l'INSEE, les prix à la consommation ont augmenté de 5,9% en 2022. Au regard de la très faible croissance en volume actuelle, la combinaison des effets prix (en fonction de l'inflation) et volume (fonction de la croissance du PIB) serait proche de la croissance attendue de la Société en 2023.

- Marge d'exploitation

La Société prévoit une marge d'EBITDA très proche de sa moyenne historique (2017-2022). Au regard de la faible volatilité des résultats historiques, cette hypothèse nous est apparue cohérente. En effet, la Société anticipe notamment une augmentation des dépenses sur la plateforme



technologique pour supporter la croissance à venir et gagner en automatisation (flexibilisation accrue de la structure de coûts) – c'est un élément majeur de sa stratégie.

Par ailleurs, comme il est précisé dans le rapport, FINEXSI n'a pas tenu compte des aléas inclus dans le plan d'affaires communiqué par le Management.

■ Flux normatif

La logique des extrapolations est de diminuer graduellement la croissance de la Société afin d'atterrir à une croissance normative. C'est précisément ce qui a été réalisé à travers le travail d'extrapolation qui permet d'amener le taux de croissance de la dernière année d'extrapolation (2027) du plan d'affaires à un niveau proche de celui retenu pour la valeur terminale.

Il convient de préciser que le taux de croissance 1,9% retenu pour la valeur terminale n'est pas basé sur la prévision de croissance en volume du PIB français en 2024. Comme expliqué dans le rapport, il correspond à un mix des revenus provenant des Divisions « Entreprises » et « Collectivités » :

- Division « Entreprises » : une croissance de 2,0% en lien avec le taux d'inflation attendu à long terme par le FMI sur la zone Euro (1,85%).
- Division « Collectivités » : une croissance de 1,5%, soit 0,5% inférieure à celle de la division « Entreprises » justifiée par la performance historique de cette division qui reste assez stable (TCAC d'environ 0% entre 2017 et 2021).

C'est à titre d'information et de recoupement que nous avons indiqué dans notre rapport que le taux de 1,9% est cohérent avec le taux de croissance du PIB en France en 2024 (1,8%).

Concernant la valeur terminale, rappelons qu'elle a pour but de capturer tous les flux futurs de la Société à partir de la dernière année d'extrapolation et jusqu'à l'infini. Donc, le taux de croissance à l'infini doit tenir compte d'une hypothèse de croissance à long terme à la date d'évaluation. Par principe, la valeur terminale indique que la Société a atteint son niveau de maturité et donc qu'elle doit croître à un taux constant.

Rappelons également que le taux de croissance à l'infini s'applique à un flux de trésorerie (et non pas au seul chiffre d'affaires) et intègre la croissance combinée des revenus et des charges.

Au cas d'espèce, le taux de croissance à l'infini retenu (1,9%) apparaît cohérent avec ceux observés actuellement dans différents contextes d'évaluation (expertises indépendantes, transactions, etc.).

Notre rapport intègre également une sensibilité à ce taux dans une fourchette de 1,4% à 2,4% (cf. page 39), de sorte que le lecteur est en mesure d'apprécier l'incidence de ce paramètre sur la valeur de l'action MANUTAN.

L'activité de la Société nécessite des espaces de stockage et par conséquent l'accroissement de leur nombre dès lors que l'activité progresse. Pour cette raison, en tenant compte d'une croissance du chiffre d'affaires à l'infini, il nous semble pertinent de retenir l'hypothèse que la Société fera face à un besoin de renouvellement d'entrepôts que nous avons modélisé pour déterminer le niveau



d'investissement normatif. L'hypothèse retenue d'un montant d'investissement de renouvellement dans le flux terminal est donc cohérente de notre point de vue.

■ Taux d'actualisation

MANUTAN est une société mature en situation de trésorerie nette depuis plusieurs exercices. Son activité future ne nécessite pas par ailleurs un recours à un endettement.

C'est en fait l'initiateur de l'Offre qui va recourir à un financement externe et non la Société elle-même.

Pour cette raison, retenir le coût des fonds propres est ici l'hypothèse pertinente traduisant la réalité de la situation de la Société.

Notre calcul de prime de taille se base sur les tables de *Duff&Phelps* en date du 31 décembre 2021, lesquelles sont les dernières tables disponibles à la date d'établissement de notre rapport.

Au-delà de la détermination et de la justification des différents paramètres du taux d'actualisation, il convient de veiller à sa cohérence par rapport à la vision du marché. Au cas d'espèce, le WACC de 10,2% retenu apparaît cohérent avec ceux considérés par les analystes suivant le titre MANUTAN, qui s'inscrivent dans une fourchette de 9% (ID Midcap) à 9,5% (Gilbert Dupont) du fait que ces taux sont établis à des dates antérieures (octobre 2022 et mai 2022) à celui de Finexsi (7 décembre 2022), étant rappelé que le contexte de ralentissement économique et surtout la hausse des taux ont eu des effets haussiers significatifs sur ce paramètre d'évaluation. Enfin, on rappelle que la médiane des objectifs de cours des analystes est à 85€ contre une valeur centrale DCF de 89,3€ dans nos travaux.

Ainsi, pour l'ensemble des raisons évoquées ci-avant, la valeur par action ne doit pas être rectifiée et en conséquence, le prix d'Offre extériorise donc bien une prime sur cette dernière.

1.3 Observations sur les comparables boursiers

L'actionnaire minoritaire critique la méthodologie mise en œuvre par FINEXSI dans la partie de son rapport consacrée à l'évaluation par les multiples boursiers. Il lui reproche le choix de la date de calcul des multiples qui aurait pour conséquence une sous-estimation de la valeur de la Société.

Nous nous sommes placés avant annonce de l'Offre de façon à ce que les cours de sociétés comparables n'aient pu être influencés par l'annonce de l'Offre, laquelle induit une prime significative sur le cours de bourse de la Société.

Par ailleurs, nous avons aussi effectué un exercice sur une date plus proche au 7 décembre 2022. Les valeurs ont changé d'une manière assez négligeable, puisque la fourchette de valeur est de 90,2€ à 93,5€ par action sur la base des multiples calculés au 7 décembre contre une fourchette de 89,6€ à 91,8€ par action retenue dans notre rapport. L'impact d'une telle mise à jour est donc non significatif sur la valeur. C'est pourquoi nous n'avons pas présenté cette mise à jour, qui ne remet pas en cause les conclusions de notre rapport.



1.4 Observations sur les transactions comparables

L'actionnaire minoritaire questionne la méthodologie mise en œuvre par FINEXSI dans la partie de son rapport consacrée à l'évaluation par les multiples de transactions comparables. Il lui reproche le choix des agrégats retenus et leur application aux multiples. En conséquence, seule la valeur de 104,6€ devrait être utilisée comme référence de valorisation.

Le multiple médian des transactions observées sur la période 2015-2020 est appliqué aux résultats 2021 et 2022 de la Société, ce qui selon nous correspond aux années N-1 et N.

La valeur de 104,6€ correspondant à l'utilisation de l'EBIT 2022 est bien présente dans notre fourchette de valorisation¹ et nous précisons en conséquence que le prix d'Offre de 100€ extériorise une décote sur cette valeur, ce qui n'est pas le cas en incluant le complément de prix dans le cadre d'un retrait obligatoire. Dans ce cas, le prix offert extériorise une légère prime.

1.5 Observations sur la conclusion

L'actionnaire minoritaire critique la conclusion de FINEXSI concernant le caractère équitable du prix d'Offre qui ne peut pas être retenue, car les résultats de la méthode des DCF, des comparables boursiers et des transactions comparables devraient, selon son analyse, faire apparaître une décote par rapport au prix d'Offre.

L'actionnaire minoritaire reproche précisément à FINEXSI de suggérer que la mise en œuvre du DCF ne tiendrait pas compte du risque d'exécution du plan d'affaires.

Nous ne suggérons pas, mais nous constatons que le prix d'Offre est supérieur à la valeur obtenue par DCF, ce qui permet de constater qu'apporter à l'Offre permet à l'actionnaire de bénéficier d'un prix supérieur à la valeur selon l'approche DCF fondé sur le plan d'affaires sans avoir à supporter le risque d'exécution inhérent à ce dernier.

De plus, nous avons indiqué dans notre rapport que plusieurs millions d'euros d'aléas intégrés initialement dans le plan d'affaires préparé par le Management n'ont pas été retenus par FINEXSI dans le cadre de ses travaux d'évaluation. C'est aussi la démonstration qu'une partie des risques d'exécution, bien que pris en compte par le Management, n'est pas factorisée dans le plan d'affaires retenu par FINEXSI, ce qui est favorable à l'actionnaire.

Notre conclusion n'a donc pas lieu d'être modifiée.

1.6 Observations sur la désignation et le calendrier des travaux de l'expert

L'actionnaire minoritaire questionne le déroulement des travaux de l'expert entre le 5 octobre, date de présentation des travaux préliminaires de FINEXSI, et le 26 octobre, date de désignation de l'expert par le Conseil d'administration.

Comme cela est précisé dans notre rapport, la réunion du 5 octobre 2022 avec les membres du Comité *ad hoc* s'est limitée à présenter des travaux préliminaires servant de base à notre évaluation de la Société. Cette réunion n'avait donc qu'un caractère informatif et a servi à un échange pour les besoins de réalisation de nos travaux d'évaluation.

¹ Cf. pages 45 et 46 de notre rapport du 16 décembre 2022.



1.7 Observation sur la liste des personnes rencontrées ou contactées

Nous précisons que la banque DEGROOF était notre principal interlocuteur sur les travaux d'évaluation des banques présentatrices. CIC MARKET SOLUTIONS a participé à deux réunions de travail des banques présentatrices avec l'Expert les 19 et 20 septembre 2022 (notamment Messieurs Thibault SIMONNET et Bruno GAHERI) en présence de DEGROOF PETERCAM.

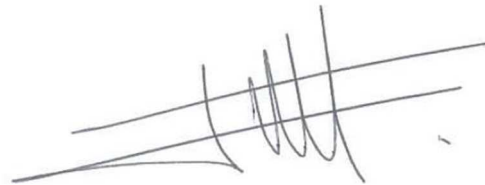
2 Conclusion

Dans ces conditions, l'analyse des commentaires du courrier du 27 décembre 2022 de l'actionnaire minoritaire n'est pas de nature à modifier notre conclusion sur le caractère équitable de l'Offre d'un point de vue financier.

En conséquence, nous confirmons la conclusion de notre Attestation d'équité du 16 décembre 2023 quant au caractère équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de MANUTAN du prix d'Offre de 100 € par action MANUTAN. Ce prix d'Offre serait également équitable en cas de mise en œuvre du Retrait Obligatoire. Nous rappelons qu'en cas de mise en œuvre de celui-ci, l'ensemble des actionnaires bénéficieront d'un complément de prix de 5€ par action, soit un prix offert de 105 € par action que nous considérons donc comme équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de MANUTAN si le Retrait Obligatoire devait être mis en œuvre.

Fait à Paris, le 13 janvier 2023

FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER



Christophe LAMBERT
Associé