

*Ce projet d'Offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers*

## PROJET DE NOTE D'INFORMATION ETABLI PAR LA SOCIETE



### EN REPONSE AU PROJET D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE TIPIAK

INITIEE PAR LA SOCIETE  
C2 DEVELOPPEMENT

PRESENTEE PAR



Etablissement présentateur garant



Le présent projet de note en réponse (le « **Projet de Note en Réponse** ») a été établi et déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») le 6 juin 2024, conformément aux dispositions des articles 231-19 et 231-26 du règlement général de l'AMF.

**Le projet d'Offre, le Projet de Note d'Information, et le présent Projet de Note en Réponse restent soumis à l'examen de l'AMF.**

#### AVIS IMPORTANT

En application des articles 231-19 et 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet Ledouble, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans le présent Projet de Note en Réponse.

Le Projet de Note en Réponse est disponible sur les sites Internet de l'AMF ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)) ainsi que sur le site internet de la société Tipiak (<https://groupe.tipiak.fr>) et peut être obtenu sans frais auprès de :

#### TIPIAK

domaine d'activités aéroportuaire de Nantes Atlantique  
44860 Saint-Aignan de Grand Lieu

Conformément à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de Tipiak seront déposées auprès de l'AMF et mises à disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique d'achat simplifiée, selon les mêmes modalités.

Un communiqué de presse sera diffusé, au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre, pour informer le public des modalités de mise à disposition de ces informations.

## TABLE DES MATIÈRES

	<b>Page</b>
<b>1. RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES ET CONDITIONS DE L'OFFRE</b> .....	<b>4</b>
1.1 Présentation de l'Offre .....	4
1.2 Contexte et motifs de l'Offre.....	5
1.2.1. Présentation de l'Initiateur.....	5
1.2.2. Acquisition des Blocs .....	5
1.2.3. Répartition du capital social et des droits de vote de la Société .....	7
1.2.4. Actions attribuées gratuitement à la Société.....	8
1.2.5. Options de la Société .....	9
1.2.6. Gouvernance de la Société.....	9
1.2.7. Déclarations de franchissement de seuils et d'intentions.....	10
1.2.8. Acquisition d'actions pendant les 12 mois précédent l'Acquisition des Blocs .....	10
1.2.9. Rapport de l'expert indépendant.....	11
1.2.10. Data room .....	11
1.2.11. Motifs de l'Offre.....	11
1.3 Principales caractéristiques de l'Offre.....	12
1.3.1. Principaux termes de l'Offre.....	12
1.3.2. Nombre et nature des titres visés par l'Offre .....	12
1.3.3. Situation des titulaires d'Actions Gratuites .....	13
1.3.4. Situation des titulaires d'Options.....	13
1.3.5. Autorisations réglementaires .....	14
1.3.6. Retrait obligatoire à l'issue de l'Offre .....	14
1.4 Procédure d'apport à l'Offre .....	14
1.5 Modalités de l'Offre .....	15
1.6 Calendrier indicatif de l'Offre.....	16
1.7 Restrictions concernant l'Offre à l'étranger .....	17
<b>2. AVIS DU CONSEIL D'ADMINISTRATION</b> .....	<b>18</b>
<b>3. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION</b> .....	<b>24</b>
<b>4. INTENTIONS DE LA SOCIÉTÉ CONCERNANT LES ACTIONS AUTO- DETENUES</b> .....	<b>25</b>
<b>5. AVIS DU COMITE SOCIAL ET ECONOMIQUE</b> .....	<b>25</b>
<b>6. AVIS DE L'EXPERT INDEPENDANT</b> .....	<b>25</b>
<b>7. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE</b> .....	<b>26</b>
7.1 Accords de Liquidité .....	26
<b>8. ÉLÉMENTS RELATIFS A LA SOCIÉTÉ SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE</b> .....	<b>27</b>

8.1	Structure du capital de la Société .....	27
8.2	Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions .....	27
8.3	Clauses de conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce .....	27
8.4	Participations directes ou indirectes dans le capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil ou d'une déclaration d'opération sur titres .....	28
8.5	Droits de contrôle spéciaux .....	28
8.6	Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionariat du personnel .....	28
8.7	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts de la Société .....	28
8.7.1.	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration .....	28
8.7.2.	Règles applicables à la modification des statuts de la Société .....	29
8.8	Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier en ce qui concerne l'émission ou le rachat d'actions .....	29
8.9	Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société .....	30
8.10	Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique d'achat ou d'échange .....	30
<b>9.</b>	<b>INFORMATIONS COMPLÉMENTAIRES CONCERNANT LA SOCIÉTÉ .....</b>	<b>30</b>
<b>10.</b>	<b>PERSONNE ASSUMANT LA RESPONSABILITE DU PROJET DE NOTE EN RÉPONSE .....</b>	<b>31</b>

## 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 dispositions des articles 233-1, 2°, et 234-2 du règlement général de l'AMF, la société C2 Développement, société par actions simplifiée au capital de 200.000.000 euros, dont le siège social est situé à La Noëlle, Ancenis-Saint-Géréon (44150), France, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nantes sous le numéro 334 270 071 (« **C2 Développement** » ou l'« **Initiateur** »), propose de manière irrévocable aux actionnaires de Tipiak, société anonyme au capital de 2.756.940 euros, dont le siège social est situé domaine d'Activités Aéroportuaire de Nantes Atlantique, Saint-Aignan de Grand Lieu (44860), France, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nantes sous le numéro 301 691 655 (« **Tipiak** » ou la « **Société** »), et dont les actions sont admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext à Paris sous le code ISIN FR0000066482, *mnémonique* TIPI, d'acquérir en numéraire la totalité de leurs actions Tipiak dans le cadre d'une offre publique d'achat simplifiée dans les conditions décrites ci-après (l'« **Offre** »), au prix de 88 euros par action (le « **Prix de l'Offre** »).

L'Offre fait suite à l'acquisition par l'Initiateur, le 4 juin 2024, conformément au Contrat d'Acquisition (tel que ce terme est défini à la section 1.2.2 du Projet de Note en Réponse), par voie de cessions de blocs hors marchés, auprès des principaux actionnaires de la Société (les « **Cédants** »), respectivement de<sup>1</sup> :

- 324.101 actions, représentant 35,27 % du capital de la Société et 35,27 % des droits de vote théoriques de la Société, détenues par Maison Groult ;
- 319.572 actions, représentant 34,77 % du capital de la Société et 34,77 % des droits de vote théoriques de la Société, détenues par Société De Gestion Billard ; et
- 68.820 actions, représentant 7,49 % du capital de la Société et 7,49 % des droits de vote théoriques de la Société, détenues par Monsieur Grouès,

pour un prix de 82 euros par action de la Société (l'« **Acquisition des Blocs** »).

A la suite de l'Acquisition des Blocs, l'Initiateur détient, à la date du dépôt du Projet de Note en Réponse, 712.493 actions représentant 77,53 % du capital et 77,53 % des droits de vote théoriques de la Société sur la base d'un nombre total de 918.980 actions représentant 918.980 droits de vote théoriques en application de l'article 223-11, I, alinéa 2 du règlement général de l'AMF.

Conformément à l'article 231-6 du règlement général de l'AMF, l'Offre porte sur la totalité des actions de la Société non détenues par l'Initiateur qui seront d'ores et déjà émises à cette date, à l'exclusion des 5.000 Actions Gratuites En Période de Conservation (tel que ce terme est défini à la section 1.3.3 du Projet de Note en Réponse), assimilées aux actions détenues par l'Initiateur en application de l'article L. 233-9-I, 4° du Code de commerce, soit, à la connaissance de la Société, à la date du Projet de Note en Réponse, et en prenant en compte la Cession Projetée (tel que ce terme est défini à la section 1.2.5 du Projet de Note en Réponse) des 7.141 actions de la Société, un nombre total maximum de 208.628 actions de la Société visées par l'Offre, représentant, à la connaissance de la Société, environ 22,70 % du capital et des droits de vote de la Société<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> Les pourcentages ci-dessous ont été calculés sur la base, au 21 décembre 2023, d'un nombre total de 918.980 actions existantes de la Société et autant de droits de vote théoriques, conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

<sup>2</sup> Sur la base, au 6 juin 2024, d'un nombre total de 918.980 actions existantes de la Société et autant de droits de vote théoriques, conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

A la connaissance de la Société, à la date du Projet de Note en Réponse, il n'existe pas d'autres titres de capital ou d'instruments financiers pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société autres que les actions de la Société en circulation, les Actions Gratuites En Période d'Acquisition (tel que ce terme est défini à la section 1.3.3 du Projet de Note en Réponse).

Conformément aux dispositions de l'article L. 433-3, I du Code monétaire et financier et de l'article 234-2 du règlement général de l'AMF, l'Offre revêt un caractère obligatoire compte tenu du franchissement du seuil de 30 % du capital social et des droits de vote de la Société par l'Initiateur à la date de réalisation de l'Acquisition des Blocs. L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée, conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF et sera ouverte pour une durée de quinze (15) jours de négociation.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13, I du règlement général de l'AMF, le Crédit Industriel et Commercial, agissant en qualité de banque présentatrice de l'Offre pour le compte de l'Initiateur (ci-après l'« **Établissement Présentateur** »), a déposé l'Offre et le projet de note d'information auprès de l'AMF le 6 juin 2024 (le « **Projet de Note d'Information** »). L'Établissement Présentateur garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

## **1.2 Contexte et motifs de l'Offre**

### **1.2.1. Présentation de l'Initiateur**

L'initiateur est une filiale à 100 % de la société Terrena, une société coopérative agricole, société-mère du groupe Terrena, dont le capital est détenu par environ 20.117 exploitants agricoles et d'autres coopératives (associés coopérateurs), dont le siège social est situé à La Noëlle, Ancenis-Saint-Géréon (44150), France, et qui est immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nantes sous le numéro 429 707 292 (« **Terrena**. »).

Terrena est également le représentant légal (*i.e.* le président) de l'Initiateur.

Terrena n'est contrôlée par aucune autre entreprise et est la société-mère ultime du groupe Terrena.

Les filiales du groupe Terrena opèrent sur tout le territoire français. La société Terrena n'opère, quant à elle, que sur sa circonscription territoriale située sur tout ou parties des régions suivantes : Centre Val de Loire, Pays de la Loire, Normandie, Bretagne et Nouvelle Aquitaine.

En 2023, le groupe Terrena a réalisé un chiffre d'affaires total de 5,495 millions d'euros, dont 4,941 millions d'euros en France, 397 millions d'euros en Union Européenne (hors France) et 157 millions d'euros hors Union Européenne.

### **1.2.2. Acquisition des Blocs**

Le 27 octobre 2023, à la suite des discussions intervenues entre l'Initiateur et les Cédants au cours desquelles la Société a mis à disposition de l'Initiateur un certain nombre d'informations la concernant dans le cadre d'une procédure dite de « *data room* » conformément aux recommandations de l'AMF sur les procédures de *data room* figurant dans le Guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée (Position - Recommandation DOC-2016-08), l'Initiateur et les Cédants sont entrés en négociations exclusives en vue de l'acquisition par l'Initiateur de l'intégralité des actions de la Société détenues par les Cédants, représentant alors environ 77,95 % du capital de la Société, au prix de 88 euros par action. L'entrée en négociations exclusives a fait l'objet de communiqués de presse publiés par l'Initiateur et la Société le 27 octobre 2023.

Le 27 octobre 2023, le conseil d'administration de la Société a accueilli favorablement à l'unanimité le principe de l'opération annoncée, sans préjudice de l'examen ultérieur de la documentation relative à l'Offre et de l'avis motivé formulé par le conseil d'administration sur l'Offre après réception de l'avis de l'expert indépendant.

L'Initiateur et la Société ont alors engagé les procédures d'information et de consultation de leurs instances représentatives du personnel. Ces procédures ont été achevées par la remise de l'avis par les instances représentatives du personnel de Terrena et des sociétés du groupe Tipiak respectivement le 12 décembre 2023 et le 21 décembre 2023.

Le 30 novembre 2023, la Société a publié un communiqué de presse d'avertissement sur résultats (« *profit warning* ») afin d'informer le marché des conséquences de la baisse de la consommation et de la demande de ses clients sur son activité, ainsi que de la réactualisation de ses prévisions de vente pour l'année 2023. Connaissance prise de ces informations, les Cédants et l'Initiateur ont décidé de poursuivre leurs négociations exclusives en vue de l'acquisition par l'Initiateur auprès des Cédants d'une participation représentant alors environ 77,95 % du capital de la Société à un prix révisé de 82 euros par action, en lieu et place du prix de 88 euros par action initialement envisagé dans le communiqué de presse du 27 octobre 2023 susmentionné, étant toutefois précisé que l'Initiateur a indiqué l'intention de maintenir à 88 euros le prix par action proposé dans le cadre de l'Offre en cas de réalisation de l'Acquisition des Blocs.

Le 13 décembre 2023, à la suite de l'avis remis par les instances représentatives du personnel de l'Initiateur, ce dernier a remis aux Cédants une offre ferme et irrévocable d'acquérir la participation détenue par les Cédants représentant alors environ 77,95 % du capital et des droits de vote de la Société, sur la base à date d'un nombre total de 913.980 actions représentant 913.980 droits de vote théoriques en application de l'article 223-11, I, alinéa 2 du règlement général de l'AMF, à un prix de 82 euros par action.

Le 21 décembre 2023, à la suite de l'avis remis par les instances représentatives du personnel des sociétés du groupe Tipiak, l'Initiateur et les Cédants ont conclu un contrat portant sur l'Acquisition des Blocs (représentant environ 77,53 % du capital et des droits de vote de la Société sur la base d'un nombre total de 918.980 actions représentant 918.980 droits de vote théoriques en application de l'article 223-11, I, alinéa 2 du règlement général de l'AMF, et non plus 77,95 % en raison d'une augmentation de capital dilutive de la Société réalisée le 15 décembre 2023) à un prix de 82 euros par action (le « **Contrat d'Acquisition** »). La signature du Contrat d'Acquisition a fait l'objet d'un communiqué de presse de la Société le jour même.

Le 13 décembre 2023, le conseil d'administration de la Société a désigné le cabinet Ledouble représenté par mesdames Agnès Piniot et Stéphanie Guillaumin en qualité d'expert indépendant chargé d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre et d'un éventuel retrait obligatoire et de présenter ses conclusions sous la forme d'une attestation d'équité, conformément aux articles 262-1 et suivants du règlement général de l'AMF, à l'instruction AMF 2006-08 et à la recommandation AMF 2006-15. Conformément à l'article 261-1-1 du règlement général de l'AMF, la Société n'étant pas en mesure de constituer un comité *ad hoc*, la désignation de l'expert indépendant a fait l'objet d'une décision de non-opposition par l'AMF rendue le 17 janvier 2024.

L'annonce de la désignation de l'expert indépendant et de la décision de non-opposition de l'AMF a été réalisée par voie de communiqué de presse de la Société le 30 janvier 2024. Ce communiqué de presse a annoncé également, entre autres, le chiffre d'affaires 2023.

Le Contrat d'Acquisition contient des engagements usuels relatifs à (i) la gestion concernant la Société et ses filiales et (ii) la coopération réciproque des parties en matière de préparation de l'Offre.

Le Contrat d'Acquisition ne contient aucune clause de complément de prix ou assimilable à un complément de prix ni aucun mécanisme de réinvestissement des Cédants dans la Société ou une société du groupe de l'Initiateur.

L'Acquisition des Blocs était subordonnée à l'obtention des autorisations réglementaires requises en matière de contrôle des concentrations en France.

Le 23 mai 2024, la condition suspensive stipulée dans le Contrat d'Acquisition relative à l'obtention de l'autorisation préalable de l'Autorité de la concurrence ayant été levée, l'Initiateur a, le 4 juin 2024, procédé à la réalisation de l'Acquisition des Blocs.

L'Initiateur n'ayant procédé, directement ou indirectement, à aucune acquisition d'actions de la Société au cours des douze derniers mois précédant la réalisation de l'Acquisition des Blocs, l'Initiateur détient, à la suite de la réalisation de l'Acquisition des Blocs, 712.493 actions de la Société et autant de droits de vote, soit 77,53 % du capital et des droits de vote de la Société<sup>3</sup>.

La réalisation de l'Acquisition des Blocs a fait l'objet d'un communiqué de presse publié par Terrena et la Société le 4 juin 2024, dans lequel la mise en œuvre de la présente Offre obligatoire au prix de 88 euros par action a été annoncée.

Le 3 juin 2024, le conseil d'administration de la Société a considéré, connaissance prise du rapport de l'expert indépendant, que l'Offre est dans l'intérêt de la Société, des actionnaires et des salariés. En conséquence, le conseil d'administration de la Société a émis un avis favorable sur l'Offre et a recommandé aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre, laquelle revêt donc un caractère amical.

### 1.2.3. Répartition du capital social et des droits de vote de la Société

A la connaissance de la Société et à la date du Projet de Note en Réponse, le capital social de la Société s'élève à 2.756.940 euros, divisé en 918.980 actions ordinaires d'une valeur nominale de 3 euros chacune.

(a) Répartition du capital et des droits de vote de la Société préalablement à l'Acquisition des Blocs

A la connaissance de la Société, le tableau ci-dessous présente la répartition du capital et des droits de vote théoriques de la Société préalablement à l'Acquisition des Blocs (sur la base d'un nombre total de 918.980 actions existantes de la Société et autant de droits de vote théoriques) :

Actionnariat	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote théoriques <sup>4</sup>	Pourcentage de droits de vote théoriques
Cédants	712.493	77,53	712.493	77,53
Fonds Commun de Placement des salariés	20.843	2,27	20.843	2,27
Actions auto-détenues	31.969	3,49	31.969	3,49
Flottant	153.675	16,72	153.675	16,72
<b>Total</b>	<b>918.980</b>	<b>100</b>	<b>918.980</b>	<b>100</b>

<sup>3</sup> Sur la base, au 6 juin 2024, d'un nombre total de 918.980 actions existantes de la Société et autant de droits de vote théoriques, conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

<sup>4</sup> Conformément l'article 223-11 du règlement général de l'AMF, le nombre de droits de vote est calculé sur la base des actions auxquelles sont rattachés des droits de vote, en ce compris les actions auto-détenues dépourvues de droits de vote.

(b) Répartition du capital et des droits de vote de la Société à la date du Projet de Note en Réponse, à la suite de l'Acquisition des Blocs et de la conclusion des Accords de Liquidité

A la connaissance de la Société, le tableau ci-dessous présente la répartition du capital et des droits de vote théoriques de la Société à la date du Projet de Note en Réponse, à la suite de l'Acquisition des Blocs et de la conclusion des Accords de Liquidité (sur la base d'un nombre total de 918.980 actions existantes de la Société et autant de droits de vote théoriques)<sup>5</sup> :

Actionnariat	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote théoriques <sup>6</sup>	Pourcentage de droits de vote théoriques
Initiateur	712.493	77,53	712.493	77,53
Actions Gratuites En Période de Conservation assimilées aux actions de l'Initiateur <sup>7</sup>	5.000	0,54	5.000	0,54
<b>Sous-Total</b>	<b>717.493</b>	<b>78,07</b>	<b>717.493</b>	<b>78,07</b>
Fonds Commun de Placement des salariés	20.843	2,27	20.843	2,27
Flottant	180.644	19,66	180.644	19,66
<b>Total</b>	<b>918.980</b>	<b>100</b>	<b>918.980</b>	<b>100</b>

A la connaissance de la Société, à la date du Projet de Note en Réponse, il n'existe pas d'autres titres de capital ou d'instruments financiers pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société autres que les actions de la Société en circulation, les Actions Gratuites En Période d'Acquisition (tel que ce terme est défini à la section 1.3.3 du Projet de Note en Réponse).

#### 1.2.4. Actions attribuées gratuitement à la Société

À la connaissance de la Société, à la date du Projet de Note en Réponse, il existe au sein de la Société :

- 4.000 Actions Gratuites En Période d'Acquisition (tel que ce terme est défini à la section 1.3.3 du Projet de Note en Réponse) ; et
- 5.000 Actions Gratuites En Période de Conservation (tel que ce terme est défini à la section 1.3.3 du Projet de Note en Réponse).

Les Actions Gratuites En Période d'Acquisition et les Actions Gratuites En Période de Conservation sont indisponibles à la date du Projet de Note en Réponse et le demeureront jusqu'à la date de clôture de l'Offre.

La situation des titulaires d'Actions Gratuites est décrite en détail à la section 1.3.3 du Projet de Note en Réponse.

<sup>5</sup> Concomitamment à l'Acquisition des Blocs, les 31.969 actions auto-détenues ont été utilisées par la Société pour servir la levée, par leurs titulaires, d'autant d'Options conformément à la Convention Tripartite.

<sup>6</sup> Conformément l'article 223-11 du règlement général de l'AMF, le nombre de droits de vote est calculé sur la base des actions auxquelles sont rattachés des droits de vote.

<sup>7</sup> En application de l'article L. 233-9 I, 4° du Code de commerce.

### 1.2.5. Options de la Société

En date du 30 mai 2024, l'Initiateur a conclu avec la Société et chacun des vingt-deux salariés et anciens salariés de la Société alors titulaires d'Options (tel que ce terme est défini à la section 1.3.4 du Projet de Note en Réponse), représentant un total de 39.110 Options, une convention (la « **Convention Tripartite** ») aux termes de laquelle chaque titulaire d'Options s'est, notamment, engagé (i) à exercer la totalité de ses Options, sous condition suspensive de la réalisation de l'Acquisition des Blocs, et (ii) à apporter à l'Offre la totalité des actions sous-jacentes obtenues par l'effet de la levée de ses Options, soit un total de 39.110 actions de la Société (une Option ayant pour sous-jacent une action de la Société). Il est précisé que dans le cadre de la Convention Tripartite, chaque titulaire a donné à la Société (i) instruction de ne pas lui livrer les actions sous-jacentes obtenues par l'effet de la levée de ses Options, et (ii) mandat de les apporter en totalité, en son nom et pour son compte, directement à l'Offre dans le cadre de la procédure semi-centralisée.

La Société ne disposant, à la date de réalisation de l'Acquisition des Blocs, que de 31.969 actions auto-détenues ne lui permettant pas de couvrir immédiatement la levée de l'intégralité des 39.110 Options, la Société et l'Initiateur ont convenu qu'entre la date de dépôt de l'Offre auprès de l'AMF et l'ouverture de l'Offre, l'Initiateur cédera à la Société les 7.141 actions manquantes, permettant ainsi à la Société de couvrir la levée de l'intégralité des 39.110 Options, étant précisé que ladite cession sera réalisée au Prix de l'Offre (la « **Cession Projetée** »).

### 1.2.6. Gouvernance de la Société

A la suite de la réalisation de l'Acquisition des Blocs, le conseil d'administration de la Société s'est réuni le 4 juin 2024 pour prendre les décisions suivantes afin de tenir compte de l'évolution de l'actionnariat de la Société :

- constatation de la démission de chacun des administrateurs de la Société, hormis Eric André ;
- cooptation en qualité d'administrateur de la Société, sous réserve de la ratification par la plus prochaine assemblée générale de la Société conformément aux articles L. 225-24, 5<sup>ème</sup> alinéa du Code de commerce, de :
  1. Olivier Chaillou,
  2. Pascal Ballé,
  3. Samuel Brault,
  4. Edwige Charles,
  5. Valérie Garcia,
- Constatation de la démission de Eric André de son mandat de président du conseil d'administration de la société ;
- nomination de Olivier Chaillou en qualité de président du conseil d'administration de la Société, sous réserve de la ratification de sa cooptation en qualité d'administrateur de la Société par la plus prochaine assemblée générale de la Société conformément aux articles L. 225-24, 5<sup>ème</sup> alinéa du Code de commerce ;
- qualification de l'indépendance de Eric André, conformément à la définition retenue par le conseil d'administration et reproduite à l'article 3 de son règlement intérieur ;
- constatation de la démission de Monsieur Jean-Joseph Schiehlé de son mandat de directeur général ;

- nomination de Alain Le Floch en qualité de nouveau directeur général ; et
- nomination de Jean-Joseph Schiehlé en qualité de nouveau directeur général délégué.

A la date du Projet de Note en Réponse, le conseil d'administration de la Société est composé de 6 membres comme suit :

1. Olivier Chaillou, membre et président du conseil d'administration,
2. Pascal Ballé, membre du conseil d'administration,
3. Samuel Brault, membre du conseil d'administration,
4. Valérie Garcia, membre du conseil d'administration,
5. Edwige Charles, membre du conseil d'administration
6. Eric André, membre indépendant du conseil d'administration.

#### **1.2.7. Déclarations de franchissement de seuils et d'intentions**

Le 5 juin 2024, en conséquence de la réalisation de l'Acquisition des Blocs et conformément aux dispositions des articles L. 233-7 et suivants du Code de commerce et des articles 223-11 et suivants du règlement général de l'AMF, l'Initiateur a déclaré auprès de l'AMF et de la Société avoir franchi à la hausse, le 4 juin 2024, les seuils de 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 1/3, 50%, 2/3 en capital social et en droits de vote de la Société et détenir directement 712.493 actions représentant 77,53 % du capital social de la Société et autant de droits de vote théoriques. Aux termes du même courrier, l'Initiateur a déclaré les objectifs qu'il a l'intention de poursuivre au cours des six mois à venir conformément aux dispositions de l'article L. 233-7 VII du Code de commerce.

L'Initiateur a également déclaré à la Société par courrier en date du 5 juin 2024, conformément à l'article 11 (*Droits et obligations attachés aux Actions*) des statuts de la Société, avoir franchi, du fait de la réalisation de l'Acquisition des Blocs, à la hausse le seuil statutaire de 3% du nombre total d'actions et des droits de vote de la Société.

L'Offre fait ainsi suite, conformément aux dispositions des articles 233-1, 2° et 234-2 et suivants du règlement général de l'AMF, au franchissement à la hausse par l'Initiateur des seuils de 30% et de 50% des titres de capital et des droits de vote de la Société.

#### **1.2.8. Acquisition d'actions pendant les 12 mois précédent l'Acquisition des Blocs**

A la connaissance de la Société, l'Initiateur n'a procédé, directement ou indirectement, à aucune acquisition de titres de la Société au cours des douze derniers mois précédant la réalisation de l'Acquisition des Blocs.

### 1.2.9. Rapport de l'expert indépendant

Le conseil d'administration de la Société a désigné le cabinet Ledouble représenté par mesdames Agnès Piniot et Stéphanie Guillaumin en qualité d'expert indépendant (l'« **Expert Indépendant** ») chargé d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre et d'un éventuel retrait obligatoire et de présenter ses conclusions sous la forme d'une attestation d'équité, conformément aux articles 262-1 et suivants du règlement général de l'AMF, à l'instruction AMF 2006-08 et à la recommandation AMF 2006-15. Conformément à l'article 261-1-1 du règlement général de l'AMF, la Société n'étant pas en mesure de constituer un comité *ad hoc*, la désignation de l'expert indépendant a fait l'objet d'une décision de non-opposition par l'AMF rendue le 17 janvier 2024.

Le 3 juin 2024, au vu du rapport de l'Expert Indépendant, le conseil d'administration de la Société a considéré que l'Offre était dans l'intérêt de la Société et a émis un avis motivé en ce sens, recommandant aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre.

Le rapport de l'Expert Indépendant ainsi que l'avis motivé du conseil d'administration de la Société sont présentés en intégralité dans le Projet de Note en Réponse.

### 1.2.10. Data room

Dans le cadre de l'Acquisition des Blocs, la Société a mis à disposition de l'Initiateur un certain nombre d'informations la concernant dans le cadre d'une procédure dite de « data room » conformément aux recommandations de l'AMF sur les procédures de data room figurant dans le Guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée DOC-2016-08. Celle-ci ne contenait aucune information concernant la Société susceptible de remplir les conditions de l'article 7 du Règlement (UE) n°596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché qui n'aurait pas été rendue publique par la Société avant l'Acquisition des Blocs.

### 1.2.11. Motifs de l'Offre

La Société est un acteur connu et reconnu sur l'ensemble de ses marchés, doté d'une marque forte bénéficiant d'une excellente réputation. Elle occupe des positions de *leader* ou de fort *challenger* sur l'ensemble des segments de marché qu'il adresse avec notamment une présence établie sur le marché du végétal.

L'Acquisition des Blocs suivi de l'Offre répond à une volonté stratégique de Terrena visant à rééquilibrer son portefeuille d'activités *business to consumer* vers une plus forte proportion d'offres de solutions nutritionnelles à base de protéines végétales. Elle élargit ainsi le champ d'action de Terrena, lui permettant (i) de répondre aux attentes croissantes des consommateurs en matière de produits à base de protéine végétale et (ii) de consolider sa position dans ce secteur en plein essor.

Il est par ailleurs à noter que dans la mesure où l'Initiateur, à la suite de la réalisation de l'Acquisition des Blocs, a franchi les seuils de 30 % du capital et des droits de vote de la Société, l'Offre revêt un caractère obligatoire en application des dispositions de l'article L. 433-3, I du Code monétaire et financier et de l'article 234-2 du règlement général de l'AMF.

L'Initiateur a l'intention de demander à l'AMF la mise en œuvre du retrait obligatoire à l'issue de l'Offre afin de se voir transférer les actions de la Société non apportées à l'Offre, moyennant une indemnisation égale au Prix de l'Offre, nette de tous frais, étant précisé que le retrait obligatoire entraînerait la radiation des actions de la Société du marché d'Euronext Paris.

En effet, compte tenu de la structure actuelle de son actionnariat, du faible volume d'échanges sur les actions de la Société sur le marché et des synergies à mettre en place entre l'Initiateur et la Société, un maintien de la cotation des actions de la Société n'est plus justifié.

## **1.3 Principales caractéristiques de l'Offre**

### **1.3.1. Principaux termes de l'Offre**

En application des articles 231-13 et 231-18 du règlement général de l'AMF, l'Etablissement Présentateur, agissant pour le compte de l'Initiateur, a déposé auprès de l'AMF, le 6 juin 2024, le projet d'Offre et le Projet de Note d'Information.

L'Etablissement Présentateur garantit conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

Dans le cadre de l'Offre, laquelle sera réalisée selon la procédure simplifiée régie par les articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF, l'Initiateur s'engage irrévocablement à acquérir auprès des actionnaires de la Société toutes les actions qui seront apportées à l'Offre, au Prix de l'Offre, pendant une période de quinze (15) jours de négociation. L'attention des actionnaires de la Société est attirée sur le fait que l'Offre, étant réalisée selon la procédure simplifiée, ne pourra pas être ré-ouverte à la suite de la publication de son résultat définitif en application de l'article 232-4 du règlement général de l'AMF.

L'Initiateur se réserve la possibilité de réaliser, sur le marché ou hors marché, toute acquisition d'actions Tipiak dans la limite de 30% des titres existants visés par l'Offre conformément aux dispositions de l'article 231-38 IV du règlement général de l'AMF; en particulier, l'Initiateur se réserve la faculté d'acheter tout bloc d'actions Tipiak, étant précisé qu'en application des dispositions de l'article 231-39 II du règlement général de l'AMF, toute intervention sera nécessairement réalisée au Prix de l'Offre.

L'Initiateur se réserve la possibilité de céder autant d'actions Tipiak que nécessaire à la Société, afin que celle-ci dispose d'un nombre suffisant d'actions auto-détenues pour couvrir les levées d'options d'achat d'actions de la Société intervenues préalablement au dépôt auprès de l'AMF du projet d'Offre et du Projet de Note en Réponse. Ces cessions seraient réalisées au Prix de l'Offre avant l'ouverture de l'Offre.

En cas de retrait obligatoire, les actions (à l'exception des Actions Gratuites en Période de Conservation qui font l'objet d'un Accord de Liquidité) qui n'auraient pas été présentées à l'Offre seront transférées au profit de l'Initiateur moyennant une indemnisation de leurs détenteurs égale au Prix de l'Offre par action de la Société, nette de tous frais.

### **1.3.2. Nombre et nature des titres visés par l'Offre**

A la suite de l'Acquisition des Blocs et à la connaissance de la Société, l'Initiateur détient, à la date du Projet de Note en Réponse, 712.493 actions représentant 77,53 % du capital et autant de droits de vote théoriques de la Société sur la base d'un nombre total de 918.980 actions représentant 100% du capital de la Société et autant de droits de vote théoriques en application de l'article 223-11, I, alinéa 2 du règlement général de l'AMF.

Conformément à l'article 231-6 du règlement général de l'AMF, l'Offre porte sur la totalité des actions de la Société non détenues par l'Initiateur émises à cette date, à l'exclusion des 5.000 Actions Gratuites En Période de Conservation (tel que ce terme est défini à la section 1.3.3 du Projet de Note en Réponse), assimilées aux actions détenues par l'Initiateur en application de l'article L. 233-9-I, 4° du Code de commerce, soit, à la connaissance de la Société à la date du Projet de Note en Réponse et en prenant compte de la Cession Projetée des 7.141 actions de la Société, un nombre total maximum de 208.628

actions de la Société visées par l'Offre, représentant, à la connaissance de la Société, environ 22,70 % du capital et des droits de vote de la Société<sup>8</sup>.

### 1.3.3. Situation des titulaires d'Actions Gratuites

À la connaissance de la Société, conformément à une autorisation conférée par l'assemblée générale de la Société en date du 21 juin 2022, le conseil d'administration de la Société a procédé à des attributions gratuites d'actions dont les principales caractéristiques sont détaillées en page 111 du rapport financier annuel 2023 de la Société, disponible sur son site internet (<https://groupe.tipiak.fr>).

Le 30 septembre 2022, le conseil d'administration de la Société a attribué gratuitement à des membres du management du groupe Tipiak, 4.000 actions de la Société, lesquelles ne seront définitivement attribuées qu'à l'issue d'une période d'acquisition de deux ans expirant le 30 septembre 2024 (sous réserve de la satisfaction d'une condition de présence à cette date), et seront ensuite soumises à une période de conservation de deux ans expirant le 30 septembre 2026 (les « **Actions Gratuites En Période d'Acquisition** »).

Le 15 décembre 2022, le conseil d'administration de la Société a attribué gratuitement à Monsieur Hubert Grouès (alors président directeur général de la Société), 5.000 actions de la Société, lesquelles ont été définitivement attribuées le 15 décembre 2023, à l'issue d'une période d'acquisition d'un an, et sont désormais soumises à une période de conservation d'un an expirant le 15 décembre 2024 (les « **Actions Gratuites En Période de Conservation** », et ensemble avec les Actions Gratuites En Période d'Acquisition, les « **Actions Gratuites** »). Il est précisé que, le 15 décembre 2023, à l'issue de ladite période d'acquisition, la Société a émis 5.000 actions nouvelles au profit de Monsieur Hubert Grouès au résultat d'une augmentation de capital.

Il en résulte que :

- les Actions Gratuites En Période d'Acquisition, dont la période d'acquisition est en cours ; et
- les Actions Gratuites En Période de Conservation, définitivement attribuées le 15 décembre 2023,

sont indisponibles à la date du Projet de Note en Réponse et le demeureront jusqu'à la date de clôture de l'Offre.

Ainsi, à la connaissance de la Société, à la date du Projet de Note en Réponse, et sous réserve des cas exceptionnels d'acquisition et de cessibilité anticipées prévus par la loi<sup>9</sup>, aucune Action Gratuite ne pourra être apportée à l'Offre.

### 1.3.4. Situation des titulaires d'Options

À la connaissance de la Société, conformément à des autorisations conférées par l'assemblée générale de la Société en date des 15 juin 2016, 14 juin 2018, 18 juin 2019 et 21 juin 2022, le conseil d'administration de la Société a procédé à des attributions d'options d'achat d'actions (les « **Options** ») dont les principales caractéristiques sont détaillées en page 110 du rapport financier annuel 2023 de la Société, disponible sur son internet (<https://groupe.tipiak.fr>). Au 30 mai 2024, 39.110 Options étaient en circulation.

---

<sup>8</sup> Sur la base, au 6 juin 2024, d'un nombre total de 918.980 actions existantes de la Société et autant de droits de vote théoriques, conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

<sup>9</sup> En application des articles L. 225-197-1 et suivants du code de commerce (cause de décès ou d'invalidité du bénéficiaire).

En date du 30 mai 2024, dans le cadre de la Convention Tripartite, chaque titulaire d'Options s'est, notamment, engagé (i) à exercer la totalité de ses Options, sous condition suspensive de la réalisation de l'Acquisition des Blocs, et (ii) à apporter à l'Offre la totalité des actions sous-jacentes obtenues par l'effet de la levée de ses Options, soit un total de 39.110 actions de la Société (une Option ayant pour sous-jacent une action de la Société). Il est précisé que dans le cadre de la Convention Tripartite, chaque titulaire a donné à la Société (i) instruction de ne pas lui livrer les actions sous-jacentes obtenues par l'effet de la levée de ses Options, et (ii) mandat de les apporter en totalité, en son nom et pour son compte, directement à l'Offre dans le cadre de la procédure semi-centralisée

### **1.3.5. Autorisations réglementaires**

L'Offre n'est soumise à aucune autorisation réglementaire, notamment en droit de la concurrence. Il est rappelé que l'Acquisition des Blocs a entraîné un changement de contrôle de la Société qui a donné lieu, préalablement à sa réalisation, à une autorisation de l'Autorité de la concurrence française.

### **1.3.6. Retrait obligatoire à l'issue de l'Offre**

Dans le cas où à l'issue de l'Offre, le nombre d'actions non présentées par des actionnaires minoritaires (à l'exception des Actions Gratuites En Période de Conservation qui font l'objet d'un Accord de Liquidité) ne représenterait pas plus de 10 % du capital et des droits de vote de la Société, l'Initiateur a l'intention de demander à l'AMF la mise en œuvre dans un délai de trois (3) mois à compter de la clôture de l'Offre, conformément aux articles L. 433-4, II du Code monétaire et financier et aux articles 237-1 à 237-10 du règlement général de l'AMF, d'une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions non présentées à l'Offre (autres que les Actions Gratuites En Période de Conservation qui font l'objet d'un Accord de Liquidité) moyennant une indemnisation égale au Prix de l'Offre par action de la Société, nette de tous frais.

Dans l'hypothèse où l'Initiateur ne serait pas en mesure, à l'issue de l'Offre, de mettre en œuvre un retrait obligatoire, il se réserve la possibilité d'accroître sa participation dans la Société. Il pourrait ainsi déposer un projet d'offre publique d'achat simplifiée ou d'offre publique de retrait, suivie le cas échéant d'un retrait obligatoire. Dans ce cas, le retrait obligatoire sera conditionné à la déclaration de conformité de l'AMF au regard, notamment, du rapport d'évaluation qui devra être produit par l'Initiateur et du rapport de l'expert indépendant désigné conformément à la réglementation applicable.

## **1.4 Procédure d'apport à l'Offre**

Les actions apportées à l'Offre devront être librement négociables et libres de tout privilège, gage, nantissement, ou toute autre sûreté ou restriction de quelque nature que ce soit restreignant le libre transfert de leur propriété. L'Initiateur se réserve le droit d'écarter toute action apportée à l'Offre qui ne répondrait pas à cette condition.

Les actions de la Société détenues sous forme nominative devront être converties au porteur pour pouvoir être apportées à l'Offre. Par conséquent, les actionnaires dont les actions sont inscrites au nominatif qui souhaitent les apporter à l'Offre devront demander la conversion au porteur de leurs actions dans les meilleurs délais.

### Procédure d'apport à l'Offre sur le marché :

Les actionnaires dont les actions sont inscrites sur un compte géré par un intermédiaire financier et qui souhaitent apporter leurs actions à l'Offre devront remettre à l'intermédiaire financier dépositaire de leurs actions un ordre de vente irrévocable au Prix de l'Offre, en utilisant le modèle mis à leur disposition par cet intermédiaire en temps utile, afin que leur ordre puisse être exécuté et au plus tard le jour de la clôture de l'Offre. Les actionnaires sont invités à se rapprocher de leurs intermédiaires financiers pour vérifier si un délai plus court leur est applicable.

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

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

Le Crédit Industriel et Commercial (adhérant 518), prestataire de services d'investissement habilité en tant que membre du marché acheteur, se portera acquéreur, pour le compte de l'Initiateur, de toutes les actions qui seront cédées sur le marché, conformément à la réglementation applicable.

#### Procédure d'apport à l'Offre semi-centralisée :

Les actionnaires souhaitant apporter leurs actions dans le cadre de l'Offre semi-centralisée par Euronext Paris, devront remettre leur ordre d'apport au plus tard le dernier jour de l'Offre (sous réserve des délais spécifiques à certains intermédiaires financiers). Le règlement-livraison interviendra alors après l'achèvement des opérations de semi-centralisation, à savoir après l'annonce par l'AMF des résultats de l'Offre.

Dans ce cadre, l'Initiateur prendra à sa charge les frais de courtage des actionnaires, étant précisé que les conditions de cette prise en charge sont décrites à la section 2.8.3 du Projet de Note d'Information (Frais de courtage et rémunération des intermédiaires).

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

Les actionnaires de la Société sont invités à se rapprocher de leurs intermédiaires financiers concernant les modalités d'apport à l'Offre semi-centralisée et de révocation de leurs ordres.

### **1.5 Modalités de l'Offre**

En application de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, l'Etablissement Présentateur, agissant pour le compte de l'Initiateur, a déposé le projet d'Offre et le Projet de Note d'Information auprès de l'AMF le 6 juin 2024. Un avis de dépôt a été publié par l'AMF sur son site Internet ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)).

Conformément aux dispositions de l'article 231-16 du règlement général de l'AMF, le Projet de Note d'Information a été mis en ligne sur les sites internet de l'AMF ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)) et de la Société (<https://groupe.tipiak.fr>) et peut être obtenu sans frais au siège social de l'Initiateur ou auprès de l'Etablissement Présentateur. En outre, un communiqué de presse comportant les principaux éléments de l'Offre a été diffusé par l'Initiateur le même jour.

Conformément aux dispositions des articles 231-19 et 231-26 du règlement général de l'AMF, la Société a déposé auprès de l'AMF le même jour un Projet de Note en Réponse comprenant notamment le rapport de l'expert indépendant désigné en application de l'article 261-1 I et II du règlement général de l'AMF ainsi que l'avis motivé de son conseil d'administration sur l'intérêt de l'Offre et les conséquences de celle-ci pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

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

L'AMF publiera sur son site Internet une décision de conformité relative à l'Offre après s'être assurée de la conformité de l'Offre aux dispositions légales et réglementaires qui lui sont applicables. Cette décision de conformité emportera visa de la note d'information et de la note en réponse.

Conformément aux dispositions des articles 231-27 et 231-28 du règlement général de l'AMF, la note en réponse ayant reçu visa de l'AMF, ainsi que le document « *autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables* » de la Société seront disponibles sur le site Internet de l'AMF ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)) ainsi que sur celui de la Société (<https://groupe.tipiak.fr>) et seront mis à la disposition du public au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. Des exemplaires de ces documents pourront également être obtenus sans frais au siège social de la Société.

Conformément aux dispositions des articles 231-27 et 231-28 du règlement général de l'AMF, un communiqué précisant les modalités de mise à disposition de ces documents sera diffusé au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre.

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

## 1.6 Calendrier indicatif de l'Offre

L'Offre sera ouverte pendant une période de quinze (15) jours de négociation. 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 annonçant les modalités et l'ouverture de l'Offre.

Un calendrier indicatif de l'Offre est proposé ci-après :

Dates	Principales étapes de l'Offre
6 juin 2024	<p><b>Pour l'Initiateur :</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– Dépôt auprès de l'AMF du projet d'Offre et du Projet de Note d'Information</li> <li>– Mise à disposition du public et mise en ligne du Projet de Note d'Information sur les sites internet de l'AMF (<a href="http://www.amf-france.org">www.amf-france.org</a>) et de la Société (<a href="https://groupe.tipiak.fr">https://groupe.tipiak.fr</a>)</li> <li>– Diffusion du communiqué de dépôt et de mise à disposition du Projet de Note d'Information</li> </ul> <p><b>Pour la Société :</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– Dépôt auprès de l'AMF du Projet de Note en Réponse de la Société</li> <li>– Mise à disposition du public et mise en ligne du Projet de Note en Réponse sur les sites internet de l'AMF (<a href="http://www.amf-france.org">www.amf-france.org</a>) et de la Société (<a href="https://groupe.tipiak.fr">https://groupe.tipiak.fr</a>)</li> <li>– Diffusion du communiqué de dépôt et de mise à disposition du Projet de Note en Réponse de la Société</li> </ul>
9 juillet 2024	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Décision de conformité de l'Offre de l'AMF emportant visa de la note d'information de l'Initiateur et visa de la note en réponse de la Société</li> </ul>
10 juillet 2024	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Mise à disposition du public et mise en ligne sur les sites Internet de l'AMF et de la Société de la note d'information visée par l'AMF et des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur</li> <li>– Mise à disposition du public et mise en ligne sur les sites Internet de l'AMF et de la Société de la note en réponse de la Société visée par l'AMF et des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société</li> </ul>

Dates	Principales étapes de l'Offre
	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Diffusion des communiqués informant de la mise à disposition de la note d'information visée par l'AMF, de la note en réponse de la Société visée par l'AMF et des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur et de la Société</li> <li>– Publication par l'AMF et Euronext de l'avis de l'ouverture de l'Offre</li> </ul>
11 juillet 2024	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Ouverture de l'Offre</li> </ul>
31 juillet 2024	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Clôture de l'Offre (dernier jour pour placer des ordres de vente dans le marché ou des ordres d'apport à la semi-centralisée)</li> </ul>
5 août 2024	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Publication de l'avis de résultat par l'AMF</li> <li>– Règlement-livraison de l'Offre semi-centralisée par Euronext</li> </ul>
août 2024	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Dans les meilleurs délais à compter de la clôture de l'Offre, mise en œuvre du retrait obligatoire et radiation des actions d'Euronext Paris, si les conditions sont réunies</li> </ul>

## 1.7 Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

L'Offre est faite exclusivement en France.

A la connaissance de la Société, aucun document relatif à l'Offre n'est destiné à être diffusé dans les pays autres que la France.

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

A la connaissance de la Société également, l'Offre n'est pas ouverte et n'a pas été soumise au contrôle et/ou à l'autorisation d'une autorité de contrôle des marchés financiers autre que l'AMF et aucune démarche ne sera effectuée en ce sens.

Le Projet de Note d'Information, le présent Projet de 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.

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 du Projet de Note d'Information et/ou du Projet de 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 Etats. La Société décline toute responsabilité en cas de violation par toute personne des restrictions légales ou réglementaires applicables.

### *Etats-Unis d'Amérique*

Aucun document relatif à l'Offre, y compris le Projet de Note en Réponse, ne constitue une extension de l'Offre aux Etats-Unis et l'Offre n'est pas faite, directement ou indirectement, aux Etats-Unis, à des

personnes ayant résidence aux Etats-Unis ou « *US persons* » (au sens du *Regulation 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 Etats-Unis ou par l'intermédiaire des services d'une bourse de valeurs des Etats-Unis. En conséquence, aucun exemplaire ou copie du Projet de Note d'Information et/ou du Projet de Note en Réponse, et/ou aucun autre document relatif au Projet de Note d'Information et/ou au Projet de Note en Réponse et/ou à l'Offre, ne pourra être envoyé par courrier, ni communiqué et diffusé par un intermédiaire ou toute autre personne aux Etats-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 Etats-Unis de copie du Projet de Note d'Information, du Projet de Note en Réponse, et/ou de tout autre document relatif à l'Offre, et qu'il n'a pas envoyé de tels documents aux Etats-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 Etats-Unis en relation avec l'Offre, (iv) qu'il n'était pas sur le territoire des Etats-Unis lorsqu'il a accepté les termes de l'Offre, ou transmis son ordre d'apport de titres, et (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 Etats-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.

Le Projet de 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 Etats-Unis et n'a pas été soumis à la *Securities and Exchange Commission* des Etats-Unis.

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

## **2. AVIS DU CONSEIL D'ADMINISTRATION**

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, le Conseil d'administration de la Société s'est réuni le 3 juin 2024, sur convocation du Président, à l'effet de rendre son avis motivé 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.

Les membres du Conseil d'administration présents ou représentés étaient les suivants :

- Monsieur Éric ANDRÉ, Président du Conseil d'administration,
- Monsieur Hubert GROUËS,
- Madame Elisabeth-Charlotte BORDEAUX-GROULT,
- Madame Christine FLEUROT,
- Madame Sabine de COURLON
- Monsieur Ghislain de MURARD,
- Monsieur Hervé ROUSSEL,
- Monsieur Jean-Joseph SCHIEHLÉ,
- Monsieur Robert BORDEAUX-GROULT,

Les administrateurs, présents ou représentés, réunissant plus de la moitié des membres en fonction, le Conseil d'administration de la Société a pu valablement délibérer.

L'avis motivé du Conseil d'administration a été rendu à l'unanimité des membres du Conseil d'administration de la Société, sous réserve et à condition que l'Acquisition des Blocs soit réalisée à la Date de Réalisation (tel que ces termes sont définis ci-après) et de l'absence de modification du rapport

de l'expert indépendant dans la forme du projet définitif à la Date de Réalisation. En cas de non-respect des conditions précitées, le présent avis motivé sera considéré comme nul et non avenu.

Il est précisé que le conseil d'administration de la Société s'est également réuni le 4 juin 2024, sur convocation du Président, à l'effet notamment de prendre acte de la réalisation de l'Acquisition des Blocs à la Date de Réalisation et de la remise du rapport signé de l'expert indépendant dans la forme du projet définitif partagé avec le Conseil d'administration dans le cadre de sa délibération sur l'avis motivé sur le projet d'Offre, le tout sans modification.

L'avis motivé du Conseil d'administration rendu le 3 juin 2024 est reproduit ci-après :

*« 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 (l'« AMF »), de rendre un avis motivé sur l'intérêt que représente le projet d'offre publique d'achat simplifiée visant les actions de la Société au prix de 88 euros par actions (l'« Offre ») qui devrait être déposé par C2 Developpement (l'« Initiateur »), ainsi que sur ses conséquences pour la Société, ses actionnaires et ses salariés, au vu notamment des conclusions du rapport de l'Expert indépendant.*

*Le Président rappelle que l'Offre ferait suite à l'acquisition par l'Initiateur, envisagée le 4 juin 2024 (la « Date de Réalisation »), conformément au Contrat d'Acquisition, par voie de cessions de blocs hors marchés, auprès des principaux actionnaires de la Société (les « Cédants »), respectivement de :*

- 324.101 actions, représentant 35,27 % du capital et des droits de vote théoriques de la Société, détenues par Maison Groult ;
- 319.572 actions, représentant 34,77 % du capital et des droits de vote théoriques de la Société, détenues par Société De Gestion Billard ; et
- 68.820 actions, représentant 7,49 % du capital et des droits de vote théoriques de la Société, détenues par Monsieur Hubert GROUÈS,

*pour un prix de 82 euros par action de la Société (l'« Acquisition des Blocs »).*

*Il est précisé que les pourcentages ci-dessus sont calculés sur la base d'un nombre total de 918.980 actions existantes de la Société et autant de droits de vote théoriques, conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.*

*Le Président rappelle qu'à l'issue de l'Acquisition des Blocs, l'Initiateur détiendrait 712.493 actions de la Société représentant 77,53 % du capital et des droits de vote théoriques de la Société sur la base d'un nombre total de 918.980 actions de la Société et autant de droits de vote théoriques en application de l'article 223-11, I, alinéa 2 du règlement général de l'AMF.*

*Dans le cadre de l'Offre, il est rappelé l'historique suivant :*

- le 27 octobre 2023, à la suite des discussions intervenues entre l'Initiateur et les Cédants, ces derniers sont entrés en négociations exclusives en vue de l'acquisition par l'Initiateur de l'intégralité des actions de la Société détenues par les Cédants, représentant alors environ 77,95% du capital de la Société au prix de 88 euros par action ;
- le 27 octobre 2023, le Conseil d'administration de la Société a accueilli favorablement à l'unanimité le principe de l'opération annoncée, sans préjudice de l'examen ultérieur de la documentation relative à l'Offre et de l'avis motivé formulé par le conseil d'administration sur l'Offre après réception de l'avis de l'Expert indépendant ;

- l’Initiateur et la Société ont alors engagé des procédures d’information et de consultation de leurs instances représentatives du personnel. Ces procédures ont été achevées par la remise de l’avis par les instances représentatives du personnel de Terrena et des sociétés du groupe Tipiak respectivement le 12 décembre 2023 et le 21 décembre 2023 ;
- le 30 novembre 2023, la Société a publié un communiqué de presse d’avertissement sur résultats (« profit warning ») afin d’informer le marché des conséquences de la baisse de la consommation et de la demande de ses clients sur son activité, ainsi que de la réactualisation de ses prévisions de vente pour l’année 2023. Connaissance prise de ces informations, les Cédants et l’Initiateur ont décidé de poursuivre leurs négociations exclusives en vue de l’acquisition par l’Initiateur auprès des Cédants d’une participation représentant alors environ 77,95 % du capital et des droits de vote de la Société à un prix révisé de 82 euros par action, en lieu et place du prix de 88 euros par action initialement envisagé, étant toutefois précisé que l’Initiateur a indiqué l’intention de maintenir à 88 euros le prix par action proposé dans le cadre de l’Offre en cas de réalisation de l’Acquisition des Blocs ;
- le 13 décembre 2023, à la suite de l’avis remis par les instances représentatives du personnel de l’Initiateur, ce dernier a remis aux Cédants une offre ferme et irrévocable d’acquérir la participation détenue par les Cédants représentant alors environ 77,95 % du capital et des droits de vote de la Société, à un prix de 82 euros par action ;
- le 21 décembre 2023, à la suite de l’avis remis par les instances représentatives du personnel des sociétés du groupe Tipiak, l’Initiateur et les Cédants ont conclu un contrat portant sur l’Acquisition des Blocs (représentant environ 77,53 % du capital et des droits de vote de la Société et non plus 77,95 % en raison d’une augmentation de capital dilutive de la Société réalisée le 15 décembre 2023) à un prix de 82 euros par action (le « **Contrat d’Acquisition** ») ;
- l’Acquisition des Blocs était subordonnée à l’obtention des autorisations réglementaires requises en matière de contrôle des concentrations en France ;
- le 23 mai 2024, la condition suspensive stipulée dans le Contrat d’Acquisition relative à l’obtention de l’autorisation préalable de l’Autorité de la concurrence ayant été levée, la réalisation de l’Acquisition des Blocs est envisagée pour le 4 juin 2024.

Il est également rappelé les éléments suivants concernant l’Offre :

- dans la mesure où l’Initiateur, sous réserve de la réalisation de l’Acquisition des Blocs, franchirait le seuil de 30 % du capital et des droits de vote de la Société, l’Offre revêtirait un caractère obligatoire en application des dispositions de l’article L. 433-3, I du Code monétaire et financier et de l’article 234-2 du règlement général de l’AMF ;
- l’Offre porterait sur la totalité des actions de la Société non détenues par l’Initiateur qui seront émises à cette date, à l’exclusion des 5.000 Actions Gratuites En Période de Conservation (tel que ce terme est défini dans le Projet de Note en Réponse) assimilées aux actions détenues par l’Initiateur en application de l’article L. 233-9-I, 4° du Code de commerce, soit, à la connaissance de la Société et en prenant en compte la Cession Projetée (tel que ce terme est défini dans le Projet de Note en Réponse) des 7.141 actions de la Société, un nombre total maximum de 208.628 actions de la Société visées par l’Offre, représentant environ 22,70 % du capital et des droits de vote de la Société ;

- la durée de l’Offre serait de quinze (15) jours de négociation ;
- l’Offre serait réalisée selon la procédure simplifiée conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l’AMF ;
- l’Offre serait, le cas échéant, suivie d’une procédure de retrait obligatoire, en application des dispositions des articles L.433-4 du Code monétaire et financier et 237-1 et suivants du règlement général de l’AMF.

### **Désignation de l’Expert Indépendant**

*Il est rappelé que l’Offre requiert, en application de l’article 261-1 I et II du règlement général de l’AMF, la désignation d’un Expert indépendant.*

*Le Président rappelle par ailleurs que, la Société n’étant pas en mesure de constituer un comité ad hoc conformément aux termes de l’article 261-1 I du règlement général de l’AMF, la désignation de l’Expert indépendant a été soumise à l’approbation de l’AMF.*

*Il est rappelé que trois cabinets ont été identifiés comme pouvant répondre aux critères de compétence et d’indépendance requis par la réglementation applicable. A l’issue de la revue approfondie des propositions d’intervention de ces trois cabinets, celle du cabinet Ledouble représenté par Mesdames Agnès Piniot et Stéphanie Guillaumin a été retenue au regard principalement (i) de l’absence de lien présent ou passé entre celui-ci et la Société susceptible d’affecter son indépendance, (ii) de son expérience récente sur des opérations de marché de taille significative, et (iii) plus généralement, de sa réputation professionnelle et des moyens humains et matériels dont il dispose.*

*Le cabinet Ledouble a confirmé dans sa lettre de mission qu’il était indépendant au sens de l’article 261-4 du règlement général de l’AMF et qu’il disposait bien des moyens humains et matériels nécessaires à l’accomplissement de sa mission.*

*C’est dans ces conditions que le Conseil d’administration de la Société s’est réuni le 13 décembre 2023 et a désigné le cabinet Ledouble représenté par Mesdames Agnès Piniot et Stéphanie Guillaumin en qualité d’Expert indépendant chargé d’établir un rapport sur les conditions financières de l’Offre et d’un éventuel retrait obligatoire et de présenter ses conclusions sous la forme d’une attestation d’équité.*

*La désignation de l’expert indépendant a fait l’objet d’une décision de non-opposition par l’AMF rendue le 17 janvier 2024.*

### **Travaux et conclusion de l’expert indépendant**

*Le Président indique que la direction de la Société, l’établissement présentateur et l’Expert indépendant se sont réunis à plusieurs reprises afin de fournir à l’Expert indépendant l’ensemble des informations nécessaires pour l’accomplissement de sa mission.*

*Le Conseil d’administration observe que les éléments financiers et juridiques auxquels l’Expert indépendant a eu accès représentent la meilleure estimation possible des prévisions de la Société et ne font pas état de différences significatives dans son contenu avec la communication financière de la Société et qu’il n’existe pas d’autres données prévisionnelles pertinentes.*

Mesdames Agnès Piniot et Stéphanie Guillaumin du cabinet Ledouble, agissant en qualité d'Expert indépendant prend la parole afin de présenter les conclusions de son rapport dans la forme du projet définitif et précise que le rapport présenté sera le rapport définitif si aucun événement de nature à remettre en cause ses conclusions n'intervient avant la réalisation de la Cession des Blocs à la Date de Réalisation.

Les travaux de l'Expert indépendant portent principalement sur deux aspects : d'une part, le caractère équitable des conditions financières de l'Offre au regard de la valeur de l'action issue de l'évaluation multicritère et d'autre part, de l'absence de dispositions dans les accords et opérations connexes susceptibles de préjudicier aux intérêts des actionnaires de la Société dont les titres sont visés par l'Offre.

#### **Avis motivé du Conseil d'Administration**

Le Conseil d'administration, après avoir examiné attentivement les documents relatifs à l'Offre qui lui ont été communiqués dont notamment le Projet de Note d'Information de l'Initiateur, contenant les motifs et les caractéristiques de l'Offre et comprenant notamment des éléments d'appréciation du Prix de l'Offre tels qu'établis par le Crédit Industriel et Commercial en qualité d'établissement présentateur de l'Offre, le Projet de Note en Réponse de la Société dans lequel sera inclus l'avis motivé du Conseil d'administration et le rapport de l'expert indépendant dans la forme du projet définitif :

S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour la Société, eu égard notamment aux intentions de l'Initiateur sur les douze prochains mois (telles que détaillées dans le Projet de Note d'Information de l'Initiateur), le conseil d'administration relève que :

- l'Initiateur souhaite poursuivre la stratégie de Tipiak mise en place sur les segments déjà adressés et sur les axes inscrits dans le plan de développement, à savoir notamment (i) développer les ventes de Tipiak à l'international, en particulier celles des produits pâtisseries (macarons) et des produits traiteurs surgelés. La réputation et la taille du groupe Terrena apporteront encore un peu plus de crédibilité auprès des clients internationaux actuels de Tipiak à la recherche de partenaire stratégique pour les accompagner au niveau mondial et (ii) redynamiser certaines activités en France (innovation produits, investissements en marketing & communication, renforcement des forces de ventes, etc.) ;
- le rapprochement stratégique entre l'Initiateur et Tipiak s'inscrit dans une stratégie de long terme visant à renforcer leur présence sur des marchés porteurs aux fondamentaux solides, à développer des compétences et à intensifier la création de valeur pour leurs partenaires, leurs clients et leurs équipes d'une manière durable ;
- il n'est pas envisagé de procéder à une fusion entre l'Initiateur et la Société.

S'agissant du prix de l'Offre et de l'intérêt de l'Offre pour les actionnaires, le Conseil d'administration relève que :

- l'Offre permet aux actionnaires de la Société qui apporteront leurs actions à l'Offre de bénéficier d'une liquidité immédiate plus importante que celle offerte par le marché préalablement à l'annonce de l'Offre ;
- le prix de l'Offre de 88 euros par action de la Société extériorise une prime de 32,3% par rapport au cours de clôture du 27 octobre 2023, date du dernier jour de cotation avant l'annonce de l'entrée

*en négociations exclusives en vue de l'Acquisition des Blocs, ainsi que des primes de 29,6%, 34,6%, 37,9% et 41,2% respectivement sur les cours moyens de bourse pondérés par les volumes des 30, 60, 120 et 180 dernières séances avant l'annonce de l'Offre ;*

- *l'Expert indépendant a relevé que le prix de l'Offre extériorise une prime sur les valeurs centrales, ainsi que sur les bornes hautes de fourchettes d'évaluation des actions pour l'ensemble des critères examinés et des méthodes d'évaluation mises en œuvre dans l'évaluation multicritère.*

*S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour les salariés, le Conseil d'administration relève que l'Offre s'inscrit dans une politique de poursuite et de développement des activités de la Société et ne devrait pas avoir d'incidence particulière sur la politique poursuivie par la Société en matière d'effectifs, de politique salariale et de gestion des ressources humaines.*

*Le Conseil d'administration a enfin pris note des conclusions de l'expert indépendant :*

*« À l'issue de nos travaux de valorisation de l'Action, nous retenons que :*

- *le Prix de l'Offre de 88,0 € extériorise une prime pour chaque critère d'évaluation de l'Action ;*
- *les Accords et Opérations Connexes ne sont pas de nature à préjudicier aux intérêts des actionnaires de Tipiak apportant leurs titres à l'Offre.*

*En définitive, nous attestons que le Prix de l'Offre de l'Action de 88,0 € est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires apportant leurs titres à l'Offre, en ce compris dans la perspective d'un éventuel retrait obligatoire. »*

*Après en avoir délibéré, le Conseil d'administration, 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 ; et*
- *des conclusions de l'Expert indépendant sur les conditions financières de l'Offre considérant que le prix de l'Offre par action de 88,0 € est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires apportant leurs titres à l'Offre, en ce compris dans la perspective d'un éventuel retrait obligatoire.*

*En conséquence, le Conseil d'administration, à l'unanimité, sous réserve de la réalisation de l'Acquisition des Blocs à la Date de Réalisation et de l'absence de modification du rapport de l'Expert Indépendant présenté dans la forme du projet définitif à la Date de Réalisation :*

- *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 ;*
- *approuve, le Projet de Note en Réponse de la Société ;*
- *donne tous pouvoirs au Directeur Général de la Société, avec faculté de délégation, à l'effet de*

- finaliser, amender, signer et déposer auprès de l'AMF le Projet de Note en Réponse ainsi que tout document qui serait nécessaire dans le cadre de l'Offre, et notamment le document « Autres informations » relatif aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société ;
- préparer, signer et déposer auprès de l'AMF toute la documentation requise dans le cadre de l'Offre ;
- signer toutes attestations requises dans le cadre de l'Offre ; et
- plus généralement, prendre toutes dispositions et toutes mesures nécessaires ou utiles à la bonne réalisation de l'Offre, en ce compris conclure et signer, au nom et pour le compte de la Société, toutes opérations et documents nécessaires et afférents à la réalisation de l'Offre (en ce compris la publication de tout communiqué de presse requis par la réglementation applicable).

Enfin, le Président précise que l'ensemble de la communication sur le dépôt de la documentation relative à l'Offre figurera sur une page dédiée du site internet de la Société. »

### 3. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Les membres du Conseil d'Administration de la Société ayant participé à la réunion au cours de laquelle le Conseil d'administration a émis son avis motivé ont fait part de leurs intentions comme suit :

Nom	Fonction	Nombre d'actions de la Société détenues à la date de l'avis motivé	Intention
Monsieur Eric ANDRÉ	Président du Conseil d'administration	300	Apport à l'Offre
Monsieur Jean-Joseph SCHIEHLÉ	Directeur Général et membre du Conseil d'administration	800	Apport à l'Offre
Monsieur Hubert GROUÈS	Membre du Conseil d'administration	73.820	68.820 Actions cédées dans le cadre de l'Acquisition des Blocs 5.000 Actions Gratuites En Période de Conservation
Monsieur Hervé ROUSSEL	Membre du Conseil d'administration	6	Apport à l'Offre
MAISON GROULT	Membre du Conseil d'administration	324.101	324.101 Actions cédées dans le cadre de l'Acquisition des Blocs
Monsieur Robert BORDEAUX-GROULT	Membre du Conseil d'administration	705	Apport à l'Offre
Monsieur Ghislain de MURARD	Membre du Conseil d'administration	89	Apport à l'Offre

Madame Elisabeth-Charlotte BORDEAUX-GROULT	Membre du Conseil d'administration	10	Apport à l'Offre
Madame Christine FLEUROT	Membre du Conseil d'administration	5	Apport à l'Offre
Madame Sabine LE BOULLEUR DE COURLON	Membre du Conseil d'administration	1	Apport à l'Offre

#### 4. INTENTIONS DE LA SOCIÉTÉ CONCERNANT LES ACTIONS AUTO-DETENUES

A la date du Projet de Note en réponse, la Société ne détient aucune action en auto-détention<sup>10</sup>.

#### 5. AVIS DU COMITE SOCIAL ET ECONOMIQUE

Immédiatement après l'entrée en négociations exclusives en date du 27 octobre 2023, les sociétés du groupe Tipiak ont engagé la procédure d'information et de consultation de leurs instances représentatives du personnel. Au terme de cette procédure, les instances représentatives du personnel des sociétés du groupe Tipiak ont rendu un avis le 21 décembre 2023 portant sur l'Acquisition des Blocs.

Par ailleurs, conformément à l'article L.2312-52 du Code du travail, la procédure particulière d'information-consultation du comité social et économique en cas d'offre publique d'acquisition, régie par les articles L.2312-45 à L.2312-51 du Code du travail, n'est pas applicable, l'Initiateur détenant, à la date du dépôt de l'Offre, plus de la moitié du capital et des droits de vote de la Société.

Toutefois, en application de l'article L.2312-44 du Code du travail, le comité social et économique de la Société recevra les documents liés à l'Offre dans les trois jours suivants le dépôt de l'Offre.

#### 6. AVIS DE L'EXPERT INDEPENDANT

Le 21 décembre 2023, le conseil d'administration de la Société a désigné le cabinet Ledouble représenté par mesdames Agnès Piniot et Stéphanie Guillaumin en qualité d'Expert Indépendant. Conformément à l'article 261-1-1 du règlement général de l'AMF, la Société n'étant pas en mesure de constituer un comité ad hoc, la désignation de l'expert indépendant a fait l'objet d'une décision de non-opposition par l'AMF rendue le 17 janvier 2024.

Les conclusions de ce rapport, qui est intégralement reproduit en annexe du Projet de Note en Réponse, sont les suivantes :

« À l'issue de nos travaux de valorisation de l'Action, nous retenons que :

- le Prix de l'Offre de **88,0 €** extériorise une prime pour chaque critère d'évaluation de l'Action ;
- les Accords et Opérations Connexes ne sont pas de nature à préjudicier aux intérêts des actionnaires de Tipiak apportant leurs titres à l'Offre.

*En définitive, nous attestons que le Prix de l'Offre de l'Action de **88,0 €** est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires apportant leurs titres à l'Offre, en ce compris dans la perspective d'un éventuel retrait obligatoire. »*

<sup>10</sup> Concomitamment à l'Acquisition des Blocs, les 31.969 actions auto-détenues ont été utilisées par la Société pour servir la levée, par leurs titulaires, d'autant d'Options conformément à la Convention Tripartite.

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

A la date du Projet de Note en Réponse, la Société n'a pas connaissance d'accord et n'est partie à aucun accord susceptible d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue, autres que (i) le Contrat d'Acquisition dont les principales stipulations sont détaillées à la section 1.2.2 du Projet de Note en Réponse, (ii) la Convention Tripartite dont les principales stipulations sont détaillées à la section 1.2.5 du Projet de Note en Réponse prévoyant, notamment, des engagements d'apports à l'Offre dans le cadre de la procédure semi-centralisée pour un total de 39.110 actions de la Société, (iii) la Cession Projetée des 7.141 actions de la Société par l'Initiateur à la Société afin de lui permettre de couvrir la levée de l'intégralité des Options dans le cadre de la Convention Tripartite, et (iv) et les accords décrits ci-dessous.

### 7.1 Accords de Liquidité

L'Initiateur a conclu le 31 mai 2024 avec chacun des bénéficiaires d'Actions Gratuites et en présence de la Société, des promesses d'achat et de vente de leurs Actions Gratuites (tel que ce terme est défini à la section 1.3.3 du Projet de Note en Réponse) afin, selon le cas, de leur permettre de les céder à l'Initiateur ou à ce dernier de les acquérir (les « **Accords de Liquidité** »).

En vertu des Accords de Liquidité :

- L'Initiateur a consenti à chaque bénéficiaire d'Actions Gratuites une promesse d'achat exerçable pendant une période de deux (2) mois à compter de la Date de Disponibilité (tel que ce terme est défini ci-dessous), et à défaut d'exercice de celle-ci,
- chaque bénéficiaire d'Actions Gratuites a consenti à l'Initiateur une promesse de vente exerçable par l'Initiateur pendant une période de six (6) mois à compter de l'expiration de la période d'exercice de la promesse d'achat.

La « **Date de Disponibilité** » correspondra au jour où les actions faisant l'objet des Accords de Liquidité deviendront cessibles au résultat de l'expiration :

- de la période de conservation, s'agissant des Actions Gratuites En Période de Conservation (tel que ce terme est défini à la section 1.3.3 du Projet de Note en Réponse), soit le 15 décembre 2024 ; et
- de la période d'acquisition s'agissant des Actions Gratuites En Période d'Acquisition (tel que ce terme est défini à la section 1.3.3 du Projet de Note en Réponse), soit le 1<sup>er</sup> octobre 2024, dès lors que, par exception à la période de conservation qui y est stipulée, le contrat d'émission des Actions Gratuites En Période d'Acquisition prévoit que dans le cas où les actions de la Société feraient l'objet d'une offre publique, les actions seront librement cessibles.

Aux termes des Accords de Liquidité, le prix d'exercice par Action Gratuite des promesses sera égal au Prix de l'Offre, soit 88 euros par action Tipiak.

Suite à la conclusion des Accords de Liquidité, les Actions Gratuites En Période de Conservation (tel que ce terme est défini à la section 1.3.3 du Projet de Note en Réponse) définitivement attribuées le 15 décembre 2023, sont assimilées aux actions détenues par l'Initiateur au sens de l'article L. 233-9 I, 4<sup>o</sup> du Code de commerce. Les Actions Gratuites En Période d'Acquisition (tel que ce terme est défini à la section 1.3.3 du Projet de Note en Réponse) ne seront assimilées aux actions détenues par l'Initiateur

qu'à compter de l'expiration de leur période d'acquisition, soit postérieurement à la date de clôture de l'Offre, sous réserve des cas exceptionnels d'acquisition anticipée prévus par la loi<sup>11</sup>.

## **8. ÉLÉMENTS RELATIFS A LA SOCIÉTÉ SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE**

### **8.1 Structure du capital de la Société**

A la date du Projet de Note en Réponse, le capital social de la Société s'élève à 2 756 940 euros, divisé en 918 980 actions d'une valeur nominale de trois (3) euros chacune, entièrement libérées et de même catégorie. Le tableau figurant en section 1.2.3 du Projet de Note en Réponse présente, à la connaissance de la Société, la répartition du capital social et des droits de vote de la Société préalablement à l'Acquisition des Blocs et à la date du Projet de Note en Réponse, à la suite de l'Acquisition des Blocs et de la conclusion des Accords de Liquidité.

### **8.2 Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions**

#### **(a) Obligation de déclaration de franchissements de seuils**

Aux termes de l'article 11 (*Droits et obligations attachés aux Actions*) des statuts de la Société, Toute personne morale ou physique qui, seule ou de concert, vient à détenir de quelque manière que ce soit, une fraction égale à 3 % du capital est tenue d'informer la société dans un délai de 5 jours de bourse à compter du franchissement de l'un de ces seuils, du nombre d'actions, de valeurs mobilières donnant accès au capital et des droits de vote qui y sont attachés, qu'elle détient. Pour l'application de cette obligation statutaire, les seuils de participation sont déterminés dans les mêmes conditions que les seuils de participation légaux.

En cas de non-respect de l'obligation statutaire, les actions excédant la fraction non déclarée sont privées du droit de vote pour toute assemblée d'actionnaires qui se tiendrait jusqu'à l'expiration d'un délai de deux ans suivant la date de régularisation, à la demande, consignée dans le procès-verbal de l'assemblée générale, d'un ou plusieurs actionnaires détenant 3% au moins du capital social.

#### **(b) Transfert d'actions**

Aucune clause des statuts n'a pour effet de restreindre les transferts d'actions de la Société, celles-ci étant librement négociables, sous réserve des dispositions législatives et réglementaires en vigueur.

#### **(c) Droit de vote double**

L'article 11 (*Droits et obligations attachés aux Actions*) des statuts de la Société prévoit que les actions pour lesquelles il est justifié d'une inscription nominative depuis deux ans au moins au nom du même actionnaire ne bénéficient pas d'un droit de vote double.

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

Néant

---

<sup>11</sup> En application des articles L. 225-197-1 et suivants du code de commerce (cause de décès ou d'invalidité du bénéficiaire).

#### **8.4 Participations directes ou indirectes dans le capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil ou d'une déclaration d'opération sur titres**

Conformément aux dispositions de l'article L. 233-7 et suivants du Code de commerce, par courriers à l'AMF et à la Société, l'Initiateur a déclaré avoir franchi à la hausse du fait de l'Acquisition des Blocs le 4 juin 2024 tous les seuils légaux et statutaires jusqu'à 77% du capital social et 77% des droits de vote de la Société, et a déclaré ses intentions concernant la Société.

Ces déclarations feront l'objet d'un avis publié par l'AMF.

Conformément aux dispositions de l'article L. 233-7 et suivants du Code de commerce, par courriers à l'AMF et à la Société, Maison Groult devra déclarer avoir franchi à la baisse du fait de l'Acquisition des Blocs tous les seuils légaux et statutaires jusqu'à 0% du capital social et des droits de vote de la Société.

Ces déclarations feront l'objet d'un avis publié par l'AMF.

Conformément aux dispositions de l'article L. 233-7 et suivants du Code de commerce, par courriers à l'AMF et à la Société, Société De Gestion Billard devra déclarer avoir franchi à la baisse du fait de l'Acquisition des Blocs tous les seuils légaux et statutaires jusqu'à 0% du capital social et des droits de vote de la Société.

Ces déclarations feront l'objet d'un avis publié par l'AMF.

Conformément aux dispositions de l'article L. 233-7 et suivants du Code de commerce, par courriers à l'AMF et à la Société, Monsieur Hubert Grouès devra déclarer avoir franchi à la baisse du fait de l'Acquisition des Blocs tous les seuils légaux et statutaires jusqu'à 0% du capital social et des droits de vote de la Société.

Ces déclarations feront l'objet d'un avis publié par l'AMF.

#### **8.5 Droits de contrôle spéciaux**

Néant

#### **8.6 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel**

Néant

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

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

Les règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration sont prévues à l'article 12 (*Conseil d'administration*) des statuts de la Société :

La société est administrée par un Conseil d'Administration composé de trois membres au moins et de douze au plus.

La durée des fonctions des administrateurs est de six années.

Le nombre des administrateurs ayant atteint l'âge de soixante-dix ans ne peut dépasser la moitié des membres du Conseil d'Administration. Lorsque ce seuil est dépassé, l'Administrateur le plus âgé est réputé démissionnaire d'office.

Chacun des Administrateurs doit, pendant toute la durée de ses fonctions, être propriétaire d'une action.

Le Conseil d'Administration élit, parmi ses membres, son Président. La limite d'âge des fonctions de Président est fixée à soixante-seize ans.

Le Président du Conseil d'Administration organise et dirige les travaux de celui-ci, dont il rend compte à l'assemblée générale. Il veille au bon fonctionnement des organes de la société et s'assure, en particulier, que les administrateurs sont en mesure de remplir leur mission.

#### **8.7.2. Règles applicables à la modification des statuts de la Société**

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

L'assemblée générale extraordinaire ne délibère valablement que si les actionnaires présents ou représentés 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 à celle à laquelle elle avait été convoquée.

L'assemblée générale extraordinaire statue à la majorité des deux tiers des voix dont disposent les actionnaires présents ou représentés.

#### **8.8 Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier en ce qui concerne l'émission ou le rachat d'actions**

En application de l'article 12 (Conseil d'administration) des statuts de la Société le conseil d'administration détermine les orientations de l'activité de la Société et veille à leur mise en œuvre. 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.

Le conseil d'administration procède aux contrôles et vérifications qu'il juge opportuns. Chaque administrateur reçoit toutes les informations nécessaires à l'accomplissement de sa mission et peut se faire communiquer tous les documents qu'il estime utiles.

En dehors des pouvoirs généraux qui lui sont attribués par la loi ou les statuts, le conseil d'administration dispose, à la date du Projet de Note en Réponse, des autorisations et délégations suivantes en matière d'émission ou de rachat d'actions qui lui ont été conférées par les actionnaires de la Société au cours des assemblées générales visées ci-après :

Nature	Date de l'Assemblée Générale	Durée	Montant autorisé	Utilisation effective de l'autorisation
Attribution gratuite d'actions existantes ou à émettre de la Société à certains mandataires sociaux et/ou aux membres du personnel salarié de la Société ou des sociétés ou groupements d'intérêt économique liés	21 juin 2022 13 <sup>ème</sup> résolution	Durée : 38 mois à compter du 21 juin 2022	Attribution limitée à 10 % du capital social à la date de la décision de l'attribution par le Conseil d'administration	4 000 actions attribuées gratuitement (Conseil du 30 septembre 2022)  5 000 actions attribuées gratuitement (Conseil du 15 décembre 2022)
Autorisation d'octroyer des options d'achat d'actions aux membres du personnel salarié et/ou certains mandataires sociaux de la société ou des sociétés ou groupements d'intérêt économique liés	21 juin 2022 - 14 <sup>ème</sup> résolution	Durée : 38 mois à compter du 21 juin 2022	Nombre d'actions limité à 45 000	5 000 options d'achat d'actions attribuées (date d'octroi 1 octobre 2022. Conseil du 30 septembre 2022)
Autorisation en vue du rachat par la Société de ses propres actions	15 juin 2023 14 <sup>ème</sup> résolution	Durée : 18 mois à compter du 15 juin 2023	Dans la limite de 10% du nombre d'actions composant le capital social au jour de l'autorisation donnée au Conseil d'administration	Néant
Autorisation en vue d'annuler tout ou partie des actions détenues en propre par la Société, au titre de l'autorisation de rachat d'actions	15 juin 2023 15 <sup>ème</sup> résolution	Durée : 24 mois à compter du 15 juin 2023	Dans la limite de 10% du capital social au jour de l'autorisation donnée au Conseil d'administration <sup>12</sup>	Néant

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

La Société étant déjà contrôlée par l'Initiateur avant le lancement de l'Offre, l'Offre n'entraînera pas de changement de contrôle de la Société.

### 8.10 Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique d'achat ou d'échange

Néant

## 9. INFORMATIONS COMPLÉMENTAIRES CONCERNANT LA SOCIÉTÉ

Le document « Autres Informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables » de la Société, lequel est requis au titre de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, sera déposé auprès de l'AMF et mis à la disposition du public, sans frais, au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre.

<sup>12</sup> déduction faite des éventuelles actions annulées au cours des 24 derniers mois précédents, les actions que la société détient ou pourra détenir notamment par suite des rachats réalisés dans le cadre de l'article L. 22-10-62 du Code de commerce ainsi que de réduire le capital social à due concurrence conformément aux dispositions légales et réglementaires en vigueur

Ce document sera disponible sur le site internet de l'AMF ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)) ainsi que sur le site internet de la Société (<https://groupe.tipiak.fr>) et pourra être obtenu sans frais au siège social de la Société.

**10. PERSONNE ASSUMANT LA RESPONSABILITE DU PROJET DE NOTE EN RÉPONSE**

*« Conformément à l'article 231-18 du règlement général de l'AMF, à ma connaissance, les données du présent Projet de Note en Réponse sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée ».*

Tipiak

Annexe

**Rapport de l'Expert Indépendant**



# Ledouble

TIPIAK

D2A Nantes Atlantique  
44860 Saint-Aignan de Grand-Lieu

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

ATTESTATION D'ÉQUITÉ

JUIN 2024

Ledouble SAS – 8, rue Halévy – 75009 PARIS  
Tél. 01 43 12 84 85 – E-mail [info@ledouble.fr](mailto:info@ledouble.fr)

Société d'expertise comptable et de commissariat aux comptes

Inscrite au Tableau de l'Ordre des experts comptables et à la Compagnie des commissaires aux comptes de Paris

Société par actions simplifiée au capital de 438 360 €

RCS PARIS B 392 702 023 – TVA Intracommunautaire FR 50 392 702 023



## SOMMAIRE

<b>1.</b>	<b>INTRODUCTION</b>	<b>7</b>
1.1.	Cadre réglementaire de l'intervention de Ledouble	8
1.2.	Indépendance et compétence de Ledouble	8
1.3.	Diligences effectuées	9
1.4.	Affirmations obtenues et limites de la Mission	10
1.5.	Plan du Rapport	11
1.6.	Conventions de présentation	11
<b>2.</b>	<b>PRÉSENTATION DE L'OFFRE</b>	<b>12</b>
2.1.	Sociétés prenant part à l'Offre	12
2.2.	Contexte et termes de l'Offre	13
2.3.	Répartition du capital et des droits de vote et périmètre de l'Offre	14
2.4.	Financement de l'Offre	15
2.5.	Accords et Opérations Connexes	15
<b>3.</b>	<b>PRÉSENTATION DU GROUPE ET DE SON MARCHÉ</b>	<b>16</b>
3.1.	Présentation de Tipiak	16
3.2.	Analyse historique de la performance du Groupe	22
3.3.	Matrice SWOT	28
<b>4.</b>	<b>ÉVALUATION MULTICRITÈRE</b>	<b>29</b>
4.1.	Données structurant l'Évaluation Multicritère	29
4.2.	Méthodes d'évaluation écartées	34
4.3.	Prix payé par l'Initiateur pour l'acquisition du Bloc de Contrôle	34
4.4.	Références boursières	35
4.5.	Valorisation intrinsèque (DCF)	37
4.6.	Valorisation analogique par les Comparables Boursiers	40
4.7.	Valorisation analogique par les Transactions Comparables	43
4.8.	Synthèse de l'Évaluation Multicritère	45
<b>5.</b>	<b>ANALYSE DES ÉLÉMENTS DE VALORISATION DE L'ÉTABLISSEMENT PRÉSENTATEUR</b>	<b>46</b>
5.1.	Critères et méthodes d'évaluation retenus	46
5.2.	Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres	46
5.3.	Références boursières	46
5.4.	Valorisation intrinsèque	46
5.5.	Valorisation analogique par les Comparables Boursiers	48
5.6.	Valorisation analogique par les Transactions Comparables	49
5.7.	Synthèse de la comparaison des éléments de valorisation	49
<b>6.</b>	<b>ACCORDS ET OPÉRATIONS CONNEXES</b>	<b>50</b>
6.1.	Cession du Bloc de Contrôle par les Actionnaires Majoritaires	50
6.2.	Dispositions spécifiques aux Actionnaires Majoritaires	50
6.3.	Accords de liquidité concernant les Actions gratuites	50
6.4.	Convention concernant la levée des options d'achat	51
6.5.	Synthèse	51

7.	OBSERVATIONS FORMULÉES PAR DES ACTIONNAIRES MINORITAIRES	51
8.	SYNTHÈSE	52
9.	CONCLUSION	52
	ANNEXES	53

## GLOSSAIRE, SIGLES ET ACRONYMES

Accords et Opérations Connexes	Accords et opérations connexes à l'Offre
Action(s)	Action(s) de Tipiak
Actionnaires Majoritaires	Maison Groult, Société de Gestion Billard et Monsieur Hubert Grouès
Actionnaires Minoritaires	Actionnaires de Tipiak dont les titres sont visés par l'Offre
AMF	Autorité des marchés financiers
ANC	Actif net comptable consolidé
ANR	Actif net réévalué
Assemblée(s) Générale(s)	Assemblée(s) générale(s) des actionnaires de Tipiak
Attestation d'Équité	Conclusion du Rapport
BFR	Besoin en fonds de roulement
Bloc de Contrôle	Actions détenues par les Actionnaires Majoritaires
bp	Point de base
CA	Chiffre d'affaires
CAGR	<i>Compound Annual Growth Rate</i>
CMPV	Cours moyen(s) pondéré(s) par les volumes
Comparables Boursiers	Panel de sélection de sociétés constitué pour l'évaluation analogique du Groupe et de l'Action par les multiples boursiers
Conseil d'Administration	Conseil d'administration de Tipiak
Conseils	Fides Partners et De Pardieu Brocas Maffei
Contrat de cession et d'acquisition	Contrat de cession en date du 21 décembre 2023 en vue de l'acquisition par C2 Développement d'une participation de 77,53% du capital de Tipiak auprès des Actionnaires Majoritaires pour un prix de 82,0 € par Action
C2 Développement	Société C2 Développement
CVAE	Contribution sur la valeur ajoutée des entreprises
Date de Référence	15 mai 2024
DCF	<i>Discounted Cash Flow</i>
DEU	Document d'enregistrement universel
Direction	Management de Tipiak
EBE	Excédent brut d'exploitation
EBIT	<i>Earnings Before Interests and Taxes</i>

EBITDA	<i>Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation &amp; Amortization</i>
Épicerie	Production de produits d'épicerie
ERP	<i>Enterprise Resource Planning</i>
Établissement Présentateur	Crédit Industriel et Commercial (CIC)
Évaluation Multicritère	Évaluation multicritère de l'Action
Expert Indépendant	Ledouble
GMS	Grande et moyenne surface
Groupe	Société et ses filiales
IFRS	<i>International Financial Reporting Standards</i>
Initiateur	C2 Développement
Ledouble	Ledouble SAS
MDD	Marques de distributeurs
Mission	Expertise indépendante de Ledouble dans le cadre de l'Offre
OAT	Obligations assimilables du Trésor
Offre	Offre publique d'achat simplifiée suivie d'un retrait obligatoire initiée par C2 Développement sur les Actions
OPAS	Offre publique d'achat simplifiée
Opération	Acquisition du Bloc de Contrôle par C2 Développement suivie de l'Offre
Période Explicite	2024 à 2031
PIB	Produit intérieur brut
Plan d'Affaires	Plan d'affaires établi par la Direction et approuvé par le Conseil d'Administration du 28 mars 2024
Plan d'Affaires Commercial	Plan d'affaires établi par la Direction résumant les objectifs commerciaux des équipes de Tipiak et présenté au Conseil d'Administration du 28 mars 2024
Plan d'Affaires Initiateur	Plan d'affaires établi par l'Initiateur
Plats cuisinés surgelés	Production de plats cuisinés surgelés
Panification	Production de produits de panification
Prix d'Acquisition	Prix d'acquisition du Bloc de Contrôle par C2 Développement de 82,0 € par Action
Prix de l'Offre	88,0 €
Projet de Note d'Information	Projet de note d'information déposée par l'Initiateur auprès de l'AMF
Projet de Note d'Information en Réponse	Projet de note d'information en réponse à déposer par la Société auprès de l'AMF
Q&A	Questions-réponses

RA	Rapport annuel
Rapport	Rapport d'expertise indépendante établi par Ledouble
RFS	Rapport financier semestriel
RHD	Restauration hors domicile
RO	Retrait Obligatoire
Secteur Froid	Secteur regroupant les activités Plats cuisinés surgelés et Traiteur Pâtissier
Secteur Sec	Secteur regroupant les activités Épicerie et Panification
Société	Tipiak
Terrena	Société Terrena
Tipiak	Société Tipiak
Traiteur Pâtissier	Production de produits de traiteur et de pâtisserie
Transactions Comparables	Panel d'opérations constitué pour l'évaluation analogique du Groupe et de l'Action par les multiples transactionnels
UGT	Unité génératrice de trésorerie
Valeur d'Entreprise	Valeur d'entreprise
VE	Valeur d'Entreprise
Wacc	<i>Weighted Average Cost of Capital</i>

## 1. Introduction

Ledouble SAS (« **Ledouble** ») a été désigné le 13 décembre 2023 par le conseil d'administration (le « **Conseil d'Administration** ») de la société Tipiak (« **Tipiak** » ou la « **Société** ») en qualité d'expert indépendant (l'« **Expert Indépendant** ») dans le cadre du projet d'offre publique d'achat simplifiée suivie d'un retrait obligatoire (l'« **Offre** ») initiée sur les actions de Tipiak (les « **Actions** » et unitairement l'« **Action** ») par la société C2 Développement (« **C2 Développement** » ou l'« **Initiateur** »), filiale de la société Terrena (« **Terrena** »).

Par communiqué de presse en date du 27 octobre 2023<sup>1</sup>, Tipiak a annoncé que les sociétés Maison Groult, Société de Gestion Billard et Monsieur Hubert Grouès (les « **Actionnaires Majoritaires** ») et C2 Développement entraient en négociation exclusive en vue de l'acquisition par C2 Développement d'une participation majoritaire d'environ 77,95%, ramenée à 77,53%, du capital de Tipiak S.A. (le « **Bloc de Contrôle** »)<sup>2</sup>.

L'opération (l'« **Opération** ») envisagée comporte schématiquement deux volets :

- l'acquisition du Bloc de Contrôle à un prix initialement prévu de 88,0 € par Action révisé à la baisse à 82,0 € par Action (le « **Contrat de cession et d'acquisition** ») tel qu'annoncé dans le communiqué de presse de Tipiak du 30 novembre 2023<sup>3</sup> (le « **Prix d'Acquisition** ») ;
- le lancement d'une offre publique d'achat simplifiée (« **OPAS** »), suivie d'un retrait obligatoire (« **RO** »), sur l'ensemble des titres Tipiak non encore détenus à un prix de **88,0 €** par Action (le « **Prix de l'Offre** »).

La mission d'expertise indépendante confiée à Ledouble (la « **Mission** ») consiste à attester le caractère équitable des conditions financières de l'Offre (l'« **Attestation d'Équité** ») pour les actionnaires de Tipiak dont les titres sont visés par l'Offre (les « **Actionnaires Minoritaires** »), aux conditions financières de l'Offre résumées dans les deux communiqués de presse de Tipiak précités et détaillées dans le projet de note d'information de l'Initiateur.

---

<sup>1</sup> « *Entrée en négociations exclusives des actionnaires majoritaires de Tipiak S.A. et de C2 Développement en vue de l'acquisition d'une participation majoritaire dans Tipiak S.A.* », communiqué de presse de Tipiak du [27 octobre 2023](#).

<sup>2</sup> « *Projet de rapprochement avec Terrena : signature du contrat de cession entre les actionnaires majoritaires de Tipiak S.A. et Terrena en vue de l'acquisition d'une participation majoritaire dans Tipiak S.A.* », communiqué de presse de Tipiak du [21 décembre 2023](#).

<sup>3</sup> « *Prévisions d'activité et de résultats 2023* », communiqué de presse de Tipiak du [30 novembre 2023](#).

## 1.1. Cadre réglementaire de l'intervention de Ledouble

Le présent rapport d'expertise indépendante (le « **Rapport** »), comportant en conclusion l'Attestation d'Équité, est établi en application de l'article [262-1](#) du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (« **AMF** »), des instructions d'application AMF n°[2006-07](#)<sup>4</sup> et n°[2006-08](#)<sup>5</sup>, ainsi que de la recommandation AMF n°[2006-15](#)<sup>6</sup>.

Suite à notre nomination en qualité d'Expert Indépendant par le Conseil d'Administration<sup>7</sup>, après agrément de l'AMF dans les conditions fixées par l'article [261-1-1](#) du règlement général de l'AMF, la Société nous a adressé<sup>8</sup> une lettre précisant le fondement réglementaire de notre désignation ainsi que les éventuelles situations de conflit d'intérêts identifiées ; cette lettre, qui figure en **Annexe 1** du Rapport, précise que notre désignation entre dans le champ de :

- l'article [261-1](#) I 1<sup>9</sup>, 4<sup>10</sup> et II<sup>11</sup> du règlement général de l'AMF ;
- l'instruction d'application AMF n°[2006-07](#) ; et
- l'instruction d'application AMF n°[2006-08](#), elle-même complétée de la recommandation AMF n°[2006-15](#).

## 1.2. Indépendance et compétence de Ledouble

Ledouble est indépendant des parties prenantes à l'Offre, plus particulièrement de la Société, de l'Initiateur et de ses actionnaires, ainsi que des conseils juridiques<sup>12</sup> (les « **Conseils** ») et de l'établissement présentateur<sup>13</sup> de l'Offre (l'« **Établissement Présentateur** »)<sup>14</sup>.

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

En particulier :

- nous n'intervenons pas de manière répétée avec l'Établissement Présentateur<sup>15</sup> ;
- nous ne nous trouvons dans aucun des cas de conflits d'intérêts visés à l'article 1 de l'instruction AMF n°[2006-08](#).

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

<sup>4</sup> « Offres publiques d'acquisition ».

<sup>5</sup> « Expertise indépendante ».

<sup>6</sup> « Expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières ».

<sup>7</sup> « Chiffre d'affaires annuel 2023, Projet de rapprochement avec Terrena : désignation d'un expert indépendant », [30 janvier 2024](#).

<sup>8</sup> En application de l'article 1 de l'instruction AMF n°[2006-08](#).

<sup>9</sup> La Société étant contrôlée par l'Initiateur, au sens de l'article L. [233-3](#) du Code de commerce, avant le lancement de l'Offre.

<sup>10</sup> En cas d'opérations(s) connexe(s) à l'Offre, susceptibles d'avoir un impact significatif sur le Prix de l'Offre.

<sup>11</sup> Compte tenu du retrait obligatoire.

<sup>12</sup> Fides Partners (conseil juridique de la Société) et De Pardieu Brocas Maffei (conseil juridique de l'Initiateur).

<sup>13</sup> Crédit Industriel et Commercial (CIC).

<sup>14</sup> La liste des principaux interlocuteurs rencontrés ou/et contactés durant la Mission figure en **Annexe 4**.

<sup>15</sup> Les expertises financières indépendantes publiques que nous avons réalisées au cours de la période la plus récente sont recensées avec le nom des établissements présentateurs en **Annexe 7**.

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

Les compétences de l'équipe qui a réalisé la Mission figurent en **Annexe 6**.

### 1.3. Diligences effectuées

Nous avons effectué nos diligences conformément aux dispositions des articles [262-1](#) et suivants du règlement général de l'AMF, des instructions d'application AMF n°[2006-07](#) et n°[2006-08](#), et de la recommandation AMF n°[2006-15](#) (§ 1.1).

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

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

Nos diligences ont consisté :

- d'une part, en la prise de connaissance du contexte et du corpus juridique de l'Offre, des caractéristiques de l'Initiateur, des activités et de l'environnement de la Société et de ses filiales (le « **Groupe** ») et, au terme d'un diagnostic à partir de ces informations, en une valorisation multicritère de l'Action ainsi qu'en une analyse du Prix de l'Offre par rapport aux résultats de cette évaluation, en vue d'en apprécier le caractère équitable dans le contexte de l'Offre ;
- d'autre part, à vérifier l'absence d'éléments assimilables à des accords et opérations connexes à l'Offre (les « **Accords et Opérations Connexes** »), susceptibles de préjudicier aux intérêts des Actionnaires Minoritaires.

Ces diligences, qui ont été conduites parallèlement aux réunions, entretiens et échanges de courriels que nous avons eus, tout au long de la Mission, avec les représentants de la Société, de l'Initiateur, de leurs conseils juridiques respectifs, et de l'Établissement Présentateur, se sont fondées notamment sur :

- l'examen de la documentation juridique relative à l'Opération et à son dispositif de financement, ainsi qu'aux Accords et Opérations Connexes à l'Offre ;
- la prise de connaissance du processus compétitif de vente initié par les Actionnaires Majoritaires ;
- la revue des conditions financières de l'Offre et de leur articulation autour du Prix d'Acquisition ;
- des requêtes documentaires et des entretiens avec les parties prenantes à l'élaboration du projet d'Offre ;
- la visite de sites de production ;
- l'exploitation des informations publiques et réglementées disponibles sur le site Internet de Tipiak ;
- la consultation des rapports de *due diligence* établis à demande des parties à l'Opération ;
- l'examen des comptes rendus de réunions du comité d'audit dans le cadre de la clôture annuelle des comptes consolidés et sociaux de la Société ;

- la revue des délibérations du Conseil d'Administration ainsi que des décisions prises en Assemblée Générale des actionnaires (l'« **Assemblée Générale** ») ;
- la consultation de notre documentation sectorielle ainsi que des extractions de nos bases de données financières relatives à l'activité du Groupe dans son environnement concurrentiel ;
- la revue des performances opérationnelles historiques du Groupe ;
- l'examen approfondi des données prévisionnelles élaborées par la direction de la Société (la « **Direction** ») suivi de la mise en perspective de ces projections avec les données budgétaires et prévisionnelles antérieures et les éléments utilisés pour la réalisation des tests de dépréciation des actifs (*impairment tests*) ;
- l'analyse de l'historique du cours de bourse de l'Action ;
- l'examen des notes établies par les analystes financiers en charge du suivi de l'Action Tipiak ;
- l'évaluation multicritère de l'Action (l'« **Évaluation Multicritère** ») et des analyses de sensibilité aux hypothèses structurantes de cette évaluation ;
- l'étude des Accords et Opérations Connexes ;
- la revue des travaux de l'Établissement Présentateur et la comparaison avec les résultats de nos propres travaux d'évaluation ;
- la lecture des projets de note d'information de l'Initiateur (le « **Projet de Note d'Information** ») et de note d'information en réponse de la Société (le « **Projet de Note d'Information en Réponse** »)<sup>16</sup> dans le processus de dépôt du projet d'Offre auprès de l'AMF ;
- la prise en compte des observations sur les termes de l'Offre qui pourraient être formulées par des Actionnaires Minoritaires.

#### 1.4. Affirmations obtenues et limites de la Mission

Nous avons obtenu auprès de la Direction et des représentants de l'Initiateur confirmation des éléments significatifs que nous avons exploités dans le cadre de la Mission pour l'établissement du Rapport.

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

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

---

<sup>16</sup> Dernières versions obtenues au 31 mai 2024.

## 1.5. Plan du Rapport

Nous présentons, ci-après, successivement :

- les parties à l'Offre ainsi que le contexte et les modalités de sa réalisation (§ 2) ;
- l'environnement, les activités et les performances du Groupe (§ 3) ;
- nos travaux d'Évaluation Multicritère (§ 4) ;
- l'analyse des éléments de valorisation de l'Action par l'Établissement Présentateur (§ 5) ;
- l'examen des Accords et Opérations Connexes (§ 6) ;
- les observations formulées par des Actionnaires Minoritaires (§ 7) ;
- la synthèse de nos diligences (§ 8) ;
- en conclusion l'Attestation d'Équité (§ 9).

## 1.6. Conventions de présentation

Les montants présentés dans le Rapport sont exprimés en :

- euros (€) ;
- milliers d'euros (K€) ;
- millions d'euros (M€) ;
- millions de dollars (M\$) ;
- milliards d'euros (Md€) ;
- milliards de dollars (Md\$).

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

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

Les liens [hypertexte](#) peuvent être activés dans la version électronique du Rapport.

## 2. Présentation de l'Offre

### 2.1. Sociétés prenant part à l'Offre

#### 2.1.1. Tipiak

Tipiak est une société anonyme, sise domaine d'Activités Aéroportuaire de Nantes Atlantique à Saint-Aignan de Grand Lieu (44860) et immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nantes sous le numéro 301 691 655.

Son capital social, d'un montant de 2.756.940 €, se compose de 918.980 Actions d'une valeur nominale unitaire de 3 €.

La Société est l'entité faitière du Groupe Tipiak dont l'activité s'articule autour de la production de plats cuisinés surgelés, de produits de traiteur et de pâtisserie, de produits d'épicerie et de panification.

Les Actions Tipiak sont admises aux négociations sur le compartiment C du marché Euronext Paris<sup>17</sup>.

À la suite de l'acquisition du Bloc de Contrôle par C2 Développement, le capital et les droits de vote de la Société sont détenus par l'Initiateur à proportion de 77,53% (§ 1 et § 2.3.1).

#### 2.1.2. Initiateur

C2 Développement, dont le capital est détenu en totalité par Terrena, est une société par actions simplifiée, sise à La Noëlle, Ancenis-Saint-Géréon (44150) et immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nantes sous le numéro 334 270 071. Son capital social s'élève à 200.000.000 €.

Terrena, également sise à La Noëlle, Ancenis-Saint-Géréon (44150), et immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nantes sous le numéro 429 707 292, est une société coopérative agricole, société-mère du groupe agroalimentaire Terrena. Son capital est détenu par plus de 20.000 exploitants agricoles et d'autres coopératives (associés coopérateurs).

#### 2.1.3. Actionnaires Majoritaires

La catégorie des Actionnaires Majoritaires regroupe les principaux actionnaires de la Société antérieurement à l'acquisition du Bloc de Contrôle par l'Initiateur :

- la Maison Groult, qui détenait 324.101 Actions, soit 35,27% du capital de la Société ;
- la Société De Gestion Billard, qui était propriétaire de 319.572 actions, soit 34,77% du capital de la Société ; et
- Monsieur Hubert Grouès, qui possédait 68.820 actions, soit 7,49% du capital de la Société.

Conformément au Contrat de cession et d'acquisition (§ 2.2), les Actionnaires Majoritaires ont cédé, par des blocs hors marché, l'ensemble de leurs Actions à C2 Développement, soit au total 712.493 Actions auxquels sont attachés autant de droits de vote (§ 2.3).

---

<sup>17</sup> Code ISIN : FR0000066482, mnémonique TIPI.

## 2.2. Contexte et termes de l'Offre

L'Opération résulte d'un processus compétitif de cession organisé début 2023 au cours duquel une banque d'affaires<sup>18</sup> a contacté une cinquantaine de candidats à la reprise présentant des profils à la fois financiers et industriels.

Le 16 octobre 2023, C2 Développement a remis son offre suivie de la signature d'un accord d'exclusivité le 27 octobre 2023.

Le 13 décembre 2023, la Société a annoncé la remise par Terrena d'une offre ferme et irrévocable aux Actionnaires Majoritaires portant sur l'acquisition du Bloc de Contrôle au prix révisé de 82,0 € par Action, en lieu et place du prix de 88,0 € par Action initialement envisagé<sup>19</sup>, Terrena ayant toutefois l'intention de « *maintenir à 88 € le prix par Action qui serait proposé dans le cadre de l'offre publique d'achat simplifiée obligatoire qui serait lancée sur le reste du capital de Tipiak S.A. en cas de réalisation de l'acquisition du Bloc de Contrôle* »<sup>20</sup>.

Par communiqué de presse en date du 21 décembre 2023<sup>21</sup>, Tipiak a annoncé la signature du Contrat de cession et d'acquisition entre Terrena et les Actionnaires Majoritaires prévoyant l'acquisition par Terrena du Bloc de Contrôle auprès des Actionnaires Majoritaires pour un prix de 82,0 € par Action.

Compte tenu de l'acquisition du Bloc de Contrôle, l'Initiateur, qui détient à l'issue de cette étape de l'Opération 712.493 Actions représentant 77,53% du capital et des droits de vote de la Société (§ 2.1.3), est tenu de déposer une offre publique d'achat simplifiée (OPAS) sur les titres de la Société en raison du franchissement à la hausse des seuils de 30% et de 50% du capital et des droits de vote<sup>22</sup>.

L'Offre, initiée sur les titres Tipiak au Prix de l'Offre de 88,0 € par Action, s'inscrit donc dans le prolongement de l'acquisition du Bloc de Contrôle. L'Initiateur souhaite en outre, si les conditions sont réunies<sup>23</sup>, mettre en œuvre une procédure de retrait de cote.

L'acquisition du Bloc de Contrôle est restée soumise à l'obtention de l'autorisation préalable de l'Autorité de la concurrence ; cette condition suspensive, stipulée dans le Contrat de cession et d'acquisition, a été levée le 23 mai 2024.

Le transfert du Bloc de Contrôle est intervenu le 4 juin 2024.

En conséquence, C2 Développement a déposé l'Offre sur l'ensemble des titres Tipiak non encore détenus par l'Initiateur.

Les termes et motifs de l'Offre sont résumés dans la communication financière de Tipiak<sup>24</sup> et détaillés dans le Projet de Note d'Information<sup>25</sup>.

<sup>18</sup> Macquarie Group.

<sup>19</sup> Dans le communiqué de presse précité du [27 octobre 2023](#).

<sup>20</sup> « *Remise d'une offre ferme et irrévocable aux actionnaires majoritaires de Tipiak S.A. par Terrena en vue de l'acquisition d'une participation majoritaire dans Tipiak S.A.* », communiqué de presse de Tipiak du [13 décembre 2023](#).

<sup>21</sup> « *Projet de rapprochement avec Terrena : signature du contrat de cession entre les actionnaires majoritaires de Tipiak S.A. et Terrena en vue de l'acquisition d'une participation majoritaire dans Tipiak S.A.* », communiqué de presse de Tipiak du [21 décembre 2023](#).

<sup>22</sup> En application des articles [223-11](#), I, alinéa 2, [233-1](#) et [234-2](#) du règlement général de l'AMF.

<sup>23</sup> La mise en œuvre d'une procédure de retrait de cote suppose que l'Initiateur détienne à l'issue de l'Offre 90% du capital et des droits de vote de la Société.

<sup>24</sup> Communiqués de presse en date du [27 octobre 2023](#), du [30 novembre 2023](#), du [13 décembre 2023](#).

<sup>25</sup> Projet de Note d'Information, dernière version obtenue au 31 mai 2024.

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

À la date du Projet de la Note d'Information, la répartition du capital et des droits de vote détaillée dans le Projet de Note d'Information est la suivante :

### Actionnariat - Avant l'acquisition du Bloc de Contrôle

	Nombre d'Actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% droits de vote
Actionnaires Majoritaires	712 493	77,53%	712 493	77,53%
Fonds Communs de Placement des salariés	20 843	2,27%	20 843	2,27%
Actions auto-détenues	31 969	3,48%	31 969	3,48%
Flottant	153 675	16,72%	153 675	16,72%
<b>Total Actions</b>	<b>918 980</b>	<b>100%</b>	<b>918 980</b>	<b>100%</b>

### Actionnariat - Après l'acquisition du Bloc de Contrôle et la conclusion des Accords de liquidité

	Nombre d'Actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% droits de vote
Initiateur	712 493	77,53%	712 493	77,53%
Actions auto-détenues*	0	0,00%	0	0,00%
Actions gratuites en période de conservation**	5 000	0,54%	5 000	0,54%
<b>Initiateur</b>	<b>717 493</b>	<b>78,07%</b>	<b>717 493</b>	<b>78,07%</b>
Fonds Commun de Placement des salariés	20 843	2,27%	20 843	2,27%
Flottant	180 644	19,66%	180 644	19,66%
<b>Total Actions</b>	<b>918 980</b>	<b>100%</b>	<b>918 980</b>	<b>100%</b>

Source : Société

\* Les Actions auto-détenues ont été utilisées par la Société pour servir la levée des options (§ 6).

\*\* Assimilées aux Actions de l'Initiateur.

À date, il n'existe pas d'instrument dilutif susceptible de donner accès au capital ou aux droits de vote de la Société à l'exception de 4.000 Actions gratuites en période d'acquisition.

Le 30 mai 2024, l'Initiateur a conclu une convention avec la Société et les salariés de la Société alors titulaires de 39.110 options d'achat d'Actions (§ 6.4) :

- les 31.969 Actions auto-détenues ont été utilisées par la Société pour servir la levée des options par leurs titulaires ;
- le solde de 7.141<sup>26</sup> Actions sera cédé au Prix de l'Offre par l'Initiateur à la Société afin de permettre la levée de l'intégralité des options d'achat d'Actions.

Le 31 mai 2024, l'Initiateur a conclu des accords de liquidité<sup>27</sup> (§ 6.3), avec chacun des bénéficiaires d'Actions gratuites, intégrant des promesses d'achat et de vente, pour leur permettre de les céder à l'Initiateur ou à ce dernier de les acquérir.

En conséquence, l'Offre porte sur les Actions non encore détenues par l'Initiateur, soit 208.628 Actions représentant 22,7 % du capital et des droits de vote de la Société.

<sup>26</sup> Ces 7.141 options n'ont pas été considérées comme dilutives dans la mesure où ces options seront couvertes par la cession d'Action de l'Initiateur à la Société.

<sup>27</sup> Ces accords de liquidité sont assimilables à des Accords et Opérations Connexes (§ 6.4).

Étant précisé que :

- les 5.000 Actions gratuites en période de conservation sont assimilées à des Actions détenues par l'Initiateur<sup>28</sup> ;
- les 39.110 Actions issues de la levée des options d'achat sont visées par l'Offre dont :
  - 7.141 Actions, qui seront cédées par l'Initiateur à la Société ; et
  - 31.969 Actions déjà intégrées dans le flottant.

## 2.4. Financement de l'Offre

Le montant total devant être payé par l'Initiateur, hors frais et commissions liés à l'Offre, s'établit à 18,4 M€.

Le Projet de Note d'Information indique que l'Offre sera financée sur les fonds propres de l'Initiateur puis sera refinancée au moyen d'un crédit d'acquisition octroyé par un pool bancaire.

## 2.5. Accords et Opérations Connexes

L'Opération est assortie d'Accords et Opérations Connexes, décrits et analysés *infra* (§ 6).

---

<sup>28</sup> En application de l'article [L. 233-9](#) I, 4° du Code de commerce.

### 3. Présentation du Groupe et de son marché<sup>29</sup>

Nous nous sommes attachés, préalablement à l'évaluation multicritère du Groupe et de l'Action (l'« **Évaluation Multicritère** »), à établir un diagnostic à partir d'informations sectorielles et financières, afin de dégager les principales forces et faiblesses du Groupe ainsi que les opportunités et menaces auxquelles il est confronté sur son marché, résumées en synthèse sous la forme d'une matrice SWOT (§ 3.3).

#### 3.1. Présentation de Tipiak

##### 3.1.1. Facteurs historiques de croissance et de développement

Depuis sa création, le Groupe a fondé sa stratégie d'expansion sur la croissance interne grâce à :

- sa capacité d'innovation et de diversification de son portefeuille de produits ; et
- sa présence dans les réseaux de distribution en France et à l'international.



<sup>29</sup> Nos sources documentaires sectorielles figurent en **Annexe 5**.

### 3.1.2. Activités du Groupe

Le Groupe développe son offre autour de deux secteurs<sup>30</sup> répartis en quatre activités :

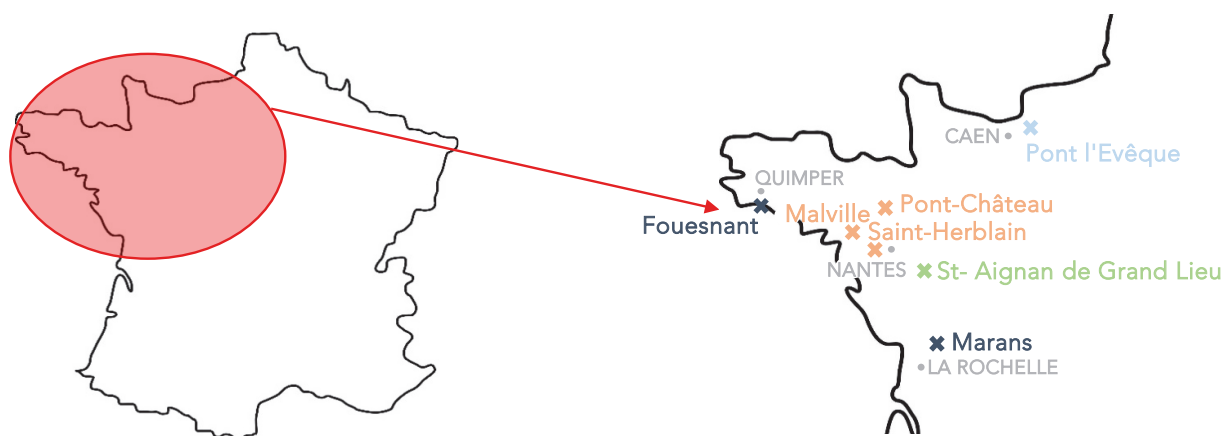
- le secteur froid (le « **Secteur Froid** ») couvre la production de plats cuisinés surgelés (les « **Plats cuisinés surgelés** ») et de produits de traiteur et de pâtisserie (le « **Traiteur Pâtissier** ») ;
- le secteur sec (le « **Secteur Sec** ») regroupe la production de produits d'épicerie (l'« **Épicerie** ») et de produits de panification (la « **Panification** »).



Le Secteur Froid et le Secteur Sec constituent les unités génératrices de trésorerie (« **UGT** ») dans l'information sectorielle consolidée.

<sup>30</sup> Les contributions du Secteur Froid et du Secteur Sec au chiffre d'affaires et à l'excédent brut d'exploitation (EBE) se rapportent au dernier exercice clos le 31 décembre 2023 (§ 3.2.1.1 et § 3.2.1.2).

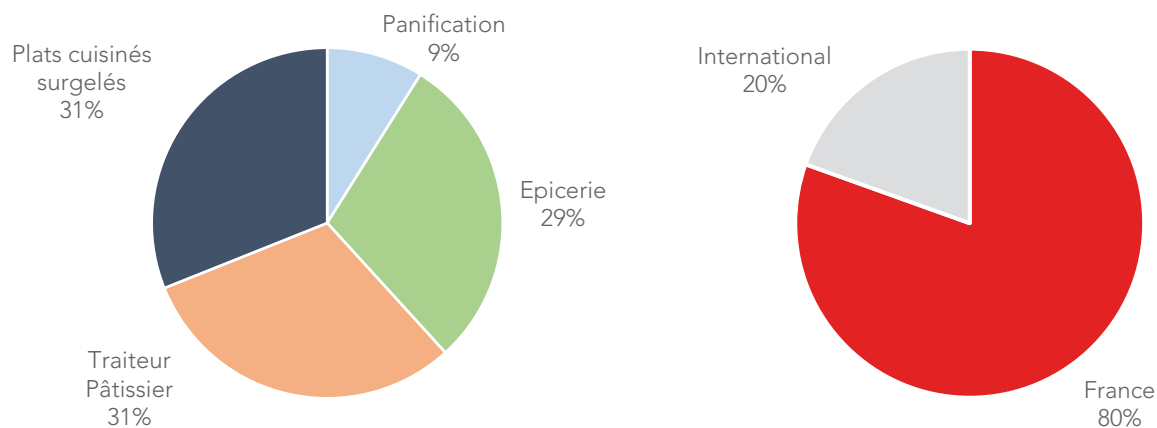
Tipiak exploite sept sites de production situés dans le secteur grand-ouest de la France :



Au 31 décembre 2023, la distribution des produits, sous marque propre ou marques de distributeurs (« MDD »), s'effectue principalement au travers des grandes et moyennes surfaces (« GMS ») (51%) et des détaillants spécialisés en surgelés disposant d'un réseau physique de distribution (*freezer centers*) (19%)<sup>31</sup>.

Au 31 décembre 2023, la répartition du chiffre d'affaires par activité souligne le poids des segments Traiteur Pâtissier et Plats cuisinés surgelés. Géographiquement, la France reste prépondérante.

#### Répartition du chiffre d'affaires par activité et par zone géographique



Source : Rapport annuel 2023

<sup>31</sup> Le solde se répartit à hauteur de 20% à l'international et de 10% pour les autres circuits de distribution (restauration à domicile et industrie).

### 3.1.3. Principales caractéristiques du secteur

Notre analyse sectorielle se concentre sur les fabricants de plats cuisinés et de pâtisserie industrielle relevant du Secteur Froid, qui représente plus de 60% de l'activité du Groupe (§ 3.1.2).

#### 3.1.3.1. Secteur des fabricants de plats cuisinés

##### (i) Contexte général

Depuis une dizaine d'années, l'activité des plats préparés en France est fluctuante selon les segments ; si la demande pour les appertisés<sup>32</sup> et les surgelés a été freinée par les scandales alimentaires<sup>33</sup>, les consommateurs ont favorisé la consommation de plats préparés frais qui bénéficient d'une meilleure image grâce :

- à une communication des fabricants axée sur la qualité des produits ; et
- au renouvellement des recettes.

Les efforts d'innovation ont par ailleurs contribué à la croissance du marché en renforçant l'attrait pour les plats cuisinés et en élargissant la base de consommateurs ainsi qu'à l'appréciation des prix de vente.

En outre, le secteur fait face à la mutation des habitudes alimentaires des consommateurs qui se traduit par l'individualisation de la consommation (évolution des modes de vie, moindre structuration des repas), la recherche croissante de gain de temps, la volonté de « manger sain » (consommation de produits bruts) et le « fait maison ».

Il bénéficie par ailleurs de la demande en provenance de la restauration hors domicile<sup>34</sup> (« RHD ») qui représente à la fois un concurrent et un marché clé pour de nombreux fabricants.

Dans le contexte inflationniste actuel, les plats cuisinés, et notamment surgelés, rencontrent des difficultés à conserver leur image de produits abordables au moment où un scandale sanitaire a été médiatisé encore récemment<sup>35</sup>, venant entamer la confiance des consommateurs. Malgré une résilience de la demande des ménages, les ventes de Plats cuisinés surgelés sont également affectées par la concurrence des plats « faits maison » et des produits à MDD.

Le secteur doit également faire face au durcissement continu de la réglementation sanitaire.

La distribution de Plats cuisinés surgelés s'effectue principalement par le biais des GMS et les magasins spécialisés (freezer centers) comme Picard Surgelés qui domine le secteur.<sup>36</sup>

##### (ii) Acteurs

Depuis le début des années 2010 avec l'émergence de nouvelles tendances telles que les produits biologiques et les plats végétariens, de nombreux fabricants de plats cuisinés de petites tailles ont émergé, venant s'ajouter aux acteurs locaux spécialisés.

<sup>32</sup> Conserves et bocaux.

<sup>33</sup> Viande de cheval en 2013, notamment.

<sup>34</sup> Qu'il s'agisse de la restauration rapide, collective ou traditionnelle.



















<sup>35</sup> Sur les pizzas surgelées.

<sup>36</sup> Les segments les mieux valorisés à l'image des plats cuisinés emballés traiteur sont majoritairement distribués sous marques propres, alors que les MDD se concentrent sur les segments des plats et des entrées surgelés.

Malgré cette diversité des acteurs, le secteur reste dominé par des grands noms<sup>37</sup> aux côtés desquels évoluent une multitude de TPE-PME, dont certaines interviennent en tant que sous-traitantes.

Les acteurs majeurs s'appuient sur des marques et un outil de production de grande envergure permettant de répondre aux exigences de la GMS<sup>38</sup>. Les structures de tailles inférieures mettent en avant leur proximité.

### Acteurs Français du secteur de la fabrication des plats préparés en France

										
										
Produits alimentaires	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Plats cuisinés frais	✓	✓			✓	✓	✓	✓	✓	
Surgelés	✓	✓		✓	✓	✓				✓
Conserves		✓		✓		✓			✓	
CA 2023	5,8 Md€	5,0 Md€	5,5 Md€	3,8 Md€	2,5 Md€	2,4 Md€	0,8 Md€	0,4 Md€	0,3 Md€	0,2 Md€
Cotées	✓	✗	✗	✗	✗	✓	✓	✗	✗	✓

Source : Xerfi, La fabrication et le marché des plats cuisinés et pizzas, Novembre 2023.

### Acteurs internationaux du secteur de la fabrication des plats préparés en France

									
									
Produits alimentaires	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Plats cuisinés frais	✓		✓		✓	✓	✓		✓
Surgelés	✓	✓		✓		✓		✓	✓
Conserves			✓						
CA 2023	7,5 Md€	4,9 Md€	4,5 Md€	3,0 Md€	1,1 Md€	2,0 Md\$	0,6 Md€	0,6 Md€	0,2 Md€
Cotées	✗	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓

Source : Xerfi, La fabrication et le marché des plats cuisinés et pizzas, Novembre 2023.

<sup>37</sup> Les quatre premiers fabricants réalisent près de 30% du chiffre d'affaires du secteur.

<sup>38</sup> Ventes sous promotion, délais de livraison,...

### (iii) Données clés et perspectives

Après deux années de crise sanitaire marquées par un report important de la consommation hors foyer vers le domicile, des comportements de stockage et la systématisation du télétravail :

- les ventes de plats cuisinés en GMS ont atteint 5,3 Md€ en 2022, en progression de 3,2% en valeur malgré des volumes en baisse de 1,8%, puis en 2023, avec une progression attendue de plus de 10% en valeur et un repli des volumes de l'ordre de 2%, le montant des ventes atteignant 5,9 Md€ ; et
- les ventes de produits surgelés salés ont baissé de 4,7% en 2022 (à 3,8 Md€) avec une part des entrées et des plats cuisinés respectivement de 13,3% et 9,0% ; le repli est encore noté en 2023.

Face à la hausse de l'ensemble de leurs coûts de production<sup>39</sup> depuis 2022, les industriels du secteur ont majoré leurs prix de vente.

L'année 2023 se traduit par la résilience de la demande des ménages et une évolution du mix produit ; en effet, afin de contrer l'inflation, les ménages ont réorienté leurs dépenses vers les premiers prix et les MDD qui ont vu leur part de marché progresser de 1,6%. Cette tendance de « descente en gamme » n'est néanmoins pas de nature à remettre en cause la conversion des modes de consommation des ménages vers une alimentation plus saine et plus éco-responsable<sup>40</sup>.

Les prévisions pour l'année 2024 tablent sur un repli des ventes tant en volume (-1,0%) qu'en valeur (-2,0%).

#### 3.1.3.2. Pâtisserie industrielle

En 2022, les ventes de surgelés sucrés, qui représentent moins de 30% du marché français des produits surgelés, sont restées stables à 1,5 Md€ ; les spécialités individuelles représentent 65% du marché grand public des surgelés sucrés (955 M€).

Alors que l'activité était soutenue par la premiumisation et le regain d'intérêt pour le « made in France », le contexte inflationniste a incité les consommateurs à descendre en gamme et à privilégier les MDD et les ventes sous promotion tout en négligeant les produits bio en GMS.

Si l'inflation a compensé les effets négatifs du mix produit, les industriels redoutent l'impact des habitudes de consommation orientées vers les MDD<sup>41</sup>.

Les industriels devront donc poursuivre leur développement dans des offres responsables, asseoir leur positionnement sur le créneau des produits naturels et traditionnels et croître à l'international.

La pâtisserie surgelée, par exemple, se consolide autour de grands acteurs, comme Mademoiselle Desserts, Boncolac, Poppies Berlidon, Le Duff qui se concentrent sur l'innovation et l'investissement pour augmenter leurs capacités de production et parvenir à des économies d'échelle.

Si la GMS demeure le premier circuit de distribution du secteur suivi des magasins spécialisés (*freezer centers*), les industriels réalisent une part importante de leurs revenus sur les circuits hors foyer (restauration traditionnelle et collective), le *take away*, le catering (événements, traiteurs, aéroports,...) et à l'export.

<sup>39</sup> Les coûts d'approvisionnement sur l'ensemble des matières premières alimentaires et non alimentaires, les coûts logistiques avec la hausse des coûts du transport, les coûts de production avec l'augmentation des tarifs énergétiques et des salaires.

<sup>40</sup> Les produits porteurs du Nutri-Score voient leurs volumes de vente croître de 2,8% en volume, tandis que ceux qui ne l'affichent pas perdent 2,3%.

<sup>41</sup> D'autant que les distributeurs, tels Carrefour, affichent de fortes ambitions pour leurs marques propres.

### 3.2. Analyse historique de la performance du Groupe

Les données sont issues des comptes consolidés du Groupe établis en conformité avec le référentiel comptable international IFRS<sup>42</sup>, et dont la date de clôture annuelle est le 31 décembre.

Les performances du Groupe de 2018 à 2023 en termes d'activité et de rentabilité (§ 3.2.1), ainsi que sa structure bilancielle au 31 décembre 2023 (§ 3.2.2) et l'historique de ses flux de trésorerie (§ 3.2.3), sont présentées ci-après.

#### 3.2.1. Analyse de l'activité et de la rentabilité

L'activité et la rentabilité du Groupe ont connu l'évolution suivante au cours des six derniers exercices<sup>43</sup> :

<b>Compte de résultat</b>						
<b>M€</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>193,0</b>	<b>194,2</b>	<b>199,1</b>	<b>211,0</b>	<b>239,4</b>	<b>225,4</b>
<b>% croissance</b>	<b>(2,6%)</b>	<b>0,6%</b>	<b>2,5%</b>	<b>6,0%</b>	<b>13,4%</b>	<b>(5,8%)</b>
Variations de stocks de produits finis	(1,3)	(0,8)	2,6	1,6	3,6	2,1
Consommation de matières premières et marchandises	(78,2)	(76,3)	(78,7)	(81,8)	(102,5)	(96,3)
<b>Marge brute</b>	<b>113,6</b>	<b>117,1</b>	<b>123,0</b>	<b>130,8</b>	<b>140,5</b>	<b>131,2</b>
Autres charges externes	(39,4)	(37,2)	(36,9)	(41,4)	(46,2)	(49,4)
Frais de personnel	(59,6)	(63,7)	(66,4)	(69,5)	(71,8)	(68,2)
Impôts et taxes	(2,1)	(2,1)	(2,1)	(1,2)	(1,4)	(1,6)
<b>Excédent brut d'exploitation</b>	<b>12,4</b>	<b>14,2</b>	<b>17,6</b>	<b>18,7</b>	<b>21,1</b>	<b>12,0</b>
<b>% du chiffre d'affaires</b>	<b>6,4%</b>	<b>7,3%</b>	<b>8,8%</b>	<b>8,9%</b>	<b>8,8%</b>	<b>5,3%</b>
Amortissements et provisions	(8,1)	(9,3)	(9,4)	(10,9)	(11,9)	(11,5)
Dépréciations	(0,4)	(0,5)	(1,2)	(0,3)	(1,1)	(0,9)
Autres charges opérationnelles	(0,5)	(0,9)	(0,8)	(0,6)	(1,2)	(0,9)
Autres produits opérationnels	0,8	1,2	0,2	0,3	0,3	0,7
Autres charges non courantes	-	-	-	-	-	(8,4)
<b>Résultat opérationnel</b>	<b>4,1</b>	<b>4,7</b>	<b>6,3</b>	<b>7,1</b>	<b>7,2</b>	<b>(9,0)</b>
Coût financier net	(0,5)	(0,8)	(0,9)	(1,0)	(1,2)	(3,0)
<b>Résultat avant impôt</b>	<b>3,6</b>	<b>3,9</b>	<b>5,4</b>	<b>6,1</b>	<b>6,1</b>	<b>(12,0)</b>
Charges d'impôt sur les résultats	(0,8)	(1,6)	(2,2)	(2,1)	(2,0)	1,6
<b>Résultat net de l'ensemble consolidé</b>	<b>2,8</b>	<b>2,3</b>	<b>3,2</b>	<b>4,0</b>	<b>4,1</b>	<b>(10,4)</b>
<b>% du chiffre d'affaires</b>	<b>1,5%</b>	<b>1,2%</b>	<b>1,6%</b>	<b>1,9%</b>	<b>1,7%</b>	<b>(4,6%)</b>

Source : Société

##### 3.2.1.1. Évolution du chiffre d'affaires

Après quatre années de croissance, le chiffre d'affaires de la Société s'est érodé en 2023. Le taux de croissance moyen annualisé (« CAGR ») ressort à 3,8% sur la période malgré la décroissance de sur le dernier exercice ; en 2023, le chiffre d'affaires a en effet baissé de 5,8% pour s'établir à 225,4 M€.

<sup>42</sup> International Financial Reporting Standards.

<sup>43</sup> Source : Rapports annuels 2018 à 2023, communiqués de presse.

L'évolution du chiffre d'affaires s'analyse comme suit entre le Secteur Sec et le Secteur Froid.

#### Évolution du chiffre d'affaires par secteur

M€	2018	2019	2020	2021	2022	2023	CAGR
Secteur Sec	73,1	72,8	81,8	78,5	84,4	86,2	4,3%
Secteur Froid	119,9	121,4	117,3	132,5	155,0	139,2	3,5%
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>193,0</b>	<b>194,2</b>	<b>199,1</b>	<b>211,0</b>	<b>239,4</b>	<b>225,4</b>	<b>3,8%</b>
<b>% croissance</b>	<b>n.a.</b>	<b>0,6%</b>	<b>2,5%</b>	<b>6,0%</b>	<b>13,5%</b>	<b>(5,9%)</b>	<b>n.a.</b>

Source : Société

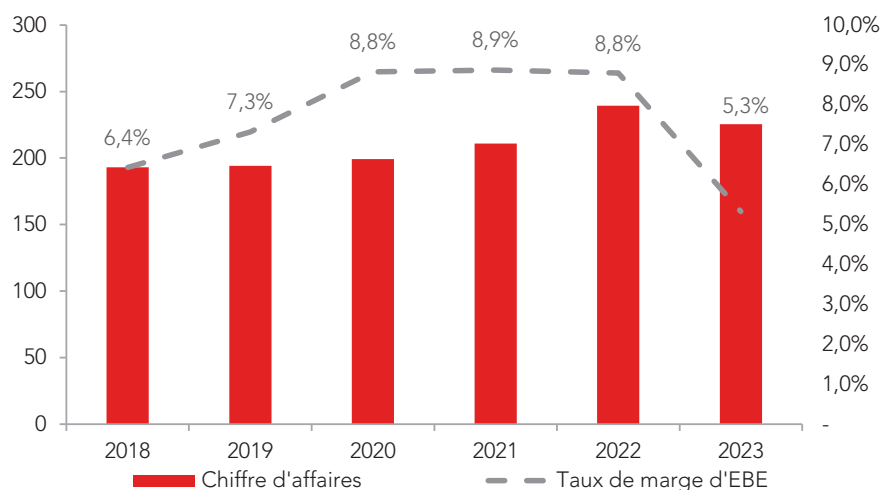
L'évolution pluriannuelle du chiffre d'affaires met en évidence :

- la part prépondérante du Secteur Froid (61,8% du chiffre d'affaires) en dépit d'une forte baisse de l'activité en 2023 (-10,2%) liée à la perte d'un client majeur et à l'inflation qui ont cumulativement affecté les volumes des ventes ;
- une croissance dynamique du Secteur Sec (+4,3% en moyenne annuelle) soutenue par la notoriété de la marque et le taux de pénétration du marché ; et
- une contribution en retrait de la GMS sous la marque Tipiak qui demeure malgré tout dominante (45% en 2023 versus 48% en 2020) ; et
- une forte croissance des ventes à l'international.

#### 3.2.1.2. Évolution de la profitabilité opérationnelle

Après une évolution favorable sur la période 2018-2020, la marge opérationnelle du Groupe s'est stabilisée jusqu'en 2022 ; l'année 2023 se caractérise par une érosion de la profitabilité opérationnelle du Groupe.

#### Évolution du chiffre d'affaires et des marges opérationnelles courantes du Groupe



Source : Société

En 2023, la dégradation de l'excédent brut d'exploitation (« EBE ») à un montant de 12,0 M€ représentant 5,3% du chiffre d'affaires (versus 8,8% en 2022) s'explique par :

- un recul des volumes (9,0%), notamment en Traiteur Pâtissier avec la perte d'un client à l'international, partiellement compensé par les hausses des prix de vente ; et
- une hausse de l'ensemble des salaires, des matières premières et de l'énergie.

Le Secteur Sec et le Secteur Froid contribuent à l'EBE à hauteur respectivement de 6,6 M€ et 5,4 M€ en 2023 (§ 3.1.2).

### 3.2.1.3. Autres charges non courantes

Les autres charges non courantes, d'un montant de 8,4 M€, intègrent :

- la dépréciation des actifs de l'UGT Froid (4,3 M€) et de Tipiak Traiteur Pâtissier (2,6 M€) ;
- une partie des coûts liés à l'Opération (1,1 M€) ; et
- une provision ouvrant l'acquisition des congés payés pendant les arrêts de maladie (0,4 M€).

Après prise en compte de ces coûts non récurrents, le résultat opérationnel du Groupe (« EBIT ») affiche une perte de (9,0 M€).

### 3.2.2. Structure Bilancielle

La structure bilancielle du Groupe au 31 décembre 2023 se résume comme suit :

<b>Bilan simplifié</b>	
<b>M€</b>	<b>déc.-23</b>
Goodwill	2,6
Immobilisations incorporelles	4,7
Immobilisations corporelles	67,5
BFR	47,7
Impôts différés nets	(6,3)
<b>Actif économique</b>	<b>116,3</b>
Emprunts et dettes financières	(76,4)
Trésorerie et équivalents trésorerie	17,3
<b>Endettement net comptable</b>	<b>(59,1)</b>
Immobilisations financières	0,0
Provisions	(6,7)
<b>Ajustement de l'endettement net comptable</b>	<b>(6,7)</b>
Droits d'utilisation	3,4
Dettes de loyers	(3,6)
<b>Impact de la norme IFRS 16</b>	<b>(0,2)</b>
<b>Actif net - part du Groupe</b>	<b>50,4</b>

Source : Société, analyses Ledouble

#### 3.2.2.1. Goodwill

Les écarts d'acquisition (goodwill), d'un montant net de 2,6 M€, sont soumis à des tests de dépréciation en cas de survenance d'indices de pertes de valeurs, et au moins annuellement ; ils concernent les UGT Sec et Froid.

À l'issue des tests d'impairment réalisés au 31 décembre 2023, une dépréciation pour perte de valeur a été comptabilisée à hauteur de 4,3 M€ sur le Secteur Froid (§ 3.2.1.3).

### 3.2.2.2. Immobilisations incorporelles

Les immobilisations incorporelles, d'un montant net de 4,7 M€, comprennent principalement des frais de développement liés à la rénovation et à la modernisation des systèmes d'information et à la mise en place d'une solution de gestion intégrée de type ERP<sup>44</sup>.

### 3.2.2.3. Immobilisations corporelles

Les immobilisations corporelles, d'un montant net de 67,5 M€, sont évaluées à leur coût d'acquisition et amorties selon le mode linéaire sur leur durée de vie attendue en fonction de leur nature<sup>45</sup>.

Elles intègrent principalement<sup>46</sup> :

- des terrains et constructions des sites industriels (22,8 M€) car, à l'exception du site de Saint-Herblain, le Groupe est propriétaire de l'ensemble de ses actifs immobiliers d'exploitation et ne dispose d'aucun actif immobilier hors exploitation ; et
- des installations techniques et des outillages (39,3 M€).

Le Groupe réalise annuellement des expertises immobilières ; ces dernières ne font pas apparaître d'indice de perte valeur.

### 3.2.2.4. Besoin en fonds de roulement (BFR)

Compte tenu de l'activité du Groupe, les créances clients, les dettes fournisseurs et les stocks constituent la principale composante du BFR d'exploitation.

Le BFR, représentatif du financement du cycle d'exploitation, affiche une baisse sensible à l'arrêté des comptes annuels du fait de la saisonnalité de l'activité en lien avec les événements festifs de fin d'année.

Au 31 décembre 2023, le Groupe affiche un BFR positif à hauteur de 47,7 M€ représentant 21% du chiffre d'affaires équivalent à 76 jours de chiffre d'affaires net<sup>47</sup>.

<b>BFR</b>	
<b>M€</b>	<b>déc.-23</b>
Stocks	39,7
Clients	43,0
Fournisseurs	(30,5)
Créances et dettes fiscales et sociales	(4,9)
Autres créances et dettes	0,3
<b>BFR</b>	<b>47,7</b>

<sup>44</sup> Le solde se compose de brevets et licences (1,0 M€) et de divers acomptes (0,1 M€).

<sup>45</sup> 15 à 20 ans pour les constructions, 5 à 20 ans pour les installations industrielles, 5 à 10 ans pour le matériel industriel, 3 à 5 ans pour le matériel de bureau et informatique et 10 ans pour le mobilier de bureau.

<sup>46</sup> Le solde se compose d'acomptes et d'immobilisations en cours (4,7 M€) et d'autres matériels (0,7 M€).

<sup>47</sup> Base 360 jours.

### 3.2.2.5. *Impôts différés nets*

Au 31 décembre 2023, les impôts différés nets, qui présentent un solde passif à concurrence de 6,3 M€, se rattachent essentiellement aux amortissements dérogatoires et, dans une moindre mesure, aux provisions pour départs à la retraite.

### 3.2.2.6. *Endettement financier net*

Au 31 décembre 2023, les emprunts et dettes financières, d'un montant de 76,4 M€, correspondent à :

- des emprunts bancaires (62,3 M€) ;
- un crédit renouvelable et la cession des créances commerciales (7,8 M€) ;
- des concours bancaires (5,9 M€) ; et
- d'autres dettes (0,4 M€).

Au titre des emprunts bancaires, la Société s'engage à respecter les deux ratios suivants :

- un ratio de levier, correspondant au rapport entre la dette financière et l'EBE, en deçà de 6x jusqu'au 31 décembre 2023, de 3x jusqu'au 31 décembre 2024 et de 2,5x jusqu'au 31 décembre 2027 ; au 31 décembre 2023, ce ratio s'établit à 5,38x ;
- un ratio de couverture de service de la dette (rapport entre le *cash-flow* libre et le remboursement de la dette) supérieur à 1,0x ; au 31 décembre 2023, ce ratio est de 1,06x.

Avec la renonciation de la majorité des prêteurs à prononcer l'exigibilité anticipée des crédits<sup>48</sup> et le relèvement du ratio de levier à 6,0x négocié par le Groupe, les ratios bancaires sont respectés au 31 décembre 2023.

Après prise en compte de la trésorerie et des équivalents trésorerie (17,3 M€), l'endettement financier net s'élève à 59,1 M€.

### 3.2.2.7. *Immobilisations financières*

Les immobilisations financières regroupent les titres de participation<sup>49</sup> et les actifs financiers non courants représentatifs des dépôts et cautionnements sur des contrats de location de biens d'exploitation<sup>50</sup>.

### 3.2.2.8. *Provisions*

Les provisions, d'un montant de 6,7 M€, correspondent principalement aux provisions pour avantages au personnel<sup>51</sup>.

<sup>48</sup> En décembre 2023, la majorité requise des prêteurs a renoncé formellement à invoquer le « Cas de Défaut » prévu contractuellement.

<sup>49</sup> Une participation dans la société espagnole Gesnoin España qui ne génère aucune activité et pour laquelle aucune survaleur n'est à considérer selon la Direction (0,005 M€).

<sup>50</sup> Montant peu significatif (0,033 M€).

<sup>51</sup> Indemnités de départ à la retraite (6 M€) et médailles du travail (0,6 M€) ; des provisions pour autres risques (0,04 M€) portant sur des litiges sociaux ont par ailleurs été constituées.

### 3.2.2.9. Droits d'utilisation IFRS 16<sup>52</sup> et dette de loyers

Les droits d'utilisation IFRS 16, d'un montant de 3,4 M€, portent principalement sur des contrats de location de matériel et d'équipements et de location immobilière.

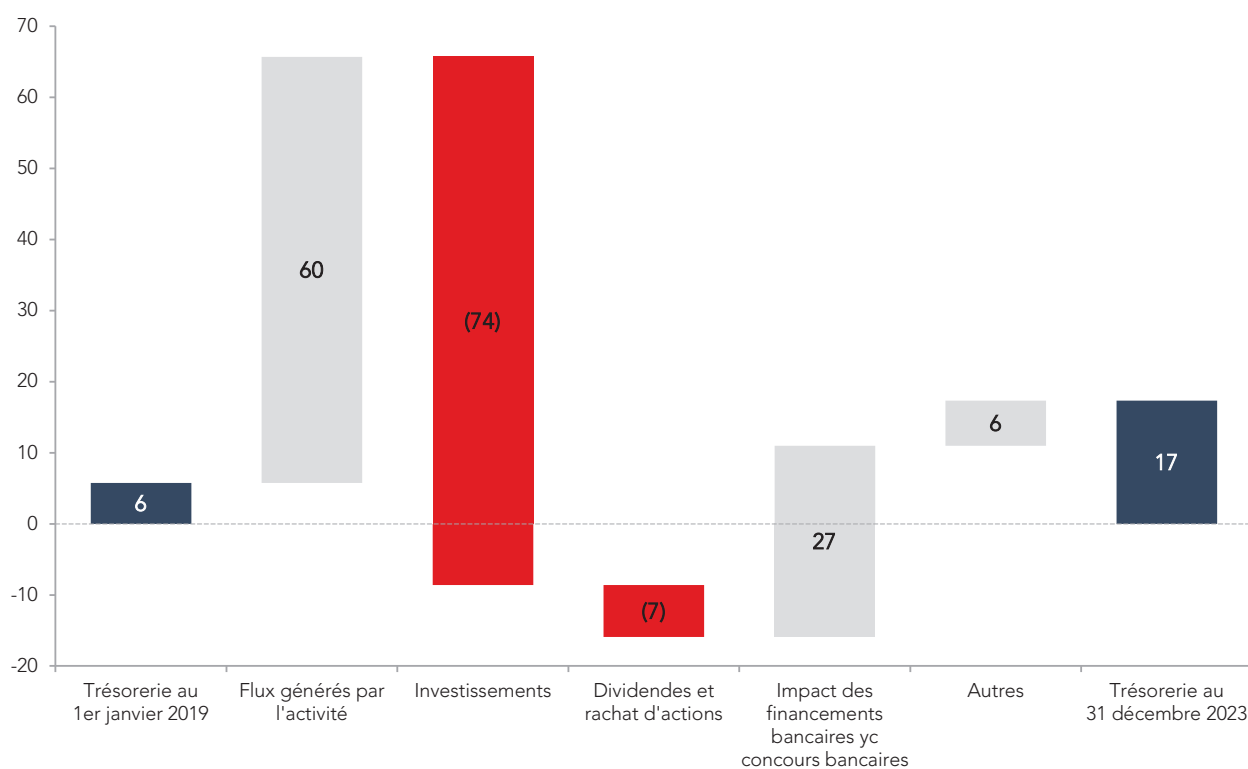
En regard, la dette de loyers s'établit à 3,6 M€.

### 3.2.3. Flux de trésorerie

L'analyse des flux de trésorerie sur les cinq derniers exercices révèle que les flux générés par l'activité n'ont pas couvert les flux d'investissement.

Sans le recours à l'endettement, la Société n'aurait donc pu ni maintenir ses investissements, ni distribuer des dividendes.

#### Analyse des flux de trésorerie sur les cinq derniers exercices (en M€)



Source : Société, analyses Ledouble

<sup>52</sup> La norme IFRS 16 « Contrats de location » requiert de retraiter les engagements de redevances à la fois au bilan (droits d'usage à l'actif / obligations locatives au passif) et au compte de résultat (ventilation de la redevance en une charge d'amortissement et une charge financière).

### 3.3. Matrice SWOT

En synthèse, la matrice SWOT, ci-dessous, résume les forces et les faiblesses du Groupe, ainsi que les menaces et les opportunités auxquelles il est confronté sur son marché, et permet d'établir une transition avec l'évaluation de l'Action (§ 4) :

Forces	Faiblesses
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Leader du Secteur Sec en France</li> <li>- Forte notoriété de la marque Tipiak associée à une gamme de produits variés</li> <li>- Politique d'innovation active</li> <li>- Maîtrise du réseau de distribution avec une forte présence en GMS et dans les magasins spécialisés</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Concurrence dans le Secteur Froid (MDD) et le Secteur Sec (pâtes, riz) associée à une faible fréquence d'achats des produits Tipiak</li> <li>- Importante érosion de la marge de l'activité Traiteur Pâtissier</li> <li>- Pression sur les niveaux d'activité et de marge liée à l'intensification de l'inflation</li> <li>- Activité exposée à la saisonnalité des événements festifs de fin d'année</li> <li>- Dépendance envers certains distributeurs spécialisés en France et distributeurs à l'international</li> </ul>
Opportunités	Menaces
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Déploiement de l'activité Traiteur Pâtissier auprès de nouveaux distributeurs à l'international</li> <li>- Diversification de l'offre "made in France" et des produits "manger sain" en réponse aux nouveaux modes de consommation</li> <li>- Nouveaux partenariats avec les restaurants et/ou les chaînes de distribution</li> <li>- Amplification des normes nutritionnelles (Nutri-Score) favorisant les produits de qualité</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Forte sensibilité à la conjoncture économique</li> <li>- Exposition aux risques de variations du coût des matières premières alimentaires et de l'énergie</li> <li>- Intensification de la concurrence des MDD</li> <li>- Durcissement de la réglementation environnementale et sanitaire nécessitant des investissements récurrents</li> <li>- Risques liés à la sécurité alimentaire et aux crises sanitaires</li> </ul>

## 4. Évaluation Multicritère

Nous avons mis en œuvre une évaluation multicritère de l'Action dont nous exposons, ci-après, les différents volets, en présentant successivement :

- les données structurant l'Évaluation Multicritère (§ 4.1) ;
- les méthodes d'évaluation écartées (§ 4.2) ;
- la référence au prix payé pour l'acquisition du Bloc de Contrôle (§ 4.3) ;
- les références boursières (§ 4.4) ;
- les méthodes d'évaluation retenues (§ 4.5 à § 4.7) ;
- la synthèse de l'Évaluation Multicritère et les primes induites par le Prix de l'Offre de l'Action (§ 4.8).

### 4.1. Données structurant l'Évaluation Multicritère

#### 4.1.1. Référentiel comptable

Tipiak établit ses comptes consolidés selon le référentiel des normes comptables internationales (IFRS).

Les comptes consolidés et les comptes annuels de Tipiak au titre du dernier exercice clos le 31 décembre 2023 ont été certifiés sans réserve par les commissaires aux comptes.

#### 4.1.2. Date et paramètres d'évaluation

Les comptes consolidés au 31 décembre 2023, qui sont les derniers comptes consolidés publiés à ce jour, servent de référence aux données financières historiques. Nous les avons exploités, notamment pour déterminer le montant de l'endettement financier net (§ 4.1.5).

La date de référence retenue pour l'analyse du cours de bourse est le 27 octobre 2023, dernier jour de cotation avant l'annonce de l'Opération.

Les paramètres financiers tels que le taux d'actualisation (§ 4.5.2) et les multiples boursiers (§ 4.6.3 et § 4.6.4) ont été déterminés en fonction des données de marché au 15 mai 2024 (la « **Date de Référence** »).

#### 4.1.3. Nombre d'Actions

Nous avons retenu pour l'Évaluation Multicritère le nombre d'Actions composant le capital de la Société à la date du Projet de Note d'Information (§ 2.3) sous déduction des Actions gratuites en cours d'acquisition.

Aucune Action gratuite ne sera apportée à l'Offre (§ 2.3).

Les 39.110 options d'achat d'Actions ont été considérées comme intégralement exercées dans la mesure où ces options sont dans la monnaie par rapport au Prix de l'Offre. Il est prévu d'utiliser les

Actions auto détenues pour servir l'exercice des options<sup>53</sup> de sorte qu'aucune augmentation de capital ne sera réalisée à ce titre.

Nous avons intégré dans l'endettement financier net (§ 4.1.5) :

- la trésorerie perçue par l'exercice de ces options ;
- sous déduction du décaissement nécessaire à l'acquisition des Actions<sup>54</sup>.

Le nombre total d'Actions ainsi ajusté ressort à 922.980 Actions.

<b>Nombre d'Actions diluées</b>	
<b>Catégorie</b>	<b>Nombre</b>
Actions ordinaires	918 980
Actions gratuites en cours d'acquisition	4 000
<b>Actions diluées</b>	<b>922 980</b>

*Source : Société, projet de Note d'Information*

#### 4.1.4. Obligations locatives et impact de la norme IFRS 16

Nous avons tenu compte, en valorisation intrinsèque (§ 4.5), de l'incidence des engagements de location dans la modélisation des flux prévisionnels de trésorerie sous-tendant le calcul de la valeur d'entreprise (« **Valeur d'Entreprise** » ou « **VE** ») dans la mesure où le Plan d'Affaires les intègre. En conséquence, l'endettement financier net, dans le passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des capitaux propres, n'inclut pas les dettes liées aux obligations locatives (§ 4.1.5).

Pour la valorisation analogique par les Comparables Boursiers (§ 4.6), nous avons, à l'issue de nos analyses, déterminé :

- les multiples de CA des Comparables Boursiers post-IFRS 16 et, par conséquent, inclus les obligations locatives du Groupe dans le passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des capitaux propres ;
- les multiples d'EBITDA des Comparables Boursiers pré-IFRS 16 et, par conséquent, exclus les obligations locatives du Groupe dans le passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des capitaux propres.

Pour la valorisation analogique par les Transactions Comparables (§ 4.2.4), en l'absence d'informations suffisantes sur les modalités de ces transactions, nous avons déterminé les multiples d'EBITDA sans effectuer de retraitement.

#### 4.1.5. Endettement financier net

L'Évaluation Multicritère de l'Action se fonde sur un endettement net au 31 décembre 2023, qui s'intercale entre la Valeur d'Entreprise et la valeur des capitaux propres du Groupe.

Afin de tenir compte des spécificités des méthodes que nous avons mises en œuvre, nous avons retenu un endettement net différencié pour chacune d'entre elles.

<sup>53</sup> La Société prévoit d'acquérir auprès de C2 Développement postérieurement à l'acquisition du Bloc de Contrôle les Actions complémentaires nécessaires (39.110 Actions attribuées sous déduction des 31.969 Actions déjà auto-détenues).

<sup>54</sup> Net de l'auto-détention et des Actions détenues dans le cadre du contrat d'animation et de liquidité conclu avec la société de bourse Portzamparc. Le solde d'Actions à acquérir auprès de C2 Développement est par conséquent de 39.110 – 31.969 = 7.141 Actions.

#### 4.1.5.1. Valorisation intrinsèque

Pour la valorisation intrinsèque du Groupe par l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie, nous avons ajusté l'endettement net comptable au 31 décembre 2023, d'un montant de 59,1 M€ (§ 3.2.2.6) :

- des immobilisations financières qui regroupent les titres de participation et les dépôts et cautionnements sur des contrats de location de biens d'exploitation (pour mémoire) ;
- de la trésorerie issue de l'exercice des options d'achat d'Actions (§ 2.3 et § 4.1.3) ; et
- du rachat du solde des Actions non détenues.

Il en ressort un endettement financier net en valorisation intrinsèque de **56,6 M€** :

<b>Endettement financier net - Valorisation intrinsèque</b>	
M€	déc.-23
Emprunts et dettes financières	76,4
Trésorerie et équivalents trésorerie	(17,3)
<b>Endettement net comptable</b>	<b>59,1</b>
Immobilisations financières	(0,0)
Trésorerie issue de l'exercice des options d'achat	(3,1)
Rachat du solde des Actions non détenues pour couvrir les options exercées	0,6
<b>Endettement financier net</b>	<b>56,6</b>

Source : Société, analyses Ledouble

Les provisions pour avantages au personnel et pour risques (§ 3.2.2.8) n'ont pas été intégrées dans l'endettement financier net retenu pour la valorisation intrinsèque, dans la mesure où les dotations correspondantes sont intégrées dans le Plan d'Affaires (§ 4.1.6.1).

#### 4.1.5.2. Valorisation analogique

Conformément aux informations issues de nos bases de données concernant les Comparables Boursiers, nous retenons pour la valorisation analogique du Groupe par l'application des multiples de chiffre d'affaires (§ 4.1.4) et les multiples transactionnels un endettement financier net de **65,1 M€**, qui se différencie de l'endettement net en valorisation intrinsèque par la prise en compte du montant des provisions net d'impôt différé et de la dette de loyer :

<b>Endettement financier net - Valorisation analogique</b>	
M€	déc.-23
Emprunts et dettes financières	76,4
Trésorerie et équivalents trésorerie	(17,3)
<b>Endettement net comptable</b>	<b>59,1</b>
Immobilisations financières	(0,0)
Provisions net d'IDA	5,0
Trésorerie issue de l'exercice des options d'achat	(3,1)
Rachat du solde des Actions non détenues pour couvrir les options exercées	0,6
<b>Endettement financier net (hors impact de la norme IFRS 16)</b>	<b>61,6</b>
Dette de loyers	3,6
<b>Impact de la norme IFRS 16</b>	<b>3,6</b>
<b>Endettement financier net (avec impact de la norme IFRS 16)</b>	<b>65,1</b>

Source : Société, analyses Ledouble

L'endettement financier net non ajusté des obligations locatives retenu pour la valorisation analogique par l'application des multiples d'EBITDA ressort à 61,6 M€.

#### 4.1.6. Plans d'affaires

##### 4.1.6.1. Plan d'Affaires

L'élaboration des trajectoires du Plan d'Affaires s'inscrit dans les procédures habituelles de prévisions du Groupe<sup>55</sup> :

- établissement des premières projections couvrant la période 2024 à 2031 (la « **Période Explicite** ») selon une approche « *bottom-up* » par activité au cours des mois d'octobre et de novembre 2023 ;
- prise en compte en janvier 2024 des éléments d'activité et de rentabilité du Groupe au 4<sup>ème</sup> trimestre 2023<sup>56</sup> ;
- mise à jour du plan d'affaires après les dernières négociations avec les GMS ; cette version a été présentée pour approbation au Conseil d'Administration du 28 mars 2024 (le « **Plan d'Affaires** »).

Le Plan d'Affaires, qui couvre la période 2024 à 2031, est sous-tendu par les hypothèses suivantes :

- une croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires<sup>57</sup> de plus de 3% portée par :
  - des gains de parts de marché avec une amélioration cumulée du taux de pénétration et de la fréquence d'achat ;
  - un renforcement de l'offre en MDD ;
  - le développement à l'international sous l'effet d'un élargissement des références de produits, notamment à la marque Tipiak, et des marchés ;
- un niveau de marge opérationnelle<sup>58</sup> dès 2028 majoré 4,7 points par rapport à celui observé sur l'exercice 2023<sup>59</sup>, progression soutenue par une évolution du mix produit en faveur de la marque Tipiak à l'international et une amélioration des gains de productivité résultant d'investissements dans de nouveaux outils de production et l'optimisation des recettes des produits ;
- une enveloppe annuelle d'investissements comprise entre 5,3% et 6,9% du chiffre d'affaires au cours des premières années, du fait d'investissements consacrés à l'expansion et à l'innovation, d'une part, et aux contraintes réglementaires, d'autre part ; le niveau des investissements à partir de 2028 se stabilise autour de 4,5% du chiffre d'affaires ;
- une variation moyenne de BFR consommatrice de trésorerie à hauteur de 20% du chiffre d'affaires ;
- un taux d'imposition qui tend vers le taux d'imposition sur les sociétés en vigueur en France incluant la contribution additionnelle<sup>60</sup>.

<sup>55</sup> À noter que dans le contexte particulier du processus compétitif de vente, les trajectoires du plan d'affaires 2023-2030 ont été actualisées en juillet 2023 et approuvées par le Conseil d'Administration du 29 septembre 2023.

<sup>56</sup> Compte tenu du poids important du mois de décembre.

<sup>57</sup> Le Plan d'Affaires table sur des prévisions de solde commercial et d'Excédent Brut d'Exploitation que nous avons assimilé respectivement au chiffre d'affaires et à l'EBITDA.

<sup>58</sup> Intégrant les dotations aux provisions pour avantages aux personnel et les provisions pour risques.

<sup>59</sup> 3,6 points par rapport à l'exercice 2018.

<sup>60</sup> La loi de finances pour 2024 prévoyant le report de la fin de la CVAE de 2024 à l'année 2027, nous avons en sus estimé un flux lié à la CVAE sur l'ensemble de la Période Explicite.

En comparaison avec les réalisations historiques du Groupe, nous estimons que le Plan d'Affaires repose sur des hypothèses volontaristes avec :

- une croissance soutenue des trajectoires d'activité et de rentabilité du Groupe jusqu'en 2028, suivie de leur stabilisation à des niveaux élevés en fin de Période Explicite ;
- une croissance significative de l'activité à l'international malgré un contexte concurrentiel aux États-Unis et des niveaux de rentabilité à l'horizon de la Période Explicite dépassant les niveaux historiques du Groupe.

À l'appui du caractère volontariste, nous soulignons par ailleurs que les réalisations des quatre premiers mois de l'année 2024 sont en retrait par rapport au budget 2024 (première année du Plan d'Affaires).

Notre Évaluation Multicritère se réfère aux agrégats issus du Plan d'Affaires.

#### 4.1.6.2. *Plan d'Affaires Commercial*

En parallèle du processus d'élaboration du Plan d'Affaires, la Direction a présenté au Conseil d'administration du 28 mars 2024 des prévisions comprises entre 2024 et 2031 résumant les objectifs commerciaux des équipes de Tipiak (le « **Plan d'Affaires Commercial** »), qui se traduisent par :

- des prévisions extrêmement optimistes en croissance sur tous les agrégats, y compris le niveau de rentabilité, qui atteignent des niveaux dépassant aussi bien les performances historiques du Groupe que les perspectives des principaux acteurs du secteur ;
- une croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires de plus de 4% associée à un taux de marge opérationnelle à long terme de 12,4%.

Nous considérons que ces hypothèses et *de facto* les aléas d'exécution qui s'y rattachent confèrent à ces prévisions un caractère extrêmement ambitieux avec cumulativement des niveaux d'activité et de rentabilité anticipés à l'horizon de la Période Explicite nettement supérieurs aux évolutions attendues par les concurrents, aux réalisations historiques du Groupe et aux perspectives du Plan d'Affaires déjà volontaristes.

Dès lors, nous avons intégré une prime de risque spécifique, de 1,5% à 2,0%, pour nos évaluations assises sur ces prévisions.

#### 4.1.6.3. *Plan d'Affaires Initiateur*

À partir d'un plan d'affaires initialement élaboré par la Direction pour les besoins de l'Opération<sup>61</sup>, l'Initiateur a élaboré un plan d'affaires *stand alone* révisé (le « **Plan d'Affaires Initiateur** »)<sup>62</sup>.

Le Plan d'Affaires Initiateur a révisé à la baisse les perspectives de croissance, tant de l'activité que de la rentabilité opérationnelle, ainsi le niveau des investissements de développement.

À partir des éléments communiqués par l'Initiateur<sup>63</sup>, nous avons tenté de reconstituer les prévisions de flux de trésorerie par année du Plan d'Affaires Initiateur.

Les valorisations issues du Plan d'Affaires Initiateur sous-tendent les modalités du Contrat de cession et d'acquisition.

<sup>61</sup> Ce plan d'affaires, élaboré en juin 2023 à partir des hypothèses du plan d'affaires sous-tendant les tests d'*impairment* au 31 décembre 2022 et ajusté des éléments du premier semestre 2023, a été présenté au Conseil d'administration en septembre 2023.

<sup>62</sup> Des synergies commerciales et financières ont néanmoins été identifiées, mais ne sont pas encore chiffrées par les équipes de Terrena.

<sup>63</sup> Seules les données prévisionnelles de chiffre d'affaires et de marge sur coûts variables à horizon 2030 nous ont été communiquées par l'Initiateur ; les autres éléments prévisionnels contributifs au cash-flow ont été estimés à partir des commentaires que nous avons recueillis auprès de l'Initiateur.

## 4.2. Méthodes d'évaluation écartées

### 4.2.1. Actif net comptable

Nous n'avons pas retenu la valeur de l'Action se dégageant de l'actif net comptable consolidé (« ANC »), qui méthodologiquement n'est pas de nature à refléter la valeur du Groupe.

À titre d'information, l'ANC par Action s'établit à 54,6 €<sup>64</sup> au 31 décembre 2023.

### 4.2.2. Actif net réévalué

La méthode de l'actif net réévalué (« ANR ») consisterait à corriger l'ANC des plus ou moins-values latentes identifiées à l'actif, au passif ou hors bilan ; en l'absence d'actifs hors exploitation, nous n'avons pas retenu cette méthode, la valorisation des actifs d'exploitation étant réalisée par l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie (§ 4.5).

### 4.2.3. Actualisation des dividendes

La Société a versé les dividendes suivants sur les cinq derniers exercices clos ; le dividende par Action de 1,65 € voté en Assemblée Générale le 15 juin 2023 a été mis en paiement le 6 juillet 2023.

#### Évolution des dividendes distribués au titre des 5 derniers exercices

	2019	2020	2021	2022	2023
Dividendes	2,20 €	1,10 €	1,65 €	1,65 €	1,65 €
Payout Ratio	n.d.	57%	46%	36%	36%

Source: Analyse Ledouble

L'actualisation des dividendes (*Dividend Discount Model*) n'a pas été retenue en tant que méthode d'évaluation, car les dividendes ont pu être versés via l'accroissement de l'endettement du Groupe (§ 3.2.3).

Nous avons en revanche mis en œuvre une évaluation par actualisation des flux prévisionnels de trésorerie intégrant par construction le potentiel de distribution de dividendes et permettant de prendre en compte également la part non distribuée du résultat (§ 4.5), de sorte que le ratio de *pay out* n'impacte pas la valeur de l'Action.

## 4.3. Prix payé par l'Initiateur pour l'acquisition du Bloc de Contrôle

Préalablement au lancement de l'Offre, l'Initiateur a signé le Contrat de cession et d'acquisition en vue de l'acquisition par l'Initiateur d'une participation de 77,53% du capital de Tipiak<sup>65</sup> auprès des Actionnaires Majoritaires pour un prix de 82,0 € par Action.

Cette transaction, opérée au prix de 82,0 € par Action, portant sur une participation majoritaire, est une référence incontournable pour l'appréciation du Prix de l'Offre.

Dans notre analyse de l'Opération, nous avons examiné les Accords et Opérations Connexes (§ 6), afin de vérifier qu'ils ne comportent pas de dispositions de nature à rompre l'égalité de traitement entre les actionnaires de la Société.

<sup>64</sup> Part des capitaux propres revenant au Groupe : 50,4 M€ (§ 3.2.2) rapporté au nombre d'Actions : 922 980 (§ 4.1.3).

<sup>65</sup> Initialement prévu à 77,95% (§ 1) et hors l'émission récente de 5.000 Actions gratuites (§ 2.3).

## 4.4. Références boursières

La valeur boursière de l'Action est abordée, ci-après, sous l'angle à la fois de l'historique (§ 4.4.1) et des objectifs de cours des analystes (§ 4.4.2).

### 4.4.1. Analyse du cours de bourse

Nous présentons, ci-après, l'évolution du cours de l'Action comparée à celle du CAC All Tradable entre octobre 2021 et octobre 2023 :

#### *Analyse du cours de bourse de l'Action depuis 2 ans*



Source : Bloomberg

Les principales évolutions du cours de bourse de l'Action au cours de la période d'observation sont les suivantes :

- une érosion du cours jusqu'à l'automne 2022 dans un contexte inflationniste et géopolitique tendu (conflit russo-ukrainien) ; un point bas a été atteint le 12 octobre 2022 à 49,6 € ;
- suivie d'une relative stabilité du cours de bourse reflétant une sous-performance de l'Action par rapport au CAC All Tradable jusqu'à septembre 2023 ;
- une appréciation de l'Action de 35,2% entre les annonces, par Tipiak, de ses réflexions stratégiques sur ses activités en France et à l'étranger, et de l'Opération.

Nous avons recensé les principaux événements intervenus au sein du Groupe et les avons positionnés, ci-avant, sur le graphe de l'évolution du cours de bourse de l'Action depuis 2 ans :

#### Évènements marquants

Date	Événements
1. 30-Sep-21	Publication des résultats semestriels : CA (-3,0%) et RN (+50%)
2. 28-Jan-22	Publication du chiffre d'affaires 2021 (+6,0%)
3. 18-Mar-22	Publication des résultats annuels 2021 : RN (+25%).
4. 30-Sep-22	Publication des résultats semestriels 2022 : CA (+14,1%) et RN (-160%).
5. 27-Jan-23	Publication du chiffre d'affaires 2022 (+13,4%).
6. 22-Mar-23	Publication des résultats annuels 2022 : RN (+2,5%).
7. 7-Sep-23	Annonce sur les options stratégiques et de développement des activités en France et à l'étranger.
8. 29-Sep-23	Publication des résultats semestriels 2022 : CA (-0,3%) et RN (-184,6%).
9. 27-Oct-23	<b>Annonce de l'Opération</b>

Source : Société

Nous présentons, ci-après, l'analyse des cours moyens pondérés par les volumes (« **CMPV** ») de l'Action à la veille de l'annonce de l'Opération :

<b>Analyse des CMPV</b>	
€	<b>27-oct.-23</b>
<b>Spot (clôture)</b>	<b>66,5</b>
20 séances	67,9
60 séances	65,4
120 séances	63,8
180 séances	62,3
250 séances	60,7
12 mois	60,4
<b>Min 12 mois</b>	<b>53,0</b>
<b>Max 12 mois</b>	<b>70,0</b>
<b>Min 24 mois</b>	<b>49,6</b>
<b>Max 24 mois</b>	<b>72,5</b>

Source : Bloomberg

En synthèse :

- l'Action a évolué dans une fourchette de 53,0 € à 70,0 € au cours des douze mois précédant la date de l'annonce de l'Opération avec des cours moyens compris entre 60,4 € et 67,9 € ;
- aucun titre n'a été échangé à un prix supérieur ou égal au Prix de l'Offre durant cette période<sup>66</sup>.

L'étroitesse du flottant, associée à une faible rotation, de l'ordre de 8%, nous conduit au constat de la faible liquidité du titre Tipiak, et à ce titre, à relativiser ainsi la référence au cours de bourse en tant que critère d'évaluation de l'Action.

<b>Rotation de l'Action</b>	
	<b>27-oct.-23</b>
Volume échangé 12 mois	12 125
Flottant	151 448
<b>Rotation du flottant (%)</b>	<b>8,01%</b>

Sources : Bloomberg, analyses Ledouble

À la suite de l'annonce de l'Opération, le cours de l'Action s'est ajusté à des niveaux proches du Prix de l'Offre.

#### 4.4.2. Analyse des objectifs de cours

La référence aux cours de bourse cible est présentée à titre informatif, dans une fourchette de 67,0 € à 73,0 € correspondant aux objectifs de cours des deux analystes en charge du suivi du titre<sup>67</sup>.

<sup>66</sup> L'Action a atteint son niveau maximum de 98,0 € en 2017.

<sup>67</sup> BNP Paribas et CIC.

## 4.5. Valorisation intrinsèque (DCF)

### 4.5.1. Rappel des principes de la méthode DCF

La méthode d'évaluation par actualisation des flux de trésorerie prévisionnels ou *Discounted Cash-Flow* (DCF) repose sur l'estimation de la valeur de l'actif économique d'une entreprise sur la base des flux de trésorerie d'exploitation disponibles<sup>68</sup> générés par son activité, lesquels sont actualisés à un taux correspondant à l'exigence de rendement attendu par les apporteurs de ressources.

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

Afin d'obtenir la valeur de marché des fonds propres, la valeur des activités opérationnelles (Valeur d'Entreprise) est majorée de la trésorerie financière nette ou minorée de l'endettement financier net (§ 4.1.5.1).

### 4.5.2. Taux d'actualisation

Nous avons déterminé le taux d'actualisation à partir de la formule du Modèle d'Évaluation des Actifs Financiers (MEDAF) ; nous avons privilégié la méthode directe qui consiste à calculer le coût du capital (*Cost of Capital* ou « **CoC** ») à partir du beta de l'actif économique de l'entreprise.

Le taux d'actualisation se décompose comme suit :

- un taux sans risque de 2,8% correspondant à la moyenne historique trois mois des OAT 10 ans<sup>69</sup> ;
- un beta de l'actif économique sur une période de 5 ans, égal à 0,66<sup>70</sup> ;
- une prime de risque du marché français estimée à 6,3%<sup>71</sup> ;
- une prime de taille estimée à 1,5%<sup>72</sup>.

<sup>68</sup> Résultat d'exploitation (EBIT) net d'impôt, retraité des charges calculées (dotations aux amortissements), déduction faite de la variation de Besoin en Fonds de Roulement (BFR) et des investissements (Capex).

<sup>69</sup> Source : Banque de France.

<sup>70</sup> Le beta de l'actif économique a été déterminé à partir de notre panel de Comparables Boursiers (§ 4.6.1).

<sup>71</sup> Ledouble dispose de son propre modèle d'estimation du rendement de marché français. Le rendement attendu du marché français estimé à **9,2%**, sous déduction d'un taux sans risque de **2,9%**, induit une prime de risque de **6,3%**.

<sup>72</sup> Ledouble dispose de son propre modèle d'estimation de la prime de taille.

Le coût moyen du capital que nous avons retenu pour actualiser les flux prévisionnels de trésorerie ressort ainsi à **8,5%**<sup>73</sup> :

<b>Taux d'actualisation</b>	
<b>Composants</b>	<b>%</b>
Taux sans risque	2,9%
Beta de l'actif économique	0,66
Rendement de marché	9,2%
Prime de risque	6,3%
Prime de taille	1,5%
<b>Taux d'actualisation</b>	<b>8,5%</b>

Pour mémoire, le taux d'actualisation retenu pour les tests d'*impairment test* réalisés au 31 décembre 2023 est également de 8,5%.

L'intégration d'une prime de risque spécifique comprise entre 1,5% et 2,0% pour nos évaluations assises sur les prévisions extrêmement ambitieuses du Plan d'Affaires Commercial porterait le taux d'actualisation à un niveau de 10% à 10,5%.

#### 4.5.3. Taux de croissance perpétuelle

La valeur terminale a été déterminée en tablant sur un taux de croissance perpétuelle de **2,0%**<sup>74</sup>, en ligne avec les prévisions d'inflation à long terme sur les principales zones d'implantation du Groupe.

Ce taux est également cohérent avec celui que nous retenons pour la détermination du rendement attendu du marché français selon notre modèle interne.

#### 4.5.4. Modélisation du DCF

Nos travaux d'évaluation aux bornes du Groupe se sont appuyés sur le Plan d'Affaires dont la Période Explicite s'étend jusqu'en 2031 (§ 4.1.6.1).

La valeur terminale calculée à l'issue de la Période Explicite résulte :

- de la capitalisation au taux d'actualisation, minoré du taux de croissance perpétuelle, d'un *cash-flow* d'exploitation fiscalisé considéré comme récurrent ; et
- de l'actualisation de la valeur terminale ainsi obtenue.

Notre calcul de la valeur terminale repose sur un flux normatif déterminé à partir des hypothèses clés suivantes :

- un taux de croissance perpétuelle de 2,0% (§ 4.5.3) ;
- un taux de marge d'EBE égal à 10,2%, en ligne avec les dernières années de la Période Explicite ;

<sup>73</sup> Ce taux a également été retenu pour notre évaluation de l'Action à partir du Plan d'Affaires Initiateur.

<sup>74</sup> Source : FMI.

- un montant de dotations aux amortissements correspondant à celui des investissements, du fait d'une enveloppe d'investissements revenue à des niveaux normatifs sur les dernières années du Plan d'Affaires, soit un niveau d'investissement rapporté au chiffre d'affaires de 4,5%<sup>75</sup> ;
- une neutralisation de la variation de BFR <sup>76</sup> ;
- la reconduction du taux d'impôt sur les sociétés en vigueur en France.

#### 4.5.5. Synthèse de la valorisation DCF

Nous présentons, ci-après, une analyse de sensibilité de la Valeur d'Entreprise (en M€) et de la valeur de l'Action (en €) aux variations croisées :

- du taux d'actualisation (+/- 0,25 bp par rapport au taux d'actualisation de 8,5%) et du taux de croissance perpétuelle (+/- 0,25 bp par rapport au taux de croissance perpétuelle de 2,0%) :

##### Analyse de sensibilité sur la Valeur d'Entreprise

Croissance normative	Taux d'actualisation				
	-50 bp	-25 bp	0 bp	+25 bp	+50 bp
- 50 bp	131	125	120	115	110
-25 bp	135	129	123	118	113
0 bp	139	133	127	121	116
+25 bp	144	137	131	125	119
+50 bp	149	142	135	129	123

##### Analyse de sensibilité de la valeur par Action

Croissance normative	Taux d'actualisation				
	-50 bp	-25 bp	0 bp	+25 bp	+50 bp
- 50 bp	80,4	74,0	68,2	62,8	57,
-25 bp	84,8	78,1	71,9	66,2	60,
0 bp	89,6	82,5	75,9	69,8	64,
+25 bp	94,9	87,2	80,2	73,7	67,
+50 bp	100,6	92,4	84,9	78,0	71,

- du taux d'investissement rapporté au chiffre d'affaires (+/- 0,25 bp par rapport au taux d'investissement de 4,3%) et du taux de marge d'EBE (+/- 0,50 bp par rapport au taux de marge d'EBE de 10,2%) :

##### Analyse de sensibilité de la Valeur d'Entreprise

Capex normatif	Marge d'EBE				
	-100 bp	-50 bp	0 bp	+50 bp	+100 bp
-50 bp	117	127	136	146	156
-25 bp	112	122	131	141	151
0 bp	107	117	127	136	146
+25 bp	102	112	122	131	141
+50 bp	98	107	117	127	136

##### Analyse de sensibilité de la valeur par Action

Capex normatif	Marge d'EBE				
	-100 bp	-50 bp	0 bp	+50 bp	+100 bp
-50 bp	65,4	75,9	86,4	96,8	107,3
-25 bp	60,2	70,7	81,1	91,6	102,1
0 bp	55,0	65,4	75,9	86,4	96,8
+25 bp	49,7	60,2	70,7	81,1	91,6
+50 bp	44,5	55,0	65,4	75,9	86,4

La Valeur d'Entreprise ressort dans une fourchette de 117 M€ à 136 M€. Après prise en compte de l'endettement financier net de 56,6 M€ (§ 4.1.5.1), la valeur centrale de l'Action ressort à **75,9 €**, dans une fourchette de **65,4 €** et **86,4 €**.

Ces tableaux mettent en évidence la sensibilité importante de la valeur de l'Action aux paramètres d'évaluation, au regard des hypothèses du Plan d'Affaires et du poids de l'endettement financier net dans le passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des fonds propres<sup>77</sup>.

<sup>75</sup> Niveau d'investissement légèrement supérieur à celui de la dernière année de la Période Explicite (4,3%). La Direction nous a confirmé qu'elle estimait le niveau d'investissement normatif dans une fourchette de 4,5% à 5,0% du chiffre d'affaires.

<sup>76</sup> La variation de BFR étant consommatrice de trésorerie, cette hypothèse a un impact favorable sur la valeur de l'Action.

<sup>77</sup> À titre indicatif, le poids de l'endettement financier net par rapport à la Valeur d'Entreprise est compris entre 40% et 50%.

À titre indicatif, nous avons également mis en œuvre la méthode d'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie<sup>78</sup> issus du Plan d'Affaires Commercial et du Plan d'Affaires Initiateur en considérant :

- les objectifs commerciaux tels qu'ils peuvent être estimés dans le Plan d'Affaires Commercial ; pour mémoire, nous avons intégré au taux d'actualisation une prime de risque d'exécution spécifique comprise entre 1,5% et 2,0% au regard de la capacité du Groupe à délivrer la croissance matérialisée dans ses prévisions, tant en termes d'activité que de rentabilité (§ 4.5.2). La valeur de l'Action issue du Plan d'Affaires Commercial ressortirait entre 68 € et 78 € ; et
- les perspectives de croissance, tant de l'activité que de la rentabilité opérationnelle, et le niveau des investissements de développement estimés par l'Initiateur en septembre 2023. Les évaluations assises sur les prévisions du Plan d'Affaires Initiateur ne sont pas de nature à remettre en cause le Prix de l'Offre.

#### 4.6. Valorisation analogique par les Comparables Boursiers

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

##### 4.6.1. Composition de l'échantillon de Comparables Boursiers

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

En considérant les critères de secteur d'activité, de taux de marge et de perspectives de croissance, nous avons cependant constitué un échantillon composé de sociétés cotées en Europe évoluant dans le secteur des produits alimentaires emballés et exposées aux activités du Secteur Froid et/ou aux activités du Secteur Sec.

Notre présentation de Comparables Boursiers, ainsi que nos critères de sélection pour la constitution du panel, figurent en **Annexe 8** et en **Annexe 9**.

Nous présentons, ci-après, les capitalisations boursières<sup>79</sup> des Comparables Boursiers :

<sup>78</sup> Seule la méthode d'évaluation intrinsèque à partir du Plan d'Affaires Commercial et du Plan d'Affaires Initiateur a été appliquée dans la mesure où :

- du fait du caractère très volontariste des hypothèses d'activité et de rentabilité du Plan d'Affaires Commercial en comparaison des réalisations historiques du Groupe, d'une part, et des perspectives du Plan d'Affaires déjà volontaristes d'autre part, la méthode analogique par les Comparables Boursiers ne peut appréhender correctement un tel risque d'exécution ;
- en l'absence d'agrégats d'exploitation (EBITDA) prévisionnels transmis par l'Initiateur, la méthode analogique par les Comparables Boursiers n'a pu être mise en œuvre en se fondant sur le Plan d'Affaires Initiateur.

<sup>79</sup> En moyenne 3 mois.

**Capitalisation boursière des Comparables Boursiers (Md€)**

Société	Pays	Capitalisation boursière
Tipiak	France	0,1
Apetit Oyj	Finlande	0,1
Aryzta	Suisse	1,7
Bell Food Group	Suisse	1,7
Bonduelle	France	0,3
Ebro Foods	Espagne	2,4
Fleury Michon	France	0,1
Greenyard	Belgique	0,3
LDC	France	2,4
Nomad foods	Royaume-Uni	2,9
Orior AG	Suisse	0,4
Premier Foods	Royaume-Uni	1,5
<b>Moyenne</b>		<b>1,3</b>

Source : Bloomberg

#### 4.6.2. Méthodologie appliquée

À l'issue de notre analyse sectorielle (§ 3.1.3) et du Plan d'Affaires de la Société (§ 4.1.6.1), nous avons considéré que :

- les hypothèses du Plan d'Affaires revêtent un caractère volontariste (§ 4.1.6.1) ;
- après une croissance soutenue des trajectoires d'activité et de rentabilité du Groupe jusqu'en 2028, ces dernières se stabilisent à des niveaux élevés en fin de Période Explicite.

Nous avons appliqué deux types de valorisation analogique par les Comparables Boursiers :

- les multiples d'exploitation (VE/EBITDA) issus de notre échantillon de Comparables Boursiers ; et
- les multiples issus d'une analyse de régression (VE/CA), menée sur notre panel. Afin de tenir compte des différences de niveaux de rentabilité d'exploitation (marge d'EBITDA) et d'investissement ramené au chiffre d'affaires (taux de Capex) entre le Groupe et les Comparables Boursiers, nous avons retenu un modèle de régression monofactoriel entre les multiples VE/CA, d'une part, et le différentiel (marge d'EBITDA<sup>80</sup> - taux de Capex), d'autre part, sur les années 2024, 2025 et 2026.

<sup>80</sup> Ajustée de la norme IFRS 16.

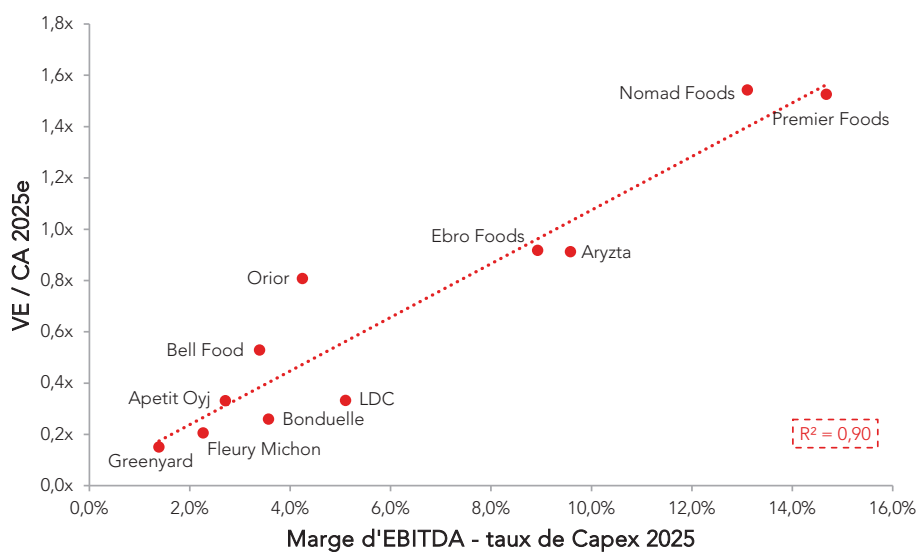
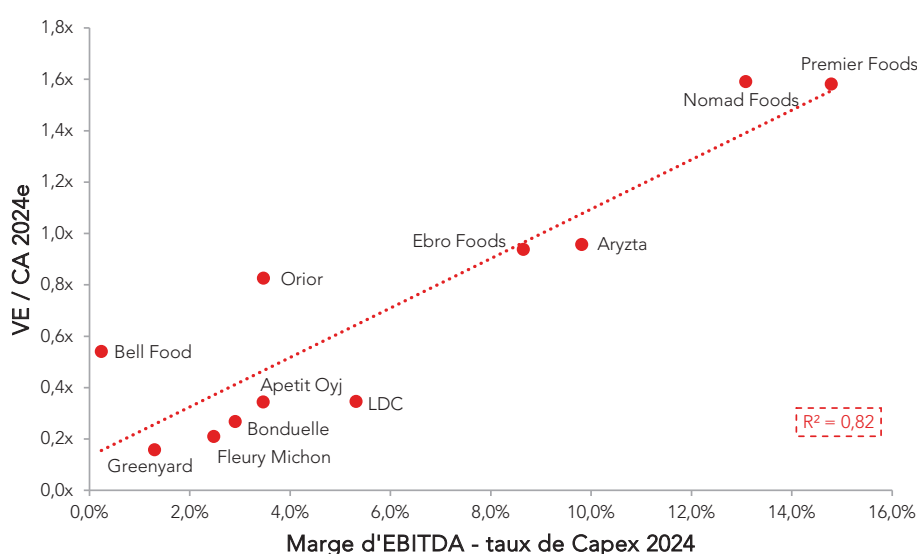
### 4.6.3. Modalités de calcul des multiples de valeur d'entreprise

Nous nous sommes référés pour le calcul des multiples de chacun des Comparables Boursiers :

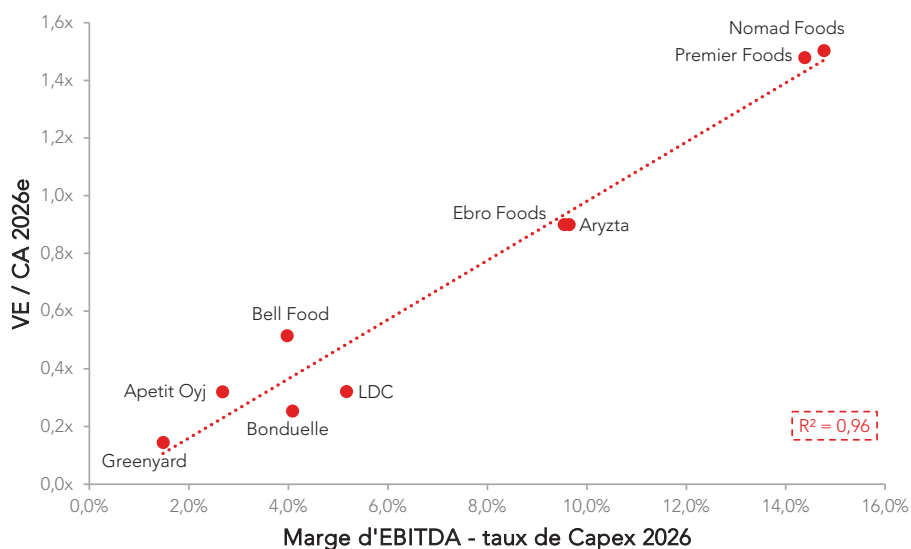
- à la capitalisation boursière, moyenne des trois derniers mois, ajustée de l'endettement financier net (ou, le cas échéant, la trésorerie financière nette) ;
- aux estimations de chiffres d'affaires, d'EBITDA et de taux de Capex issues des consensus d'analystes.

Les coefficients de corrélation observés confortent la prise en compte des différentiels de rentabilité d'exploitation et du taux de Capex entre la Société et les Comparables Boursiers pour le calcul de la valeur analogique de l'Action<sup>81</sup>.

#### Corrélation entre les multiples VE/CA et les différentiels (marge d'EBITDA – taux de Capex)



<sup>81</sup> Pour mémoire, les sociétés Fleury Michon et Orior, suivies par les analystes, n'affichent des prévisions que jusqu'en 2025 ; dès lors, l'analyse de régression sur l'année 2026 n'en tient pas compte.



Source : Bloomberg, S&P Capital IQ, analyses Ledouble

En raison du caractère volontariste des hypothèses d'exploitation du Plan d'Affaires (§ 4.1.6.1), nous avons retenu :

- les années 2029, 2030 et 2031, qui profitent des efforts d'investissement soutenus des premières années du Plan d'Affaires tout en tenant compte de l'effet d'actualisation des agrégats à horizon 2031 ;
- les multiples de VE/CA issus de l'analyse de régression et de VE/EBITDA.

#### 4.6.4. Synthèse de la valorisation par les Comparables Boursiers

Les multiples moyens des Comparables Boursiers des années 2024, 2025 et 2026 sont compris entre :

- 0,5x et 0,7x pour les multiples VE/CA issus de l'analyse de régression ;
- 5,7x et 6,3x pour les multiples VE/EBITDA.

En appliquant les multiples moyens des années 2024, 2025 et 2026 aux agrégats prévisionnels actualisés<sup>82</sup> 2029, 2030 et 2031 du Plan d'Affaires, la valeur induite de l'Action est comprise dans une fourchette de **56,5 €** à **78,1 €**<sup>83</sup>.

#### 4.7. Valorisation analogique par les Transactions Comparables

À titre d'information, nous présentons, ci-après, la méthode d'évaluation analogique par les transactions comparables observées dans le secteur depuis 2021 (les « **Transactions Comparables** »), telles que recensées en **Annexe 10**.

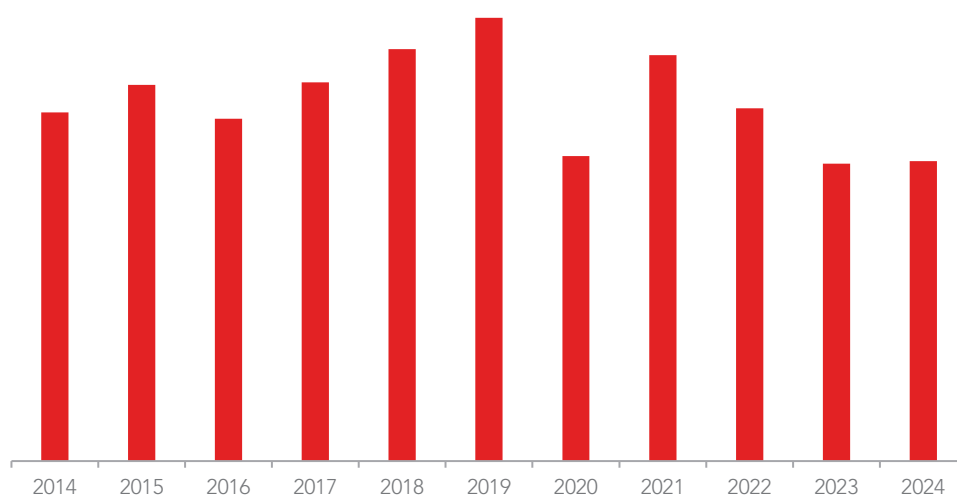
<sup>82</sup> Au taux d'actualisation (§ 4.5.2).

<sup>83</sup> À titre informatif, en appliquant les multiples VE/EBITDA médians des années 2024, 2025 et 2026 aux agrégats 2024, 2025 et 2026 issus du Plan d'Affaires, la valeur de l'Action ressortirait entre 11,8 € et 55,5 €.

Nous soulignons toutefois que :

- les agrégats, tant d'activité que de rentabilité du Groupe, au titre de l'exercice 2023 sont en net recul dans un contexte de baisse de la consommation en France et de l'activité Traiteur Pâtissier à l'international (§ 3.2.1.2) ; et
- les multiples de chiffre d'affaires et de rentabilité s'avèrent élevés dans le nouveau contexte macroéconomique ; en effet, cet échantillon, qui n'intègre que des transactions postérieures à la crise sanitaire, reflète *de facto* un contexte globalement marqué par l'inflation ; la dégradation des multiples moyens de rentabilité des Comparables Boursiers observés en 2023 et 2024 pourrait se traduire par un ajustement des multiples transactionnels.

### *Évolution des multiples de rentabilité des Comparables Boursiers depuis 2014*



Source : S&P Capital IQ

Malgré ces limites, nous avons calculé la valeur de marché théorique de l'Action pour un investisseur, par application :

- du multiple d'EBITDA à l'agrégat de l'année 2023 ; et
- du multiple actualisé d'EBITDA à l'agrégat de l'année 2024 estimé dans le Plan d'Affaires.

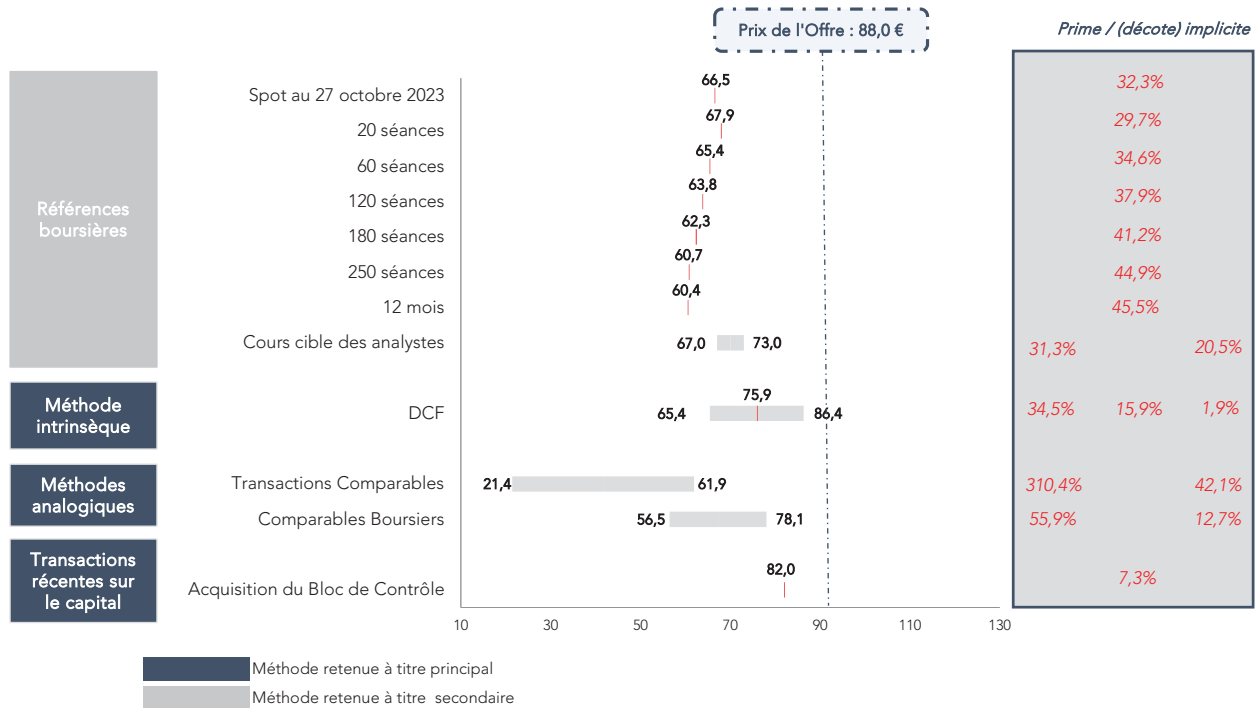
Les multiples ont par ailleurs été retraités des primes de contrôle susceptibles d'avoir été consenties par les acquéreurs<sup>84</sup>.

La valeur analogique de l'Action par les Transactions Comparables s'inscrit dans une fourchette de **21,4 € à 61,9 €**.

<sup>84</sup> Le retraitement des primes de contrôle a été effectué sur la base des résultats de l'étude « Primes de contrôle » de PwC publiée en mai 2023.

## 4.8. Synthèse de l'Évaluation Multicritère

Les valeurs obtenues à l'issue de l'Évaluation Multicritère sont résumées dans le tableau, ci-dessous, mentionnant le niveau de prime induit par le Prix de l'Offre de **88,0 €**, sur l'ensemble des critères et méthodes d'évaluation que nous avons examinés et mis en œuvre :



À l'issue de nos travaux d'évaluation de l'Action, nous constatons que le Prix de l'Offre extériorise :

- une prime sur les valeurs centrales et les bornes hautes des fourchettes d'évaluation de l'Action, pour l'ensemble des critères examinés et des méthodes d'évaluation mises en œuvre ;
- plus particulièrement une prime de 15,9% sur notre estimation de la valeur centrale de l'Action selon la méthode DCF, retenue à titre principal ; et
- un Prix d'Acquisition sensiblement inférieur au Prix de l'Offre.

Au-delà de ces constats strictement financiers, il convient de rappeler que le Prix d'Acquisition dans le cadre de la transaction qui a porté sur la majorité du capital de la Société a résulté d'un processus de mise en concurrence de plusieurs acteurs financiers et industriels, conférant un caractère objectif au Prix d'Acquisition de 82,0 €, sensiblement inférieur au Prix de l'Offre de 88,0 €.

À cet égard, la Société explique dans son communiqué de presse du [30 novembre 2023](#) les raisons pour lesquelles, connaissance prise de prévisions d'activité et de résultats 2023 inférieures aux attentes, le Prix d'Acquisition a été abaissé de 88,0 € à 82,0 €, tout en confirmant le maintien par Terrena du Prix de l'Offre à 88,0 €.

## 5. Analyse des éléments de valorisation de l'Établissement Présentateur

Nous avons examiné les travaux d'évaluation réalisés par CIC en sa qualité d'Établissement Présentateur, relatés dans le Projet de Note d'Information<sup>85</sup>.

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

### 5.1. Critères et méthodes d'évaluation retenus

Les méthodes d'évaluation que nous avons mobilisées sont comparables à celles de l'Établissement Présentateur.

### 5.2. Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres

La réconciliation entre la dette financière nette que nous avons déterminée et celle de l'Établissement Présentateur en valorisation intrinsèque résulte des éléments suivants :

- L'Établissement Présentateur intègre les provisions pour avantages aux personnel et les provisions pour risques dans la mesure où il retraite en conséquence les dotations aux provisions du Plan d'Affaires ;
- L'Établissement Présentateur n'intègre pas les immobilisations financières.

Dans les approches analogiques, seules les immobilisations financières nous différencient de l'Établissement Présentateur dans la construction de l'endettement financier net.

### 5.3. Références boursières

CIC a examiné les références boursières sur des périodes de 30, 60, 120 et 180 séances pour déterminer les CMPV ; nous les avons calculés sur des périodes de 20, 60, 120, 180 et 250 séances.

### 5.4. Valorisation intrinsèque

L'examen comparé de l'application de la méthode DCF fait apparaître les différences suivantes :

- Taux d'actualisation :
  - L'Établissement Présentateur se réfère, dans le principe, à un coût moyen pondéré du capital (Wacc) en approche « indirecte », dissociant le coût des fonds propres et celui de la dette, alors que nous retenons un coût du capital en approche « directe », à partir du beta de l'actif économique ;

---

<sup>85</sup> Projet de Note d'Information.

- les taux d'actualisation de 8,69% pour CIC *versus* 8,5% pour Ledouble, recèlent les différences méthodologiques suivantes :
  - un beta se référant au beta moyen des 5 dernières années de Tipiak (CIC) *versus* un beta de l'actif économique se référant à l'échantillon de Comparables Boursiers (Ledouble) ;
  - une prime de risque de marché de 6,26%<sup>86</sup> pour CIC *versus* 6,4% issus des calculs de Ledouble (§ 4.5.2) ;
  - nous intégrons dans le calcul du taux d'actualisation une prime de taille de 1,5% alors que l'Établissement Présentateur retient une prime de 4,8% issue des travaux Kroll<sup>87</sup>.
- Période d'Extrapolation :
  - l'Établissement Présentateur a retraité les dotations aux provisions pour risques et charges et les dotations aux provisions pour retraite du calcul des flux de trésorerie et a intégré parallèlement ces provisions dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres (§ 5.2) ; nous n'avons quant à nous pas retraité ces provisions dans ce *bridge* entre valeur d'entreprise et valeur des fonds propres, dès lors que les flux de trésorerie correspondants sont inclus dans le Plan d'Affaires ;
  - en sus nous avons intégré la cotisation sur la valeur ajoutée des entreprises (CVAE) dans la détermination des flux de trésorerie disponibles des années 2024, 2025 et 2026<sup>88</sup>.
- Valeur Terminale :
  - l'Établissement Présentateur se base sur le flux de la dernière année de la Période Explicite majoré de l'inflation pour déterminer la valeur terminale ;
  - nous avons calculé la valeur terminale à partir d'un flux que nous avons estimé normatif (§ 4.5.4).
- Période d'actualisation :
  - l'Établissement Présentateur considère que le flux de trésorerie est disponible en fin d'année ;
  - nous avons considéré que le flux de trésorerie était disponible à mi-période à compter de la Date de Référence.

L'Établissement Présentateur et Ledouble tablent sur un taux de croissance perpétuelle de 2,0%. Les hypothèses de dettes de loyers, d'investissement, de BFR et d'IS sont identiques.

---

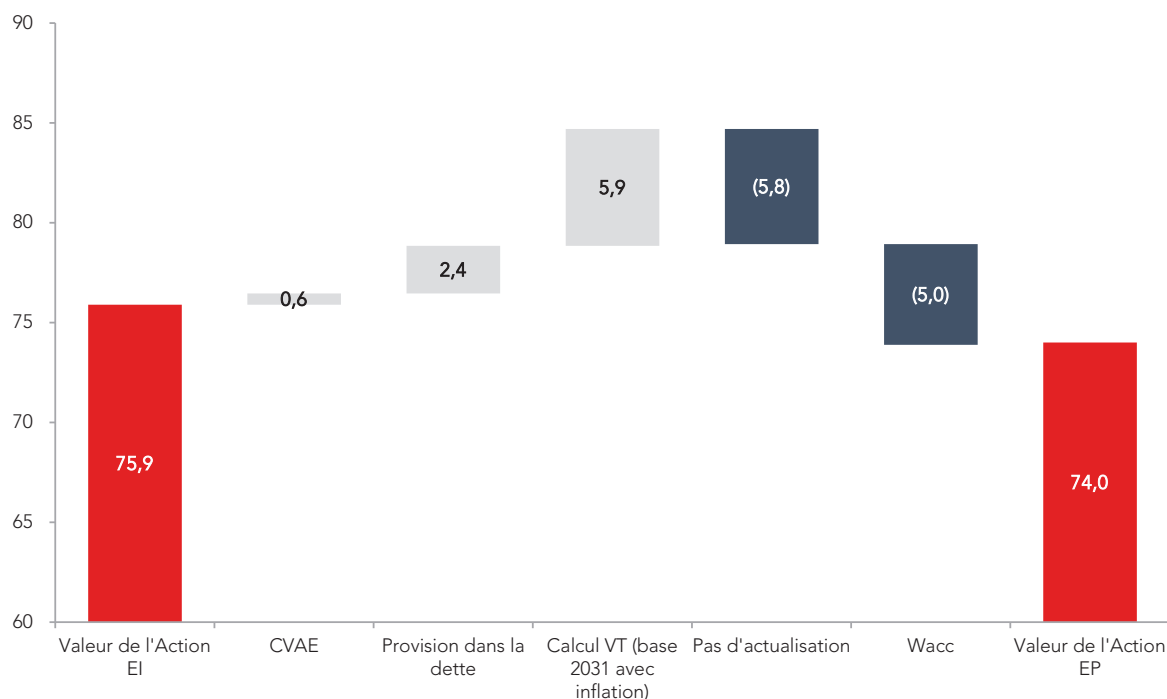
<sup>86</sup> Source : Associés en Finance

<sup>87</sup> Kroll retient une prime de taille de 4,8% applicable à des sociétés dont la capitalisation boursière se situe entre 2 M\$ et 218 M\$.

<sup>88</sup> À la date du présent Rapport, la suppression de la CVAE est annoncée le 1<sup>er</sup> janvier 2027.

In fine, ces différences méthodologiques aboutissent à une différence de l'ordre de 1,9 € sur la valeur centrale de l'Action en valorisation intrinsèque<sup>89</sup>, explicitée graphiquement ci-après :

### Bridge de la valeur de l'Action entre Ledouble et CIC (en M€)



Source : Note d'Information.

## 5.5. Valorisation analogique par les Comparables Boursiers

CIC présente les résultats d'une valorisation analogique à titre secondaire.

CIC et Ledouble présentent des échantillons de sociétés européennes réputées comparables à Tipiak globalement homogènes, à quelques exceptions près :

- nous avons écarté :
  - la société Raisio, qui se consacre également à la fabrication d'aliments pour animaux ; et
  - la société Bakkavor, davantage spécialisée dans les plats préparés frais ;
- *a contrario*, les sociétés Apetit et Orior ne sont pas incluses dans le panel de l'Établissement Présentateur.

En ce qui concerne la méthodologie afférente à la valorisation analogique par les Comparables Boursiers, les différences entre CIC et Ledouble sont les suivantes :

- nous avons calculé des multiples d'EBITDA et des multiples de CA issus d'une analyse de régression (§ 4.6.2) *versus* le calcul d'un multiple d'EBIT pour l'Établissement Présentateur ;
- nous avons retenu les multiples de CA des Comparables Boursiers sur la période 2029 à 2031, tandis que l'Établissement Présentateur se limite aux années 2028 et 2029.

In fine, ces différences méthodologiques conduisent CIC à présenter une fourchette de valeurs de l'Action de 54,4 € à 59,4 € *versus* 56,8 € à 78,0 € en ce qui nous concerne.

<sup>89</sup> 74,0 € pour CIC *versus* 75,9 € pour Ledouble.

## 5.6. Valorisation analogique par les Transactions Comparables

L'Établissement présentateur considère deux échantillons de transactions comparables (Secteur Sec et Secteur Froid), alors que nous n'en présentons qu'un seul. Le fait de distinguer deux échantillons nécessite de retenir des transactions plus anciennes alors que nous nous restreignons aux transactions postérieures à septembre 2021.

Les multiples qui ressortent de ces analyses sont toutefois similaires :

- l'Établissement Présentateur affiche un multiple de 9,9x EBITDA pour le secteur Sec et 9,8 x EBITDA pour le Secteur Froid ;
- Ledouble présente un multiple de 9,8x EBITDA tous secteurs confondus.

En ce qui concerne la méthodologie afférente à la valorisation analogique par les Transactions Comparables, les différences entre CIC et Ledouble sont les suivantes :

- nous avons appliqué le multiple d'EBITDA également sur les agrégats 2024<sup>90</sup> compte tenu de la date du présent Rapport et de la dégradation de l'EBITDA de Tipiak en 2023 ;
- à la différence de l'Établissement Présentateur, nous avons retraité les primes de contrôle susceptibles d'avoir été consenties par les acquéreurs.

In fine, ces différences méthodologiques aboutissent à une différence importante sur la valeur centrale de l'action : 68,7 € pour CIC versus une fourchette de 21,4 € à 61,3 € pour Ledouble.

## 5.7. Synthèse de la comparaison des éléments de valorisation

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

Comparaison des valeurs de l'Action entre Ledouble et l'Etablissement Présentateur

€/ Action	Ledouble			Prime/(décote)			CIC			Prime/(Décote)			
	Min.	Centrale	Max.	Min.	Centrale	Max.	Min.	Centrale	Max.	Min.	Centrale	Max.	
Prix de l'Offre	88,0 €						88,0 €						
<b>Méthodes retenues à titre principal</b>	<b>Approches intrinsèques</b>												
	DCF	65,4 €	75,9 €	86,4 €	34,5%	15,9%	1,9%	68,7 €	74,0 €	79,4 €	28,1%	18,9%	10,8%
	<b>Approche analogique</b>												
	Comparables boursiers	56,5 €		78,1 €	55,9%		12,7%	54,4 €		59,4 €	61,8%		48,1%
<b>Méthodes retenues à titre indicatif</b>	<b>Transactions récentes sur le capital</b>												
	Acquisition du Bloc de Contrôle		82,0 €			7,3%		82,0 €			7,3%		
	<b>Références boursières</b>												
	Spot au 27 octobre 2023		66,5 €			32,3%			66,5 €			32,3%	
20 séances		67,9 €			29,7%						n.a.		
30 séances					n.a.			67,9 €			29,6%		
60 séances		65,4 €			34,6%			65,4 €			34,6%		
120 séances		63,8 €			37,9%			63,8 €			37,9%		
180 séances		62,3 €			41,2%			62,3 €			41,2%		
250 séances		60,7 €			44,9%						n.a.		
12 mois		60,5 €			45,4%			60,5 €			45,4%		
Cours cible des analystes	67,0 €		73,0 €	31,3%		20,5%	67,0 €		73,0 €	31,3%		20,5%	
<b>Approche analogiques</b>													
Transactions Comparable	21,4 €		61,9 €	310,4%		42,1%	68,7 €				28,1%		

<sup>90</sup> Avec un multiple actualisé pour l'année 2024.

## 6. Accords et Opérations Connexes

Nous avons pris connaissance du contenu des Accords et Opérations Connexes, à l'examen de la documentation suivante, dont il nous a été confirmé qu'elle constitue l'intégralité du *corpus* juridique de l'Opération, et par entretiens avec la Direction, les Conseils et des représentants des Actionnaires Majoritaires ainsi que de l'Initiateur :

- Protocole d'accord préliminaire, signé le 27 octobre 2023 ;
- Promesse d'achat portant sur les actions de la société Tipiak, signée le 13 décembre 2023 ;
- Contrat de cession et d'acquisition de bloc d'actions, signé le 21 décembre 2023 ;
- Acte réitératif d'acquisition et de cession d'Actions, en date du 4 juin 2024 ;
- Accords de liquidité concernant les Actions gratuites, en date du 31 mai 2024 ;
- Convention concernant la levée des options d'achat, en date du 30 mai 2024.

### 6.1. Cession du Bloc de Contrôle par les Actionnaires Majoritaires

Préalablement à l'Offre, les Actionnaires Majoritaires se sont engagés à céder 712.493 Actions, soit 77,53% du capital de Tipiak à un prix révisé à 82,0 €.

Nous constatons que le Prix renvoie à une valeur implicite de l'Action sensiblement inférieure au Prix de l'Offre.

### 6.2. Dispositions spécifiques aux Actionnaires Majoritaires

Les Actionnaires Majoritaires ont, pour une durée de trois ans, un engagement de non-concurrence et de non-sollicitation.

Ils doivent faciliter l'engagement d'apport à l'Offre des Actions des administrateurs de la Société représentant les sociétés Maison Groult et Société de Gestion Billard, et ce au Prix de l'Offre.

### 6.3. Accords de liquidité concernant les Actions gratuites

Nous avons obtenu les promesses d'achat et de vente d'Actions gratuites conclues le 31 mai 2024 avec les bénéficiaires d'Actions gratuites, en présence de la Société, afin de leur permettre de les céder à l'Initiateur, et à ce dernier de les acquérir.

- chaque bénéficiaire d'Actions gratuites consent à l'Initiateur une promesse de vente exerçable par l'Initiateur pendant une période de six mois à compter du jour où les Actions deviendront cessibles au résultat de l'expiration :
  - de la période de conservation, s'agissant des Actions gratuites en période de conservation, soit le 16 décembre 2024<sup>91</sup> ; et
  - de la période d'acquisition, s'agissant des Actions gratuites en période d'acquisition, soit le 1<sup>er</sup> octobre 2024, dès lors que, par exception à la période de conservation qui y est stipulée, le contrat d'émission des Actions gratuites en période d'acquisition prévoit que dans le cas où les Actions feraient l'objet d'une offre publique, elles seront librement cessibles<sup>92</sup> ;

<sup>91</sup> Ces Actions gratuites seront assimilées aux Actions détenues par l'Initiateur.

<sup>92</sup> Ces Actions gratuites seront assimilées aux Actions détenues par l'Initiateur à compter de l'expiration de leur période d'acquisition, soit postérieurement à la date de clôture de l'Offre.

- L'Initiateur a consenti à chaque bénéficiaire d'Actions gratuites une promesse d'achat exerçable pendant une période de deux mois à compter de la fin de la période d'exercice de la promesse de vente, et à défaut d'exercice de celle-ci. Le prix d'exercice par Action des promesses sera égal au Prix de l'Offre.

#### 6.4. Convention concernant la levée des options d'achat

L'Initiateur et la Société ont conclu le 30 mai 2024, avec chacun des bénéficiaires d'options d'achat d'Actions, une convention permettant à ces derniers de lever leurs options de manière anticipée en cas de changement de contrôle.

Les titulaires des options d'achat s'engagent notamment à :

- exercer la totalité de leurs options pour acquérir des Actions sous condition suspensive de la réalisation de l'acquisition du Bloc de Contrôle par C2 Développement ;
- apporter à l'Offre la totalité des Actions dont ils deviendront propriétaire par l'effet de la levée des options d'achat ;
- imposer à Tipiak de ne pas lever les Actions pour les apporter directement à l'Offre ; et
- ne percevoir que la différence entre le Prix de l'Offre et le prix d'exercice.

#### 6.5. Cession de 7.141 Actions par l'Initiateur

Afin de permettre à la Société de couvrir la levée de l'intégralité des options d'achat d'Actions, l'Initiateur prévoit de céder 7.141 Actions au Prix de l'Offre<sup>93</sup>.

#### 6.6. Synthèse

En synthèse, nous n'avons pas relevé dans les Accords et Opérations Connexes de dispositions susceptibles de préjudicier aux intérêts des Actionnaires Minoritaires.

Le Contrat de cession et d'acquisition ne contient aucune clause de complément de prix ou assimilable à un complément de prix, ni de mécanisme de réinvestissement des Actionnaires Majoritaires dans la Société ou une société du groupe de l'Initiateur.

### 7. Observations formulées par des Actionnaires Minoritaires

Par un communiqué de presse du 30 janvier 2024, Tipiak a fait part de la désignation de Ledouble en qualité d'Expert Indépendant.

Nous avons relayé cette information sur notre site internet le [6 février 2024](#).

Nous n'avons pas reçu de courrier de la part d'Actionnaires Minoritaires, et il ne nous en a pas été signalé par la Direction, par l'Initiateur ou par les services de l'AMF.

---

<sup>93</sup> Nous ne disposons pas de document juridique sous-tendant cet engagement en sus de la mention portée dans la Note d'Information (paragraphe 1.3) ; seul un projet d'ordre de mouvement a été établi.

## 8. Synthèse

Conformément au champ de saisine de l'Expert Indépendant (§ 1.1), nous nous sommes attachés à vérifier :

- le caractère équitable des conditions financières de l'Offre au regard de la valeur de l'Action issue de l'Évaluation Multicritère (§ 4) ;
- l'absence de dispositions dans les Accords et Opérations Connexes susceptibles de préjudicier aux intérêts des Actionnaires Minoritaires (§ 6).

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

L'Offre s'inscrit dans le prolongement de l'acquisition du Bloc de Contrôle au Prix d'Acquisition de 82,0 €.

Le Prix de l'Offre de 88,0 € extériorise une prime sur les valeurs centrales, ainsi que sur les bornes hautes des fourchettes d'évaluation de l'Action pour l'ensemble des critères examinés et des méthodes d'évaluation mises en œuvre dans l'Évaluation Multicritère (§ 4.8).

Nous n'avons pas reçu de courrier, ou de courriel, de la part d'Actionnaires Minoritaires, et il ne nous en a pas été signalé par la Direction, l'Initiateur ou par les services de l'AMF (§ 7).

## 9. Conclusion

À l'issue de nos travaux de valorisation de l'Action, nous retenons que :

- le Prix de l'Offre de **88,0 €** extériorise une prime pour chaque critère d'évaluation de l'Action ;
- les Accords et Opérations Connexes ne sont pas de nature à préjudicier aux intérêts des actionnaires de Tipiak apportant leurs titres à l'Offre.

En définitive, nous attestons que le Prix de l'Offre de l'Action de **88,0 €** est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires apportant leurs titres à l'Offre, en ce compris dans la perspective d'un éventuel retrait obligatoire.

Paris, le 4 juin 2024

LEDOUBLE SAS

DocuSigned by:  
  
65099843B4B945F...  
Agnès Piniot

Présidente, Associée

DocuSigned by:  
  
6C9535A39C324EB...  
Stéphanie Guillaumin

Associée

## ANNEXES

- Lettre de mission Annexe 1
- Programme de travail et rémunération de Ledouble Annexe 2
- Principales étapes de l'expertise Annexe 3
- Principaux interlocuteurs de Ledouble Annexe 4
- Principales sources d'information exploitées Annexe 5
- Composition de l'équipe Ledouble Annexe 6
- Expertises financières réalisées par Ledouble Annexe 7
- Présentation des Comparables Boursiers Annexe 8
- Présentation des Transactions Comparables Annexe 9
- Principes de la revue qualité Annexe 10

## ANNEXE 1 : LETTRE DE MISSION



**LEDOUBLE**

À l'attention de Mesdames Agnès Piniot et  
Stéphanie Guillaumin  
8, rue Halévy  
75009 Paris

Fait à Saint Herblain, le 25 janvier 2024

Mesdames,

Tipiak S.A est la société mère du Groupe français éponyme (la « **Société** ») spécialisé dans la fabrication, le conditionnement et la commercialisation de produits alimentaires.

Terrena (l' « **Initiateur** ») a conclu un accord avec les actionnaires majoritaires de la Société en vue d'acquérir hors marché 77,53% du capital de la Société. Cette acquisition conduirait, conformément aux textes applicables, à un dépôt obligatoire à l'Autorité des Marchés Financiers (l' « **AMF** ») d'un projet d'offre publique d'achat simplifiée (l' « **OPAS** ») portant sur l'intégralité des titres de la Société en circulation à un prix de 88 euros par action (l' « **Offre** »). L'initiateur se réserve la possibilité de lancer une procédure de retrait obligatoire à l'issue de l'OPAS si le seuil de 90% est atteint.

Dans ce cadre, la Société doit nommer un expert indépendant en charge d'établir un rapport sur les conditions financières du projet d'Offre en application de l'article 261-1-I et 261-1-II du règlement général de l'AMF.

N'étant pas en mesure de constituer le comité *ad hoc* mentionné au III de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF, le conseil d'administration de la Société vous a désigné le 13 décembre 2023, en qualité d'expert indépendant sur la base de votre proposition de service détaillée. Par courriel en date du 17 janvier 2024, nous avons été informés de l'absence d'opposition de l'AMF concernant votre désignation.

C'est dans ces conditions que nous vous faisons parvenir la présente 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 qui sera 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 :

Tipiak S.A.

1, rue du Chêne Lassé - C.P. 1011 - 44806 Saint Herblain Cedex - Tél. 02 28 03 09 30 - Fax 02 28 03 99 60 - www.tipiak.fr

Tipiak - S.A. au capital de 2 756 940 € - DGA Nantes Atlantique - 44860 Saint-Aignan-de-Grand-Lieu - N° d'identification : 301 691 630 RCS Nantes



- 261-1-I 1° dans la mesure où la Société est déjà contrôlée par l'Initiateur avant le lancement de l'Offre ;
- 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 (le cas échéant).

#### **Calendrier envisagé de l'opération**

Votre mission s'inscrira dans le calendrier suivant :

Fin janvier 2024	Début de la Mission
Mars 2024	Remise de votre projet de rapport finalisé
Fin mars 2024	Remise du rapport définitif Conseil d'administration de la Société émettant son avis motivé sur le projet d'Offre
Avril 2024	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 ce délai.

#### **Diligences à effectuer**

Les diligences qui seront mises en œuvre par LEDOUBLE 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 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante, elle-même complétée des recommandations de l'AMF en date du 28 septembre 2006, modifiées les 19 octobre 2006, 27 juillet 2010 et 10 février 2020 :

- des entretiens réguliers avec le management de la Société ;
- 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 l'établissement présentateur de l'Offre ;

#### **Tipiak S.A.**

1, rue du Chêne Lassé - C.P. 1011 - 44806 Saint Herblain Cedex - Tél. 02 28 03 09 30 - Fax 02 28 03 99 60 - [www.tipiak.fr](http://www.tipiak.fr)

Tipiak - S.A. au capital de 2 795 940 € - D2A Nantes Atlantique - 44860 Saint-Aignan-de-Grand-Lieu - N° d'identification : 301 691 655 RCS Nantes



- l'examen de l'incidence des opérations connexes sur l'appréciation des termes de l'Offre, conformément à l'alinéa 4 de l'article 261-1-I du règlement général de l'AMF ;
- l'établissement d'un rapport dont la conclusion sera présentée sous forme d'une attestation d'équité ;
- la gestion des potentiels échanges que vous pourriez avoir avec les actionnaires minoritaires de l'AMF.

**Conflit d'intérêt**

Sur la base des informations portées à notre connaissance, nous comprenons que LEDOUBLE, 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, Mesdames, l'expression de nos salutations distinguées.

**Jean-Joseph SCHIEHLE**

Directeur Général



**Tipiak S.A.**

1, rue du Chêne Lassé - C.P. 1011 - 44806 Saint Herblain Cedex - Tél. 02 28 03 09 30 - Fax 02 28 03 99 60 - [www.tipiak.fr](http://www.tipiak.fr)

Tipiak - S.A. au capital de 2 756 940 € - D2A Nantes Atlantique - 44860 Saint-Aignan-de-Grand-Lieu - N° d'identification : 301 691 655 RCS Nantes



## ANNEXE 2 : PROGRAMME DE TRAVAIL

- Travaux préliminaires et prise de connaissance
  - Revue de presse et recherches documentaires
  - Entretiens avec la Direction, les membres du Conseil d'Administration et les Conseils
  - Examen des informations publiques relatives au Groupe
  - Analyse de l'Offre et de son cadre juridique
  - Examen de l'évolution historique de la cotation de l'Action
  - Étude de marché et du positionnement de Tipiak
  - Prise de connaissance du processus compétitif de vente initié par les Actionnaires Majoritaires
  
- Travaux de valorisation
  - Revue détaillée des résultats historiques, de la structure financière et des évènements marquants du Groupe au cours des derniers exercices
  - Examen des *due diligences* de nature financière
  - Requêtes documentaires et exploitation des réponses
  - Recherches d'informations sectorielles et financières dans nos bases de données
  - Analyse du cours de bourse de l'Action
  - Exploitation des notes d'analystes en charge du suivi de l'Action
  - Étude de la structure financière du Groupe
  - Examen du Plan d'Affaires, du Plan d'Affaires Commercial et du Plan d'Affaires Initiateur
  - Constitution d'un panel de Comparables Boursiers
  - Recherche de Transactions Comparables
  - Évaluation Multicritère et analyses de sensibilité sur les paramètres d'évaluation
  - Analyse des Accords et Opérations Connexes et de leur incidence éventuelle sur le Prix de l'Offre
  
- Restitution des travaux et administration
  - Rédaction de la lettre de Mission
  - Réunions et contacts avec nos interlocuteurs
  - Rédaction du Rapport
  - Administration et supervision de la Mission
  
- Rémunération

Le montant total des honoraires de Ledouble, qui s'établit à 95.000 € hors taxes et débours, en fonction du temps consacré à la Mission, est indépendant du dénouement de l'Offre, et correspond à une enveloppe d'environ 380 heures.

## ANNEXE 3 : PRINCIPALES ÉTAPES DE L'EXPERTISE

### > Décembre 2023

- Réponse à l'appel d'offres en vue de la désignation d'un expert indépendant
- Présentation de notre proposition de mission

### > Janvier 2024

- Désignation de l'Expert Indépendant par le Conseil d'Administration
- Lettre de mission de la Société et de Ledouble
- Réunions avec la Direction et les Conseils
- Prise de connaissance des informations publiques relatives à la Société
- Examen du corpus juridique de l'Opération
- Requêtes documentaires
- Ouverture d'une *data room*

### > Février 2024

- Réunions avec la Direction et les Conseils
- Revue des procès-verbaux des Conseils d'Administration et des Assemblées générales
- Étude de marché et analyse des performances historiques du Groupe
- Examen des données budgétaires 2023 et 2024 et du Plan d'Affaires
- Revue du Plan d'Affaires Commercial
- Exploitation des notes d'analystes en charge du suivi du titre Tipiak
- Analyse boursière de l'Action
- Constitution d'un panel de Comparables Boursiers
- Évaluation Multicritère
- Élaboration du projet de Rapport
- Visite des sites de production à Nantes

### > Mars 2024

- Réunions avec la Direction et les Conseils
- Contacts avec l'Initiateur
- Prise de connaissance des éléments de valorisation de l'Initiateur incluant le Plan d'Affaires Initiateur
- Recherche de Transactions Comparables
- Évaluation Multicritère
- Analyse des Accords et Opérations Connexes
- Obtention des premiers éléments d'appréciation du Prix de l'Offre élaborés par l'Établissement Présentateur
- Rédaction du projet de Rapport
- Examen du Projet de Note d'Information

## ANNEXE 3 : PRINCIPALES ÉTAPES DE L'EXPERTISE (suite)

### ➤ Avril - Mai 2024

- Réunions avec la Direction et les Conseils
- Examen du rapport d'évaluation établi par l'Établissement Présentateur
- Revue du Projet de Note d'Information et du Projet de Note d'Information en Réponse
- Finalisation de l'Évaluation Multicritère
- Revue qualité
- Lettre de représentation de la Société et confirmations de l'Initiateur
- Finalisation du Rapport

### ➤ Juin 2024

- Obtention de la dernière version du Projet de Note d'Information et des derniers éléments complétant le corpus juridique de l'Opération
- Obtention de la dernière version du Projet de Note d'Information en Réponse
- Finalisation du Rapport et présentation du Projet de Rapport au Conseil d'Administration<sup>94</sup>

---

<sup>94</sup> 3 juin 2024.

## ANNEXE 4 : PRINCIPAUX INTERLOCUTEURS DE LEDOUBLE

### > Société

- Jean-Joseph SCHIEHLÉ Directeur Général
- Virginie PAIN Directrice Juridique
- Christine BERGIER Responsable des Comptabilités Groupe

### > Conseil financier de la Société

#### Macquarie

- Guillaume BASINI Directeur général
- Adam BOESPFING Analyste
- Valentine GROSJEAN Analyste

### > Conseil juridique de la Société

#### Fides Partners

- Thomas BOURDEAUT Avocat, Associé
- Vincent JOUANOLLE Avocat

### > Conseil juridique de l'Initiateur

#### De Pardieu Brocas Maffei

- Guillaume TOUTTÉE Avocat, Associé
- Laurent MOULIN Avocat

### > Établissement présentateur

#### CIC

- Marc GOUGET Directeur
- Bruno GAHERI Directeur adjoint
- Marion GILLMANN Manager

### > Initiateur

#### Terrena

- Guillaume SERIZAY CFO Terrena
- Anne ALEXIS Responsable de la trésorerie
- Véronique CHOPIN Responsable juridique département Droit des Sociétés

## ANNEXE 5 : PRINCIPALES SOURCES D'INFORMATION EXPLOITÉES

### ➤ Documentation relative à l'Offre

- Procès-verbal de désignation de l'Expert Indépendant par le Conseil d'Administration
- Procès-verbal du Conseil d'Administration approuvant le Plan d'Affaires
- Lettre de mission de la Société à l'Expert Indépendant
- Projet de Note d'Information (dernière version au 31 mai 2024)
- Projet de Note d'Information en Réponse (dernière version au 31 mai 2024)
- Rapport d'évaluation de l'Établissement Présentateur
- Accords et Opérations Connexes à l'Offre

### ➤ Documentation relative à Tipiak

#### Informations juridiques

- Extrait Kbis et statuts
- Procès-verbaux du Conseil d'Administration (2022 à 2024)
- Procès-verbaux de l'Assemblée Générale (2022 à 2024)
- Nombre d'actions propres au 31 décembre 2023
- Répartition du capital et des droits de vote au 31 décembre 2023
- Plans d'attribution gratuite d'Actions et conditions de performance associées au 31 décembre 2023
- Dernières transactions réalisées sur le capital du Groupe
- Rapports des commissaires aux comptes au Comité d'audit (28 mars 2024)
- Principaux litiges en cours et passifs éventuels

#### Informations comptables et financières

- Rapports annuels (2018 à 2023)
- Communiqués sur les comptes, les résultats et le chiffre d'affaires (2021 à 2023)
- Détail des derniers tests d'impairment réalisés dans le cadre de l'établissement des comptes consolidés (2023)
- Détail des projets d'investissements réalisés depuis 2018
- Expertises immobilières sur les biens immobiliers détenus par le Groupe (2022 et 2023)
- Budgets 2022 et 2023
- Plan d'affaires établi en juin 2023 ayant servi de base à la première offre d'acquisition du Bloc de Contrôle par Terrena
- Plan d'affaires à la date la plus récente et documentation associée
- Plan d'Affaires Commercial
- Plan d'affaires Initiateur (version partielle)
- Réalisation des quatre premiers mois de l'année 2024 et suivi budgétaire
- Notes des analystes financiers en charge du suivi du titre Tipiak

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

### ➤ Documentation sectorielle

- Xerfi, « Fabrication et marché des plats cuisinés et pizzas », novembre 2023
- Xerfi, « La boulangerie, pâtisserie, viennoiserie industrielle », octobre 2023
- Xerfi, « La distribution de produits surgelés », février 2023
- Xerfi Global, « L'industrie des produits alimentaires transformés », janvier 2023

### ➤ Sites d'information

#### Société

- Tipiak, <https://www.tipiak.fr/>

#### Comparables Boursiers

- Apetit Oyj, <https://apetit.fi/en/>
- Aryzta AG, <https://www.aryztafoodsolutions.fr/>
- Bell Food Group AG, <https://www.bellfoodgroup.com/fr/>
- Bonduelle S.C.A, <https://www.bonduelle.com/fr/>
- Ebro Food SA, <https://www.ebrofoods.es/en/>
- Fleury Michon SA, <https://www.fleurymichon.fr/>
- Greenyard NV, <https://www.greenyard.group/>
- LDC, <https://www ldc.fr/>
- Nomad Foods Ltd, <https://www.nomadfoods.com/>
- Orior AG, <https://orior.ch/en>
- Premier Foods PLC, <https://www.premierfoods.co.uk/>

#### Autres sites d'informations

- AMF, <http://www.amf-france.org/>
- Banque de France, <https://www.banque-france.fr/>
- FMI, <https://www.imf.org>

### ➤ Bases de données

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

## ANNEXE 6 : COMPOSITION DE L'ÉQUIPE LEDOUBLE

Ledouble est un cabinet spécialisé dans l'expertise financière. À ce titre, il a réalisé de nombreuses missions d'expertise indépendante, notamment dans le cadre d'offres publiques. Les principales missions d'expertise et d'analyse financière indépendante effectuées dans ce domaine sur la période la plus récente (2022 à 2024) figurent en **Annexe 7**.

Ledouble est membre fondateur de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI), association professionnelle agréée par l'AMF en application de l'article [263-1](#) de son règlement général, membre de la Société Française des Évaluateurs (SFEV), et suit les règles déontologiques décrites sur son site Internet : <http://www.ledouble.fr/>

### ➤ **Agnès PINIOT, Associée, Présidente de Ledouble**

- Expert-comptable et commissaire aux comptes
- Expert près la Cour d'Appel de Paris
- MSTCF, Université Paris IX – Dauphine
- Présidente d'honneur de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI)
- Membre de la Société Française des Évaluateurs (SFEV)
- Membre du Bureau de la Compagnie Nationale des Experts-Comptables de Justice, section Paris-Versailles (CNECJ)
- Membre de la Compagnie Nationale des Experts de Justice en Finance (CNEJEF)
- Membre de la Commission « Évaluation, Commissariat aux apports et à la fusion » de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes (CNCC)

### ➤ **Stéphanie GUILLAUMIN, Associée**

- Toulouse Business School Grande école (Banque et Marchés Financiers)
- Master I Monnaie Finance de l'Université Paris Ouest Nanterre La Défense
- CIIA (Certified International Investment Analysts) – SFAF (Société Française des Analystes Financiers)
- Membre de l'APEI et de la SFEV

### ➤ **Thomas WOESTELANDT, Directeur**

- Université Paris V-Descartes – Master Comptabilité, Contrôle, Audit (CCA)
- Membre de la SFEV

### ➤ **Clara HEULS, Analyste**

- EDHEC Business School Grande école (Finance et Conseil en stratégie)

## ANNEXE 6 : COMPOSITION DE L'ÉQUIPE LEDOUBLE (suite)

### ➤ Olivier CRETTE, Associé, Revue indépendante

- Expert-comptable et commissaire aux comptes
- Expert près la Cour d'Appel de Paris
- EM Lyon, docteur en sciences de gestion
- Membre de l'APEI et de la SFEV
- Membre de la CNECJ et de la CNEJEF
- Vice-président du Comité des Normes Professionnelles de la CNCC
- Professeur associé au conservatoire National des Arts et Métiers (CNAM)

## ANNEXE 7 : LISTE DES EXPERTISES FINANCIÈRES RÉALISÉES DEPUIS 2022


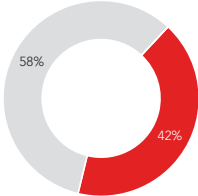
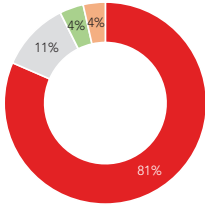

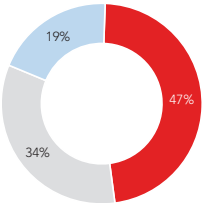
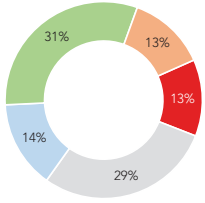

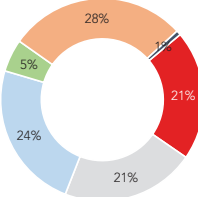
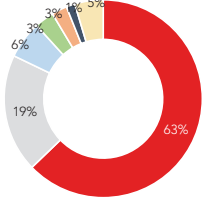

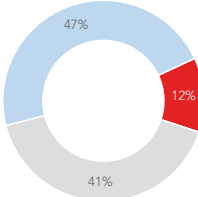
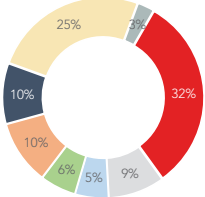

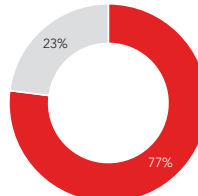
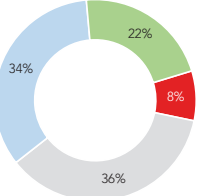

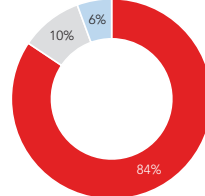
**Expertises indépendantes**

Année	Société	Etablissement(s) présentateur(s)
2024	Believe	Goldman Sachs, BNP Paribas
2024	Accor	*
2024	FIEBM	Oddo BHF
2023	Ober	Banque Delubac & Cie
2023	Colas	Portzamparc
2023	Kaufman & Broad	*
2023	FIEBM	Oddo BHF
2023	Technicolor Creative Studios	*
2023	UFF	Natixis
2022	Altur Investissement	Oddo BHF
2022	Linedata	Degroof Petercam
2022	Robertet	Lazard Frères Banque, Portzamparc - Groupe BNP Paribas
2022	Albioma	Société Générale
2022	CNP Assurances	Barclays Bank, Morgan Stanley, Natixis, BNP Paribas

\* : *Rachat d'actions / Restructuration financière / Augmentation de capital réservée*


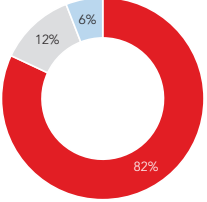
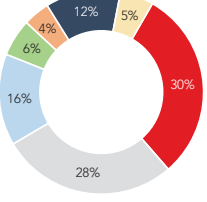

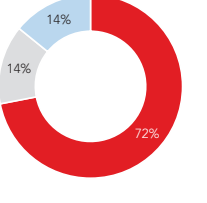
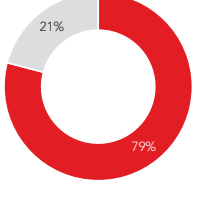

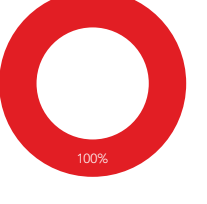
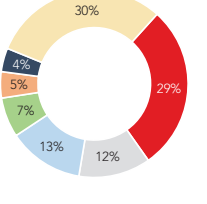

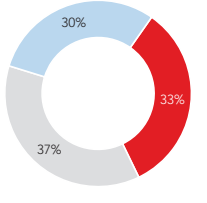
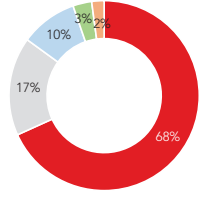

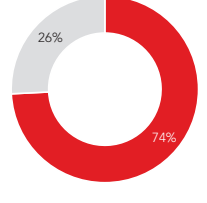
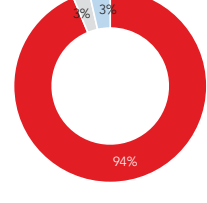
## ANNEXE 8 : PRÉSENTATION DES COMPARABLES BOURSIERS

## Description des Comparables Boursiers

Société	Pays	Cap. Boursière (3 mois M€)	CA 2023 (M€)	% EBITDA 2023 post IFRS 16	Chiffre d'affaires par activité	Chiffre d'affaires par région
Apetit Oyj		86	176	7%	 <ul style="list-style-type: none"> <li>Surgelés</li> <li>Produits oléagineux</li> </ul>	 <ul style="list-style-type: none"> <li>Finlande</li> <li>Norvège</li> <li>Suède</li> <li>Reste du monde</li> </ul>
Aryzta		1 715	2 150	11%	 <ul style="list-style-type: none"> <li>Boulangerie artisanale</li> <li>Pâtisserie sucrées et petit-déjeuner</li> <li>Epicerie salée et autres</li> </ul>	 <ul style="list-style-type: none"> <li>Suisse</li> <li>Allemagne</li> <li>France</li> <li>Reste de l'Europe</li> <li>Reste du monde</li> </ul>
Bell Food Group		1 733	4 850	7%	 <ul style="list-style-type: none"> <li>Viande fraîche</li> <li>Charcuterie</li> <li>Volaille</li> <li>Produits de la mer</li> <li>Commodités</li> <li>Autres</li> </ul>	 <ul style="list-style-type: none"> <li>Suisse &amp; Liechtenstein Allemagne</li> <li>Autriche</li> <li>France</li> <li>Pologne</li> <li>Bénélux</li> <li>Reste du monde</li> </ul>
Bonduelle		268	2 376	5%	 <ul style="list-style-type: none"> <li>Surgelés</li> <li>Frais</li> <li>Conserves</li> </ul>	 <ul style="list-style-type: none"> <li>France</li> <li>Allemagne</li> <li>Europe du Nord</li> <li>Europe Centrale</li> <li>Europe du Sud</li> <li>Eurasie</li> <li>États-Unis</li> <li>Autres</li> </ul>
Ebro Foods		2 361	3 084	12%	 <ul style="list-style-type: none"> <li>Riz</li> <li>Pâte</li> </ul>	 <ul style="list-style-type: none"> <li>Espagne</li> <li>Europe</li> <li>Amériques</li> <li>Reste du monde</li> </ul>
Fleury Michon		93	836	7%	Non disponible	 <ul style="list-style-type: none"> <li>GMS</li> <li>International</li> </ul>



























## ANNEXE 8 : PRÉSENTATION DES COMPARABLES BOURSIERS (Suite)

## Description des Comparables Boursiers

Société	Pays	Cap. Boursière (3 mois M€)	CA 2023 (M€)	% EBITDA 2023 post IFRS 16	Chiffre d'affaires par activité	Chiffre d'affaires par région
Greenyard		270	4 910	2%	 <ul style="list-style-type: none"> <li>Frais</li> <li>Surgelés</li> </ul>	 <ul style="list-style-type: none"> <li>Allemagne</li> <li>Pays-Bas</li> <li>Belgique</li> <li>Royaume-Uni</li> <li>France</li> <li>Reste de l'Europe</li> <li>Reste du monde</li> </ul>
LDC		2 444	6 133	10%	 <ul style="list-style-type: none"> <li>Volaille France</li> <li>International</li> <li>Traiteur</li> </ul>	 <ul style="list-style-type: none"> <li>France</li> <li>International &amp; Export</li> </ul>
Nomad Foods		2 853	3 045	15%	 <ul style="list-style-type: none"> <li>Surgelés</li> </ul>	 <ul style="list-style-type: none"> <li>Royaume-Uni</li> <li>Italie</li> <li>Allemagne</li> <li>France</li> <li>Suède</li> <li>Norvège</li> <li>Reste de l'Europe</li> </ul>
Orior		436	691	9%	 <ul style="list-style-type: none"> <li>Commodités</li> <li>Raffinement</li> <li>International</li> </ul>	 <ul style="list-style-type: none"> <li>Suisse</li> <li>Bénélux</li> <li>Allemagne</li> <li>France</li> <li>Autres</li> </ul>
Premier Foods		1 530	1 332	20%	 <ul style="list-style-type: none"> <li>Épicerie</li> <li>Friandises</li> </ul>	 <ul style="list-style-type: none"> <li>Royaume-Uni</li> <li>Reste de l'Europe</li> <li>Reste du monde</li> </ul>

## ANNEXE 9 : CRITÈRES DE SELECTION DES COMPARABLES BOURSIERS

## Matrice de sélection des Comparables Boursiers

Société	Pays	Activités	Implantation géographique	Taille	Retenu par l'Établissement Présentateur
Apetit Oyj					
Aryzta					
Bell Food Group					
Bonduelle					
Ebro Foods					
Fleury Michon					
Greenyard					
LDC					
Nomad Foods					
Orior					
Premier Foods					

## ANNEXE 10 : PRÉSENTATION DES TRANSACTIONS COMPARABLES

## Transactions Comparables

Date	Cible	Acquéreur	VE / EBITDA	
			Min	Max
mars-23	Vel Pitar	Grupo Bimbo	5,8x	8,0x
févr.-23	La compagnie des desserts	PAI Partners SAS	7,2x	10,0x
mai-22	La Doria Groupe	InvestIndustrial LP	5,7x	7,1x
juin-22	Kerry Group plc (Meats & meals business)	Pilgrim Pride Corp	6,9x	9,5x
juin-22	Bonduelle SA (Bonduelle Americas Long Life)	Caisse de Depot et Placement du Quebec	7,0x	8,2x
sept.-21	Solent Group	Humble Group AB	7,1x	9,8x
août-21	Symington's Limited	Newlat Food S.p.A	7,8x	10,8x
sept.-21	Valeo Foods	Bain Capital	7,2x	10,0x
déc.-21	Panzani	CVC Partners	7,2x	10,0x
<b>Médiane</b>			<b>7,1x</b>	<b>9,9x</b>
<b>Moyenne</b>			<b>7,0x</b>	<b>9,4x</b>

Source : Mergermarket, S&P Capital IQ, Sociétés, Communiqués de presse

## ANNEXE 11 : PRINCIPES DE LA REVUE INTERNE

L'article 3 II.12 de l'instruction AMF n°[2006-08](#) prévoit que le rapport d'expertise comporte « *une description de la mission, du rôle et des diligences effectuées par la personne en charge de la revue qualité du rapport d'expertise, ainsi que la description des garanties d'indépendance dont celle-ci bénéficie* ».

En l'espèce, le contrôleur qualité :

- n'a pas pris part directement à la réalisation de la Mission et est intervenu en totale indépendance à l'égard des deux signataires du Rapport, ainsi que des autres membres de l'équipe Ledouble ;
- a été consulté lors de l'acceptation de la Mission sur l'indépendance de Ledouble et sa propre indépendance ;
- est intervenu pour :
  - valider la structure du Rapport et en tester la cohérence avec le champ de la Mission tel que défini dans la lettre de mission de la Société en **Annexe 1** ;
  - procéder à l'examen des points de saisine de Ledouble ;
  - s'assurer, dans le contexte spécifique de la Mission, de la prise en compte des dispositions réglementaires et des recommandations de l'AMF ;
  - s'informer de la nature de la documentation exploitée au cours de la Mission ;
  - vérifier le respect des procédures internes à Ledouble applicables en matière d'expertise indépendante ;
  - questionner les signataires du Rapport sur les hypothèses et paramètres structurant l'Évaluation Multicritère, ainsi que la synthèse des échanges avec nos interlocuteurs ;
  - examiner le contenu des fichiers de synthèse sous-tendant l'Évaluation Multicritère ;
  - suivre la rédaction du Rapport sur le plan formel en relation avec les signataires, par la formalisation de « questions-réponses » ;
  - vérifier *in fine* la cohérence entre le contenu du Rapport et sa conclusion.