

PROJET DE NOTE ÉTABLIE PAR LA SOCIÉTÉ

GROUPE PIZZORNO ENVIRONNEMENT (« GPE »)



**EN RÉPONSE
À L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIÉE VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIÉTÉ GPE**

**INITIÉE PAR LA SOCIÉTÉ
PAPREC GROUP**



Le présent projet de note en réponse (le « **Projet de Note en Réponse** ») a été déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») le 29 juillet 2026, conformément aux dispositions de l'article 231-26 de son règlement général (le « **Règlement Général de l'AMF** »). Il a été établi conformément aux dispositions de l'article 231-19 du Règlement Général 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 CROWE HAF, représenté par Monsieur Olivier Grivillers, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans le présent Projet de Note en Réponse.

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

Le présent Projet de Note en Réponse est disponible sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de Groupe Pizzorno Environnement (www.pizzorno.com) et peut être obtenu sans frais auprès de Groupe Pizzorno Environnement (109, rue Jean Aicard 83 300 Draguignan).

Conformément à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives notamment aux caractéristiques juridiques, financières et comptables de Groupe Pizzorno Environnement seront déposées auprès de l'AMF et mises à la disposition du public au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. Ces informations seront disponibles sur les sites Internet de la Société (www.pizzorno.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) et pourront être obtenues sans frais au siège social de la Société, 109, rue Jean Aicard, 83300 Draguignan.

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

TABLES DES MATIERES

1. RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE	4
1.1 Présentation de l'Offre	4
1.2 Rappel du contexte et des motifs de l'Offre	5
1.3 Rappel des principales caractéristiques de l'Offre	7
1.3.1 Nombre de titres susceptibles d'être apportés à l'Offre	7
1.3.2 Principaux termes et modalités de l'Offre	7
1.3.3 Procédure d'apport à l'Offre	8
1.3.4 Restrictions concernant l'Offre à l'étranger	9
1.3.5 Calendrier indicatif de l'Offre	9
2 AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE GROUPE PIZZORNO ENVIRONNEMENT	11
2.1 Composition du Conseil d'Administration de la Société	11
2.2 Rappel des décisions préalables du Conseil d'Administration relatives à l'Offre	11
2.3 Avis motivé du Conseil d'Administration	12
3 INTENTIONS RELATIVES À L'APPORT DES ACTIONS À L'OFFRE	24
3.1 Intentions des membres du Conseil d'Administration de la Société	24
3.2 Intentions de la Société relatives aux Actions auto-détenues	25
4 ACCORDS POUVANT AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRÉCIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE	25
4.1 Nouveau Pacte	25
4.1.2.1 Composition des organes sociaux et de direction de la Société	25
4.2 Contrat de Cession des Actions	30
5 ÉLÉMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE	30
5.1 Structure du capital de Groupe Pizzorno Environnement	30
5.2 Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et au transfert d'Actions ou clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du code de commerce	31
5.3 Participations directes et indirectes dans le capital de la Société dont elle a connaissance en vertu des articles L. 233-7 et L. 233-12 du code de commerce	31
5.4 Titres de la Société comportant des droits de contrôle spéciaux	31
5.5 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier	32

5.6	Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance pouvant entraîner des restrictions sur le transfert d'Actions ou à l'exercice des droits de vote .	32
5.7	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'Administration	32
5.8	Règles applicables à la modification des statuts de la Société.....	33
5.9	Pouvoirs du Conseil d'Administration, en particulier concernant l'émission ou le rachat d'actions	33
5.10	Accords significatifs conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société.....	33
5.11	Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d'Administration, les dirigeants ou les salariés de la Société, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique	34
6	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	34
7	MODALITÉS DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIÉTÉ.....	34
8	PERSONNE QUI ASSUME LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE EN RÉPONSE.....	34
	ANNEXE – RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	35

1. RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE

1.1 Présentation de l'Offre

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 233-1 et suivants et 234-2 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** »), la société Paprec Group, société anonyme à conseil d'administration dont le siège social est situé 7, rue du Docteur Lancereaux, 75008 Paris, immatriculée au Registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 489 455 360 (l'« **Initiateur** » ou « **Paprec Group** »), filiale de la société Paprec Holding (« **Paprec Holding** »)¹ agissant tous deux de concert vis-à-vis de la Société (au sens de l'article L. 233-10 du Code de commerce), avec Madame Éliane Pizzorno, Madame Magali Devalle (la « **Famille Pizzorno-Devalle** ») et Monsieur Frédéric Devalle (ensemble avec la Famille Pizzorno-Devalle le « **Groupe Familial** » et ensemble avec Paprec Holding et Paprec Group, le « **Concert** »), offre de manière irrévocable aux actionnaires de Groupe Pizzorno Environnement, société anonyme à conseil d'administration dont le siège social est situé 109, rue Jean Aicard, 83300 Draguignan, immatriculée au Registre du commerce et des sociétés de Draguignan sous le numéro 429 574 395 (« **Groupe Pizzorno Environnement** » ou la « **Société** »), d'acquérir exclusivement en numéraire l'intégralité des actions de la Société (les « **Actions** ») non détenues par les membres du Concert à la date du Projet de Note d'Information, au prix de 62,50 euros par Action (le « **Prix de l'Offre** »), dans le cadre d'une offre publique d'achat simplifiée (l'« **Offre** ») dont les conditions sont décrites de manière plus détaillée dans le projet de note d'information déposé par l'Initiateur le 2 juillet 2026 auprès de l'AMF (le « **Projet de Note d'Information** »).

Les Actions sont admises aux négociations sur le compartiment C du marché réglementé d'Euronext Paris sous le code ISIN FR0010214064 (mnémonique GPE).

L'Offre fait suite à l'obtention, le 4 juin 2026, de l'autorisation de l'Autorité de la concurrence relative à l'acquisition de 1.225.617 Actions par le groupe Paprec et à la réalisation de cette acquisition par Paprec Group², le 9 juin 2026, représentant 30,64 %³ du capital de la Société, au prix de 62,50 euros par Action, auprès de la Famille Pizzorno-Devalle (l'« **Acquisition** »). Cette Acquisition résulte de l'exercice, le 6 février 2026⁴, par la Famille Pizzorno-Devalle de la promesse d'achat qui lui avait été consentie par Paprec Holding, dans le cadre du pacte concertant conclu en 2021, à l'occasion de la prise de participation initiale de Paprec Holding dans la Société. Paprec Holding et le Groupe Familial ont conclu un nouveau pacte d'actionnaires concertant qui a pris pleinement effet le 9 juin 2026.

À la date du Projet de Note d'Information, les membres du Concert détenaient ensemble 3.008.912 Actions représentant 75,22 % du capital et 82,43 % des droits de vote de la Société (y compris 135.917 actions auto-détenues⁵).

L'Offre vise la totalité des Actions non encore détenues par le Concert⁶ à la date du Projet de Note d'Information, soit un nombre total maximum de 991.088 Actions représentant 24,78 % du capital auxquelles sont attachés 992.729 droits de vote représentant 17,57 % des droits de vote de la Société.

Il n'existe à la date du Projet de Note en Réponse aucun autre titre de capital, ni aucun instrument

¹ Paprec Holding est une société anonyme à conseil d'administration dont le siège social est situé 7, rue du Docteur Lancereaux, 75008 Paris, immatriculée au Registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 753 994 805, qui contrôle Paprec Group, et qui sont toutes deux ultimement contrôlées par M. Jean-Luc Petithuguenin et ses enfants.

² Paprec Group s'est substituée à Paprec Holding pour l'Acquisition conformément à la faculté dont disposait Paprec Holding au titre du Pacte Initial et au titre du contrat de cession conclu en conséquence le 6 février 2026 (Cf. section 1.2.1 du Projet de Note d'Information).

³ Sur la base d'un nombre total de 4.000.000 d'actions au 9 juin 2026 représentant 6.874.635 droits de vote théoriques réduits à 5.649.018 droits de vote, après prise en compte de la caducité des 1.225.617 droits de vote double résultant de la cession des actions par la Famille Pizzorno-Devalle.

⁴ Cf. communiqué de presse de la Société en date du 9 février 2026.

⁵ Les actions auto-détenues sont assimilées aux actions détenues par le groupe Paprec en application de l'article L. 233-9, I, 2° du Code de commerce.

⁶ Les actions auto-détenues sont assimilées aux actions détenues par le groupe Paprec en application de l'article L. 233-9, I, 2° du Code de commerce.

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

financier ou droit pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société, autres que les Actions.

L'Offre revêt un caractère obligatoire en application des dispositions de l'article L. 433-3 du Code monétaire et financier et des articles 234-2 et suivants du règlement général de l'AMF, du fait du franchissement, dans le cadre de l'Acquisition, par Paprec Holding, des seuils de 30 % du capital et des droits de vote de la Société, et par Paprec Group du seuil de 30 % du capital de la Société.

À l'issue de l'Offre, l'Initiateur (en accord avec les autres membres du Concert) n'a pas l'intention de demander la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire visant les Actions qu'il ne détiendrait pas, ni de déposer, dans les douze (12) mois suivant la décision de conformité de l'Offre, un projet d'offre publique sur les Actions suivi, le cas échéant, d'un retrait obligatoire.

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée, conformément à l'article 233-1 du règlement général de l'AMF.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, Natixis (l'« **Établissement Présentateur** ») a déposé auprès de l'AMF, le 2 juillet 2026, le projet d'Offre et le Projet de Note d'Information établi par l'Initiateur. Natixis garantit, en application 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.

Les termes et modalités de l'Offre sont décrits de manière plus détaillée dans le Projet de Note d'Information de l'Initiateur qui a été mis en ligne sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org), de la Société (www.pizzorno.com), et du groupe Paprec (www.paprec.com) et qui peut être obtenu sans frais auprès de Paprec Group (7, rue du Docteur Lancereaux, 75008 Paris) et de l'Établissement Présentateur (7, promenade Germaine Sablon – 75013 Paris, France).

1.2 Rappel du contexte et des motifs de l'Offre

Groupe Pizzorno Environnement, anciennement Dragui-Transports, a été fondé en 1974 à Draguignan (Var) par Francis Pizzorno. C'est un groupe familial français d'envergure nationale. Il accompagne les collectivités et les professionnels dans la transition écologique des territoires grâce à la maîtrise de l'ensemble de la chaîne de valeur du déchet, de la propreté à la collecte, du tri à la valorisation, jusqu'au traitement.

A la suite de réflexions stratégiques engagées entre la Société et son principal actionnaire la Famille Pizzorno-Devalle, un processus compétitif de recherche de partenaire a été organisé en 2021. Il a conduit à la conclusion d'un accord entre la Famille Pizzorno-Devalle et Paprec Holding par lequel Paprec Holding a acquis, le 12 novembre 2021, une participation de 20 % du capital de la Société (soit 800.000 actions) et à la conclusion d'un pacte d'actionnaires constitutif d'une action de concert (le « **Pacte Initial** »), ayant pris effet le 12 novembre 2021.

Au titre du Pacte Initial, Paprec Holding avait notamment consenti à la Famille Pizzorno-Devalle deux promesses d'achat, l'obligeant, en cas d'exercice de ces promesses, à (i) acquérir des actions de la Société au titre de la promesse d'achat n°1 (la « **Promesse d'Achat Tranche n°1** ») portant sa détention à au moins 50,01 % du capital et des droits de vote de la Société (après prise en compte de la perte des droits de vote double résultant de la réalisation de la cession), puis (ii) à acquérir au titre de la promesse d'achat n°2 (la « **Promesse d'Achat Tranche n°2** ») le reliquat des actions de la Société détenues par la Famille Pizzorno-Devalle. Le prix d'exercice des promesses résultait de l'application d'une formule fondée sur un multiple de l'EBITDA consolidé, encadrée par un prix plancher de 31,25 euros et un prix plafond de 62,50 euros par action.

Le 19 janvier 2026, la Famille Pizzorno-Devalle a annoncé qu'elle envisageait d'exercer la Promesse d'Achat Tranche n°1 à hauteur de 1.225.617 actions de la Société, au prix de 62,50 euros par Action (prix qui résulte de l'application de la formule prévue par la Promesse d'Achat Tranche n°1), ce qui conduirait le groupe Paprec à détenir 50,64 % du capital et 50,02 % des droits de vote de la Société. Paprec Holding et le Groupe Familial ont également annoncé par le même communiqué de presse, qu'en cas d'exercice de la Promesse d'Achat Tranche n°1 et de la réalisation de l'acquisition correspondante, un nouveau pacte d'actionnaires concertant entrerait en vigueur (le « **Nouveau Pacte** »), et que le groupe Paprec déposerait, un projet d'offre publique à titre obligatoire, à un prix de 62,50 euros par Action. Ce communiqué de presse a marqué l'ouverture d'une période de pré-offre qui a fait l'objet d'un avis de l'AMF le 19 janvier 2026 (D&I n°226C0082).

Le conseil d'administration de la Société (le « **Conseil d'Administration** ») a annoncé le même jour avoir accueilli favorablement la transaction proposée, en rappelant que cela ne préjugait pas de ses conclusions sur l'étude détaillée des modalités de l'opération, à la lumière notamment du rapport qui sera établi par l'expert indépendant.

Le Conseil d'Administration de la Société a constitué, le 16 janvier 2026, un comité ad hoc, conformément aux dispositions de l'article 261-1, III du Règlement général de l'AMF, composé de (i) Madame Maria Chatti-Gautier, administratrice indépendante, désignée Présidente du comité ad hoc, de (ii) Monsieur Reynald Gorini, administrateur indépendant, et de (iii) Monsieur Frédéric Devalle, administrateur non-indépendant et directeur général (le « **Comité Ad Hoc** »), ayant pour mission de proposer la nomination d'un expert indépendant, de suivre et de faciliter les travaux de l'expert indépendant, ainsi que de préparer un avis motivé sur les conditions de l'Offre et ses conséquences pour la Société, ses actionnaires et ses employés.

À la suite des avis favorables rendus par les instances représentatives du personnel compétentes de la Société et de ses filiales, la Famille Pizzorno-Devalle a exercé le 6 février 2026, la Promesse d'Achat Tranche n°1 pour le nombre d'Actions et le prix mentionnés ci-dessus et conclu le même jour avec Paprec Holding, le contrat de cession desdites Actions audit prix (Paprec Holding ayant la faculté de se substituer Paprec Group), sous la seule condition suspensive de l'autorisation de l'Autorité de la concurrence (le contrat de cession, tel qu'amendé par avenant le 9 juin 2026 étant désigné ci-après le « **Contrat de Cession** »). L'exercice de la Promesse d'Achat Tranche n°1 a fait l'objet d'un communiqué de presse en date du 9 février 2026.

Par ailleurs, le 6 février 2026, le Conseil d'Administration de la Société a décidé de désigner, sur recommandation du Comité Ad Hoc, le cabinet Crowe HAF, situé 16, rue Camille Pelletan, 92300 Levallois-Perret, représenté par Monsieur Olivier Grivillers, en qualité d'expert indépendant (l'« **Expert Indépendant** »), en application des dispositions des articles 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF, afin d'établir un rapport sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre.

Suite à l'obtention de l'autorisation de l'Autorité de la concurrence intervenue le 4 juin 2026, Paprec Group (s'étant substitué à Paprec Holding conformément à la faculté prévue dans le Pacte Initial et le Contrat de Cession) a acquis les 1.225.617 actions concernées le 9 juin 2026, portant ainsi la participation du groupe Paprec à 50,64 % du capital et à 50,02 % des droits de vote de la Société, et celle des membres du Concert (Paprec Group, Paprec Holding et le Groupe Familial) à 75,22 % du capital et 82,43 % des droits de vote de la Société. Le Nouveau Pacte a pris pleinement effet le 9 juin 2026.

L'Offre s'inscrit dans le cadre de l'obligation faite à l'Initiateur de déposer une offre publique d'achat, en application des articles 234-2 et suivants du règlement général de l'AMF, du fait du franchissement, dans le cadre de l'Acquisition, par Paprec Holding, des seuils de 30 % du capital et des droits de vote de la

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

Société, et par Paprec Group, directement, du seuil de 30 % du capital de la Société. L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée, conformément à l'article 233-1 du règlement général de l'AMF.

L'Offre s'inscrit dans le cadre d'un projet de poursuite des activités et du développement de la Société : l'Initiateur entend poursuivre les principales orientations industrielles, stratégiques, financières et commerciales mises en œuvre par la Société, la Famille Pizzorno-Devalle demeurant pleinement engagée à ses côtés, conformément au Nouveau Pacte.

A cet égard, ce dernier intègre notamment l'engagement de Paprec Group et Paprec Holding (i) à ne pas transférer l'activité de la Société vers l'Initiateur ou ses affiliés, sans l'accord préalable de la Famille Pizzorno-Devalle, (ii) à utiliser la Société comme plateforme de développement du groupe dans la zone d'activité historique du groupe et (iii) à permettre à la Société et à ses filiales de candidater aux marchés actuellement détenus par la Société et ses filiales lors de leur renouvellement (sans concurrence de Paprec Holding ou de ses affiliés).

L'Initiateur (en accord avec les autres membres du Concert) ne sollicitera pas auprès de l'AMF, à l'issue de l'Offre, une procédure de retrait obligatoire visant les Actions qu'il ne détiendrait pas, en application de l'article L. 433-4 II du Code monétaire et financier et des articles 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

En outre, l'Initiateur (en accord avec les autres membres du Concert) n'a pas non plus l'intention, dans les douze (12) mois suivant la décision de conformité de l'Offre, de déposer un projet d'offre publique sur les Actions, suivi, le cas échéant, d'un retrait obligatoire visant les Actions qu'il ne détiendrait pas.

Enfin, dans le cadre de la déclaration de ses intentions pour les douze (12) prochains mois, l'Initiateur a indiqué (en accord avec les autres membres du Concert) ne pas avoir l'intention de fusionner la Société avec une autre société et n'anticipe pas que l'Offre génère des synergies ou des gains économiques.

1.3 Rappel des principales caractéristiques de l'Offre

1.3.1 Nombre de titres susceptibles d'être apportés à l'Offre

A la date de la présente Note en Réponse, le Concert détient directement et indirectement 3.008.912 actions représentant 4.656.289 droits de vote, soit 75,22 % du capital et 82,43 % des droits de vote théoriques de la Société sur la base d'un nombre total de 4.000.000 actions représentant 5.649.018 droits de vote théoriques de la Société en application de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

Conformément aux dispositions de l'article 231-6 du règlement général de l'AMF, l'Offre vise la totalité des actions de la Société non détenues par le Concert, soit à la date de la présente Note en Réponse, 991.088 actions de la Société et 992.729 droits de vote, représentant 24,78% du capital et 17,57% des droits de vote théoriques de la Société.

A la date de la présente Note en Réponse, il n'existe aucun autre titre de capital, ni aucun autre instrument financier ou droit pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société.

1.3.2 Principaux termes et modalités de l'Offre

En application des dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, l'Établissement Présentateur, agissant pour le compte de l'Initiateur, a déposé auprès de l'AMF le 2 juillet 2026 le projet d'Offre. Un avis de dépôt a été publié par l'AMF sur son site Internet (www.amf-france.org) le 2 juillet 2026.

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

La Société a déposé le Projet de Note en Réponse auprès de l'AMF le 29 juillet 2026. Un avis de dépôt sera publié par l'AMF sur son site Internet. Le Projet de Note en Réponse est tenu gratuitement à la disposition du public au siège social de la Société et mis en ligne sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (www.pizzorno.com). Conformément à l'article 231-26, un communiqué comportant ses principaux éléments sera diffusé par la Société.

L'AMF déclarera l'Offre conforme après s'être assurée de sa conformité aux dispositions légales et réglementaires qui lui sont applicables et publiera la déclaration de conformité sur son site Internet (www.amf-france.org). Cette déclaration de conformité emportera visa par l'AMF de la Note en Réponse.

La note d'information ayant ainsi reçu le visa de l'AMF et le document contenant les « Autres Informations » relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront, conformément aux dispositions des articles 231-27 et 231-28 du règlement général de l'AMF, tenus gratuitement à la disposition du public, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre, au siège social de la Société. Ces documents seront également mis en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société.

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

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

L'Offre est soumise au droit français. Tout différend ou litige, de quelque nature que ce soit se rattachant à la présente Offre sera porté devant les tribunaux compétents.

1.3.3 Procédure d'apport à l'Offre

Conformément aux dispositions de l'article 233-1 du règlement général de l'AMF, l'Offre sera ouverte pendant une période de dix (10) jours de négociation. Dans le cadre de cette Offre, l'Initiateur s'engage irrévocablement, pendant cette période de 10 jours de négociation, à acquérir auprès des actionnaires de la Société la totalité des Actions qui seront apportées à l'Offre, au Prix de l'Offre, soit 62,50 euros par Action.

Les Actions de la Société apportées à l'Offre devront être librement négociables et libres de tout privilège, gage, nantissement ou 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 toutes les actions de la Société apportées à l'Offre qui ne répondraient pas à ces conditions.

Les actionnaires de la Société qui souhaitent apporter leurs Actions à l'Offre, devront, en temps opportun afin que leur ordre puisse être exécuté, délivrer un ordre d'apport irrévocable à l'Offre de leurs Actions à leur intermédiaire financier. Les actionnaires de la Société peuvent se rapprocher de leurs intermédiaires financiers pour s'assurer des modalités d'apport et des délais pour participer à l'Offre.

L'Offre sera réalisée par des achats sur le marché, le règlement livraison étant effectué au fur et à mesure de l'exécution des ordres, deux jours de négociation après chaque exécution.

Natixis, par l'intermédiaire de son partenaire Oddo BHF SCA, en sa capacité de prestataire de services d'investissement habilité en tant membre de marché acheteur, se portera acquéreur, pour le compte de l'Initiateur, de toutes les Actions qui seront apportées à l'Offre, étant précisé que les frais de négociation

(y compris les frais de courtage et la taxe sur la valeur ajoutée y afférente) resteront en totalité à la charge des actionnaires vendeurs.

Le transfert de propriété des Actions apportées à l'Offre et l'ensemble des droits attachés (en ce compris le droit aux dividendes) interviendra à la date d'inscription en compte de l'Initiateur, conformément aux dispositions de l'article L.211-17 du code monétaire et financier. Il est rappelé en tant que de besoin que toute somme due dans le cadre de l'apport des Actions à l'Offre ne portera pas intérêt et sera payée à la date de règlement-livraison.

1.3.4 Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

L'Offre est faite exclusivement en France.

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

L'Offre n'est pas faite à des personnes soumises à de telles restrictions, directement ou indirectement, et ne pourra d'aucune façon faire l'objet d'une acceptation depuis un pays dans lequel l'Offre fait l'objet de restrictions. Les personnes venant à entrer en possession de la Note d'Information ou de tout autre document relatif à l'Offre doivent se tenir informées des restrictions légales ou réglementaires applicables et les respecter. Le non-respect de ces restrictions est susceptible de constituer une violation des lois et règlements applicables en matière boursière dans certains pays.

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

1.3.5 Calendrier indicatif de l'Offre

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

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

Dates	Principales étapes de l'Offre
19 janvier 2026	- Communiqué de presse annonçant l'intention de la Famille Pizzorno-Devalle d'exercer la Promesse d'Achat Tranche n°1 portant sur 1.225.617 actions de la Société au prix de 62,50 euros par action, entraînant le dépôt d'une offre publique obligatoire au même prix.
6 février 2026	- Exercice de la Promesse d'Achat Tranche n°1 par la Famille Pizzorno-Devalle. Désignation du cabinet Crowe HAF, représenté par Monsieur Olivier Grivillers, en qualité d'expert indépendant par le Conseil d'Administration de la Société, et communication du choix de l'expert

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

	à l'AMF conformément à l'article 261-1-1 du règlement général de l'AMF.
9 février 2026	- Communiqué de presse de la Société confirmant l'exercice de la Promesse n°1.
4 juin 2026	- Autorisation de l'Autorité de la concurrence relative à l'acquisition des 1.225.617 actions par Paprec Group.
9 juin 2026	- Réalisation de l'Acquisition par Paprec Group (1.225.617 actions à 62,50 €). Prise d'effet du Nouveau Pacte et du nouveau Conseil d'Administration de la Société.
2 juillet 2026	- Dépôt du projet de note d'information de l'Initiateur auprès de l'AMF. Mise à disposition du public et mise en ligne sur les sites Internet de l'Initiateur (www.paprec.com) et de l'AMF (www.amf-france.org). - Diffusion d'un communiqué de presse de l'Initiateur annonçant le dépôt de l'Offre et la mise à disposition du Projet de Note d'Information.
29 juillet 2026	- Dépôt du Projet de Note en Réponse de la Société auprès de l'AMF, comprenant l'avis motivé du Conseil d'Administration et le rapport de l'Expert Indépendant (Crowe HAF). - Mise à disposition du public et mise en ligne sur les sites internet de l'Initiateur (www.pizzorno.com) et de l'AMF (www.amf-france.org). - Diffusion du communiqué de presse annonçant le dépôt et la mise à disposition du projet de note en réponse de la Société.
11 septembre 2026	- Décision de conformité de l'AMF emportant visa de la note d'information de l'Initiateur et visa de la note en réponse de la Société.
14 septembre 2026	- Publication par l'AMF, sur son site Internet, de la déclaration de conformité, de la note d'information de l'Initiateur et de la note en réponse de la Société. - Mise à disposition du public au siège social de l'Initiateur et mise en ligne sur les sites Internet de Paprec Group (www.paprec.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) de la note d'information. - Mise à disposition du public au siège social de la Société et mise en ligne sur les sites Internet de la Société (https://www.pizzorno.com/) et de l'AMF (www.amf-france.org) de la note en réponse visée.
14 septembre 2026	- Mise à disposition du public au siège social de l'Initiateur et mise en ligne sur le site Internet de l'Initiateur (www.paprec.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur. - Diffusion par l'Initiateur du communiqué de mise à disposition de la note d'information visée et des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur. - Mise à disposition du public au siège social de la Société et mise en ligne sur les sites Internet de la Société (https://www.pizzorno.com/) et de l'AMF (www.amf-france.org) des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société. - Diffusion par la Société du communiqué de mise à disposition de la note en réponse visée et des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société.
15 septembre 2026	- Ouverture de l'Offre.
28 septembre 2026	- Clôture de l'Offre.

29 septembre 2026 - Publication par l'AMF et Euronext Paris de l'avis de résultat de l'Offre et diffusion d'un communiqué de presse par l'Initiateur et la Société.

Conformément aux dispositions de l'article 231-32 du règlement général de l'AMF, les dates d'ouverture et de clôture ainsi que les résultats de l'Offre seront publiés par l'AMF.

2 AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE GROUPE PIZZORNO ENVIRONNEMENT

2.1 Composition du Conseil d'Administration de la Société

A la date de la présente Note en Réponse, le Conseil d'Administration est composé de la manière suivante (le « **Conseil d'Administration** ») :

Identité	Mandat
Monsieur Mathieu PETITHUGUENIN	Président du Conseil d'Administration
Madame Magali DEVALLE	Vice-Présidente du Conseil d'Administration et administrateur
Monsieur Frédéric DEVALLE	Administrateur et Directeur Général
Monsieur Reynald GORINI	Administrateur indépendant
Madame Maria CHATTI-GAUTIER	Administrateur indépendant
Monsieur Sébastien PETITHUGUENIN	Administrateur
Monsieur Charles-Antoine BLANC	Administrateur
Madame Claire BOURSINHAC	Administrateur
Monsieur Eric TEILHARD (1)	Administrateur
Madame Raffaella QUARATO	Administrateur
Madame Laetitia REYNAUD	Administrateur représentant les salariés

(1) Il est précisé que M. Éric Teilhard a été nommé directeur général délégué par le Conseil d'Administration du 25 juin 2026, avec effet au 1er septembre 2026.

2.2 Rappel des décisions préalables du Conseil d'Administration relatives à l'Offre

Le 16 janvier 2026, le Conseil d'Administration de la Société a constitué un Comité Ad Hoc, conformément aux dispositions de l'article 261-1, III du Règlement général de l'AMF, composé de (i) Madame Maria Chatti-Gautier, administratrice indépendante, désignée Présidente du Comité Ad Hoc, de (ii) Monsieur Reynald Gorini, administrateur indépendant, et de (iii) Monsieur Frédéric Devalle, administrateur non-indépendant et directeur général. Le Comité Ad Hoc a été chargé de (i) formuler une proposition sur le choix de l'expert indépendant, (ii) examiner les conditions de l'Offre, (iii) superviser les travaux de l'expert indépendant, et (iv) préparer le projet d'avis motivé du Conseil d'Administration.

Le 6 février 2026, le Comité Ad Hoc a proposé, à l'unanimité de ses membres, au Conseil d'Administration, la nomination en qualité d'Expert Indépendant du cabinet Crowe HAF, domicilié 16, rue Camille Pelletan, 92300 Levallois-Perret, représenté par Monsieur Olivier Grivillers, avec pour mission de préparer un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

Le 6 février 2026, le Conseil d'Administration, après avoir pris acte de la proposition du Comité Ad Hoc, a décidé à l'unanimité de procéder à la désignation du cabinet Crowe HAF, représenté par Monsieur Olivier Grivillers, en qualité d'Expert Indépendant, conformément aux dispositions de l'article 261-1 du Règlement général de l'AMF.

2.3 Avis motivé du Conseil d'Administration

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, les membres du Conseil d'Administration se sont réunis le 28 juillet 2026, sur convocation faite conformément aux statuts de la Société, afin d'examiner le projet d'Offre et de rendre leur avis motivé sur l'intérêt de l'Offre et ses conséquences pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Tous les membres du Conseil d'Administration de la Société étaient présents ou représentés.

Les débats et le vote sur l'avis motivé du Conseil d'Administration se sont tenus sous la présidence de Monsieur Mathieu Petithuguenin, en sa qualité de Président du Conseil d'Administration.

L'avis motivé sur l'intérêt que présente l'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés a été adopté à l'unanimité des membres du Conseil d'Administration lors de sa réunion du 28 juillet 2026. Aucune opinion divergente n'a été exprimée par les membres du Conseil d'Administration.

Les instances représentatives du personnel de la Société, ont été informées le 6 février 2026 du projet d'Offre. Une nouvelle information sera effectuée en septembre ou octobre, selon le calendrier de l'Offre, afin de leur présenter le contenu final de l'Offre et le calendrier de l'Offre.

La délibération du Conseil d'Administration contenant son avis motivé est reproduite ci-dessous :

*« Le Président précise que le Conseil d'Administration se réunit ce jour à l'effet de rendre un avis motivé sur l'intérêt que représente, ainsi que sur les conséquences qu'aurait pour la Société, ses actionnaires et ses salariés, le projet d'offre publique d'achat simplifiée (l'« **Offre** ») visant les actions de la Société à un prix de 62,50 euros par action (le « **Prix de l'Offre** ») initié par la société Paprec Group (l'« **Initiateur** »). Il est précisé que l'Initiateur et Paprec Holding agissent de concert avec Madame Éliane Pizzorno et Madame Magali Devalle (ensemble, la « **Famille Pizzorno-Devalle** ») et Monsieur Frédéric Devalle (ensemble avec la Famille Pizzorno-Devalle, le « **Groupe Familial** » et, avec l'Initiateur et Paprec Holding, le « **Concert** »).*

*Le Président rappelle que les termes de l'Offre sont décrits dans le projet de note d'information de l'Initiateur qui a été communiqué et déposé auprès de l'autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») le 2 juillet 2026.*

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

- Le pacte d'actionnaire conclu le 12 novembre 2021 entre le Groupe Familial et Paprec Holding (le « **Pacte Initial** ») ;*
- Le nouveau pacte d'actionnaires conclu le 16 janvier 2026 entre Paprec Holding et le Groupe Familial, tel qu'amendé le 6 février 2026, auquel Paprec Group a adhéré le 9 juin 2026 et qui est entré en vigueur à cette date (le « **Nouveau Pacte** ») ;*
- le contrat de cession d'actions de la Société conclu le 6 février 2026 entre la Famille Pizzorno-Devalle et Paprec Holding (Paprec Holding ayant la faculté de se substituer Paprec Group), tel qu'amendé par avenant le 9 juin 2026 ;*
- Le projet de note d'information déposé par l'Initiateur auprès de l'AMF le 02 juillet 2026, contenant notamment le contexte et les motifs de l'Offre, les intentions de l'Initiateur, les termes et modalités*

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

de l'Offre (dont un calendrier indicatif), ainsi que les éléments d'appréciation du Prix de l'Offre établis par Natixis, agissant en tant qu'établissement présentateur et garant de l'Offre (l'« **Établissement Présentateur** ») ;

- Le rapport du cabinet Crowe HAF, représenté par Monsieur Olivier Grivillers, désigné en qualité d'expert indépendant (l'« **Expert Indépendant** »), sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre, à savoir le prix offert de 62,50 euros par action ;
- Le projet de note en réponse établi par la Société (le « **Projet de Note en Réponse** »), destiné à être déposé auprès de l'AMF le 29 juillet 2026, lequel reste à être complété de l'avis motivé du Conseil d'Administration ;
- Le projet de communiqué de presse normé de la Société relatif à la mise à disposition du projet de note en réponse établi par la Société ;
- Le projet d'avis motivé préparé par le Comité Ad Hoc conformément à l'article 261-1 III du règlement général de l'AMF.

o Rappels sur la désignation de l'expert indépendant

Le Président rappelle que, lors de sa réunion du 16 janvier 2026, le Conseil d'Administration a (i) conformément aux dispositions de l'article 261-1, III du règlement général de l'AMF, constitué un comité ad hoc (le « **Comité Ad Hoc** »), composé majoritairement de membres indépendants, et (ii) accueilli favorablement l'intention de l'Initiateur de déposer le projet d'Offre, sans préjuger de son avis motivé devant être émis conformément à l'article 231-19 du règlement général de l'AMF à l'issue de l'examen des termes définitifs de l'Offre et après revue du rapport de l'Expert Indépendant sur les conditions financières de l'Offre.

Le Comité Ad Hoc est ainsi composé de :

- Madame Maria Chatti-Gautier, administratrice indépendante, désignée Présidente du Comité Ad Hoc,
- Monsieur Reynald Gorini, administrateur indépendant, et de
- Monsieur Frédéric Devalle, administrateur et Directeur Général.

Le Comité Ad Hoc est chargé notamment de formuler une proposition sur le choix de l'expert indépendant qui sera chargé d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre, d'examiner et émettre une recommandation sur l'intérêt de l'Offre pour la Société, ses salariés et ses actionnaires, de superviser les travaux de l'expert indépendant et de préparer le projet d'avis motivé du Conseil d'Administration.

Il est rappelé que l'Offre requiert la désignation d'un expert indépendant compte tenu du fait que (i) Paprec Holding contrôle la Société, directement et indirectement par l'intermédiaire de l'Initiateur, à la suite de l'acquisition intervenue le 9 juin 2026, de 1.225.617 actions de la Société (avant le dépôt de l'Offre), (ii) certains dirigeants de la Société ont conclu des accords avec Paprec Holding et/ou l'Initiateur susceptibles d'affecter leur indépendance, et (iii) il existe une ou plusieurs opérations connexes à l'Offre susceptibles d'avoir un impact significatif sur le Prix de l'Offre.

Le 6 février 2026, le Comité Ad Hoc a examiné les candidatures reçues et les propositions détaillées de cabinets remplissant les conditions d'indépendance requises par la réglementation et dotés d'une expérience reconnue en matière d'opérations similaires. Dans ce cadre, il est apparu que le cabinet Crowe HAF, représenté par Monsieur Olivier Grivillers, présentait toutes les qualités requises afin

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

d'assurer la mission d'expertise indépendante au regard principalement (i) de l'absence de lien présent ou passé entre celui-ci et les sociétés concernées par l'Offre susceptible d'affecter son indépendance, (ii) de son expérience récente sur des opérations de marché, (iii) des termes financiers de sa proposition d'intervention, et (iv) plus généralement, de sa réputation professionnelle et des moyens humains et matériels dont il dispose. Le Comité Ad Hoc a ainsi proposé, à l'unanimité de ses membres, au Conseil d'Administration la nomination du cabinet Crowe HAF, domicilié 16, rue Camille Pelletan, 92300 Levallois-Perret, représenté par Monsieur Olivier Grivillers, avec pour mission de préparer un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

Le cabinet Crowe HAF a fait savoir qu'il acceptait le principe de cette nomination en tant qu'Expert Indépendant, et qu'il ne faisait l'objet d'aucune incompatibilité de nature à l'empêcher d'exercer cette mission. De même, il a confirmé disposer des moyens matériels suffisants et de la disponibilité nécessaire pour réaliser sa mission dans la période considérée.

Lors de sa réunion du 6 février 2026, le Conseil d'Administration a, sur recommandation du Comité Ad Hoc, décidé à l'unanimité de désigner le cabinet Crowe HAF en qualité d'Expert Indépendant, conformément aux dispositions de l'article 261-1 I 1°, 2° et 4° du règlement général de l'AMF.

o Travaux du Comité Ad Hoc et interactions avec l'Expert Indépendant

Le Président donne la parole à Madame Maria Chatti-Gautier, administratrice indépendante et Présidente du Comité Ad Hoc, à l'effet de rendre compte de la mission du Comité Ad Hoc et de présenter succinctement les travaux accomplis par celui-ci, tels que résumés ci-après :

La mission de l'Expert Indépendant s'est déroulée du 6 février 2026 au 28 juillet 2026, le rapport de l'Expert Indépendant ayant été rendu le 27 juillet 2026. Durant cette période, le Comité Ad Hoc s'est réuni et a échangé à plusieurs reprises avec l'Expert Indépendant.

Les principaux points d'étape des travaux de l'Expert Indépendant et des interactions avec le Comité Ad Hoc ont été les suivants :

- 1. Du 6 février au 31 mars 2026 : Prise de connaissance et analyse du contexte. Echanges avec la Société et ses filiales (le « **Groupe** ») et début des travaux d'évaluation.*
 - o Premier échange avec le Comité Ad Hoc ;*
 - o Préparation de l'évaluation : analyse des données historiques et prévisionnelles ;*
 - o Échanges avec le management du Groupe notamment sur les états financiers et les données prévisionnelles ;*
 - o Analyse des transactions récentes sur le capital de la Société et des éléments contractuels connexes à l'Offre ;*
 - o Recherche et analyse de comparables boursiers et transactions comparables ;*
 - o Mise en œuvre de la méthode des flux de trésorerie disponibles actualisés ;*
 - o Réunion de travail avec la direction de la Société et le Comité Ad Hoc puis visite du centre de tri du Muy et de l'agence de collecte de Fréjus le 17 mars 2026.*
- 2. Du 1er avril au 27 mai 2026 : Reprise et poursuite des travaux d'évaluation.*
 - o Analyse des états financiers consolidés 2025 ;*
 - o Analyse des modifications apportées au plan d'affaires ;*
 - o Mise à jour des travaux d'évaluation ;*
 - o Analyse de la liquidité et du cours de bourse et analyse de la note d'analyste.*

Le Comité Ad Hoc a également pris attache avec l'Expert Indépendant pour s'assurer de sa prise de connaissance du courrier envoyé par Julien Visconti Avocat SELARLU, en date du 13 mai 2026, conseil juridique de la société GMB Invest, à l'AMF, l'Expert Indépendant ainsi qu'aux membres du Comité Ad

Hoc de la Société.

3. Du 28 mai au 28 juillet 2026 :

- o Analyse critique des travaux d'évaluation réalisés par l'Établissement Présentateur ;*
- o Échanges avec l'Établissement Présentateur ;*
- o Réunion le 22 juin 2026 avec le Comité Ad Hoc, en présence de Hogan Lovells Cadwalader, afin de faire un point d'état d'avancement des divers chantiers et travaux en lien avec le projet d'offre. L'Expert Indépendant a présenté aux membres du Comité Ad Hoc l'état de ses travaux à date et le calendrier de finalisation de ceux-ci. L'Expert Indépendant a notamment détaillé les différentes modalités de valorisation mises en œuvre pour les besoins de l'appréciation du prix proposé et exprimé son opinion sur la pertinence de ces différentes méthodes dans le contexte de l'Offre. Enfin, l'Expert Indépendant a fait part, de manière préliminaire, d'une première appréciation du prix devant être confirmée par des travaux complémentaires ;*
- o Présentation des travaux et échanges avec le management du Groupe ;*
- o Envoi le 17 juillet 2026 d'une version mise à jour du rapport de l'Expert Indépendant.*
- o Semaine du 20 juillet 2026 : commentaires et derniers échanges du Comité Ad Hoc avec l'Expert Indépendant sur le projet de rapport et sur les méthodes de valorisation ;*
- o Réception d'un nouveau courrier envoyé par Julien Visconti Avocat SELARLU, en date du 24 juillet 2026, conseil juridique de la société GMB Invest à l'AMF et Crowe HAF ;*
- o Rédaction et finalisation du rapport et revue indépendante ;*
- o Présentation du rapport au Conseil d'Administration de la Société.*

Le 27 juillet 2026, le Comité Ad Hoc s'est réuni avec l'Expert Indépendant pour une mise à jour de l'état d'avancement des divers chantiers et travaux en lien avec le projet d'Offre et pour échanger sur le dernier courrier du conseil juridique de GMB Invest. Les membres du Comité ont alors élaboré un projet d'avis motivé et un projet de communiqué de presse, puis ont échangé sur leur contenu.

Le 28 juillet 2026, connaissance prise des documents qui ont été communiqués pour les besoins de la réunion du Conseil d'Administration, le Comité Ad Hoc s'est réuni, en présence de l'Expert Indépendant et du cabinet Hogan Lovells Cadwalader, afin d'examiner la version finale du rapport de l'Expert Indépendant, et pour arrêter la version définitive de ses recommandations, du projet d'avis motivé et du communiqué de presse.

Lors de leurs réunions et échanges, le Comité Ad Hoc s'est assuré que l'Expert Indépendant disposait de l'ensemble des informations utiles pour l'exécution de sa mission et qu'il était à même de mener ses travaux dans des conditions satisfaisantes.

Le Comité Ad Hoc a noté que l'Expert Indépendant a eu accès, dans le cadre de sa mission, au plan d'affaires à horizon 4 ans (exercices clos du 31 décembre 2026 au 31 décembre 2029) de la Société établi selon les procédures habituelles et approuvé par le Conseil d'Administration le 29 avril 2026 selon ces mêmes procédures, lequel traduit, à la date de l'Offre, la meilleure estimation possible des prévisions de la Société, étant précisé qu'il n'existe pas d'autres données prévisionnelles pertinentes.

Par ailleurs, le Comité Ad Hoc s'est assuré de l'absence de différences significatives entre ce plan d'affaires et la communication financière à date de la Société.

Le Comité Ad Hoc indique en outre ne pas avoir été informé, ni avoir relevé, d'éléments de nature à remettre en cause le bon déroulement des travaux de l'Expert Indépendant.

Les principaux interlocuteurs de l'Expert Indépendant ont été les suivants :

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

1. Groupe Pizzorno Environnement (Société objet de l'Offre)
 - o M. Frédéric Devalle, Directeur Général et membre du comité ad hoc ;
 - o Mme Maria Chatti-Gautier, Administratrice indépendante et membre du comité ad hoc ;
 - o M. Reynald Gorini, Administrateur indépendant et membre du comité ad hoc ;
 - o Mme Maria Pilar de Via Carrozza, Directrice Financière ;
 - o M. Jean-Charles Devalle, Directeur Affaires Générales.
2. Hogan Lovells Cadwalader (Paris) LLP – conseil juridique de la Société
3. Natixis – Établissement Présentateur
 - o M. Stanislas Jannet, Managing Director – Strategic Equity Capital Markets ;
 - o Mme Françoise Negroni, Managing Director – Head of Legal Engineering & Execution ;
 - o M. Christophe Ricetti, Head of Solutions – Strategic Equity Capital Markets ;
 - o Mme Lilia Seddiki, Associate ;
 - o M. Youssef Kabbaj, Associate.

Afin d'établir son rapport, les informations utilisées par l'Expert Indépendant ont été de plusieurs ordres : l'étude relative au marché des déchets réalisée par Xerfi (publiée en janvier 2025) ;

- *les informations publiques sur le Groupe, notamment sur son site internet (présentation du Groupe et de son activité, communiqués de presse, etc.) ;*
- *les rapports financiers annuels du Groupe intégrant les états financiers historiques au 31 décembre 2022, 2023, 2024 et 2025 ;*
- *les rapports des commissaires aux comptes au titre des exercices clos au 31 décembre 2022, 2023, 2024 et 2025 ;*
- *les informations fournies par la Société relatives aux éléments prévisionnels, notamment l'atterrissage 2026, ainsi que le plan d'affaires 2027-2029 (2030 pour le site de traitement de DIB et de DASRI, 2034 pour le site de Pierrefeu, 2032 pour l'unité relative aux frais de structure) du Groupe établis par le Management ;*
- *l'information relative au nombre d'actions composant le capital social de la Société et aux droits de vote à la date du Projet de Note d'Information ;*
- *les informations de marché diffusées par les bases de données financières S&P Capital IQ et Euronext : cours boursiers historiques de la Société et des sociétés comparables, consensus de marché relatifs aux données prévisionnelles des sociétés comparables pour la mise en œuvre de la méthode des comparables boursiers ;*
- *la note de l'analyste (TP ICAP) suivant la valeur de la Société ;*
- *les informations mises à disposition sur leur site internet par les sociétés intervenant dans le secteur d'activité du Groupe ;*
- *la documentation juridique relative à l'acquisition de 20 % du capital de la Société, auprès de Madame Eliane Pizzorno, Madame Magali Devalle et Monsieur Frédéric Devalle, et au pacte d'actionnaires ayant pris effet le 12 novembre 2021 ;*
- *le Nouveau Pacte ;*

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

- le projet de note d'information relatif à l'Offre ;
- le rapport d'évaluation de Natixis (Établissement Présentateur de la présente Offre) intégrant les éléments d'appréciation du Prix de l'Offre ;
- le courrier adressé par Julien Visconti Avocat SELARLU, en date du 13 mai 2026, conseil juridique de la société GMB Invest, à l'AMF, l'Expert Indépendant ainsi qu'aux membres du Comité Ad Hoc de la Société ; et
- le courrier adressé par Julien Visconti Avocat SELARLU, en date du 24 juillet 2026, conseil juridique de la société GMB Invest, à l'AMF et à l'Expert Indépendant.

o Observations de GMB Invest et réponse du Comité Ad Hoc

GMB Invest, actionnaire minoritaire historique détenant 20,15 % du capital, a exprimé des réserves sur le prix de 62,50 euros par action. Ces réserves ont été formulées dans un premier courrier du 26 février 2026 puis développées par son conseil, Julien Visconti Avocat SELARLU, dans un courrier du (i) 13 mai 2026 adressé notamment à l'AMF, à Crowe HAF et aux membres du comité ad hoc, ainsi que dans un courrier du (ii) 24 juillet 2026 adressé à l'AMF et à Crowe HAF.

Synthèse des arguments de GMB Invest

- **Origine contractuelle du prix** : GMB Invest soutient que le prix de 62,50 euros résulte du plafond contractuel prévu dans le pacte conclu en 2021 entre Paprec et la famille Pizzorno-Devalle, et non d'une valeur intrinsèque actuelle de la Société.
- **Prix minimal mais non équitable** : selon GMB Invest, le prix payé dans la cession de bloc ne constituerait qu'un prix minimal réglementaire et ne dispenserait pas l'Initiateur de proposer un prix équitable.
- **Obsolescence du multiple de 2021** : GMB Invest estime que le multiple de valorisation issu du contexte de 2021 serait obsolète au regard de l'amélioration du carnet de commandes et des perspectives de la Société.
- **Pertinence contestée du cours de bourse** : GMB Invest considère que la faible liquidité du titre, le flottant réduit, l'existence du plafond contractuel et la situation des membres du concert priveraient le cours de bourse de pertinence.
- **Plan d'affaires anormalement pessimiste** : GMB Invest considère que le plan d'affaires, préparé par le management de la Société et pris en compte dans le cadre de la valorisation faite par la méthode DCF ainsi que pour la méthode des comparables boursiers, repose sur des perspectives financières anormalement conservatrices.
- **Rejet indu de la méthode des multiples transactionnels** : GMB Invest considère que la méthode des multiples transactionnels aurait dû être prise en compte dans l'analyse de la valorisation de la Société.
- **Gouvernance** : GMB Invest a également exprimé le souhait de voir désigner un représentant au conseil d'administration, compte tenu de son niveau de participation.

Le Comité Ad Hoc a pris connaissance avec attention des observations de GMB Invest et de son conseil. Il rappelle tout d'abord, conformément aux réponses apportées par la Société le 15 avril 2026 et par le Comité Ad Hoc le 9 juin 2026, que l'accueil favorable exprimé par le conseil d'administration le 16 janvier 2026 ne constituait qu'une position préliminaire, expressément formulée sous réserve de l'avis motivé à intervenir et des conclusions de l'expert indépendant.

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

S'agissant de l'origine contractuelle du prix, le Comité Ad Hoc partage l'approche de l'Expert Indépendant : le fait que le prix de 62,50 euros corresponde au plafond contractuel prévu en 2021 devait être pris en compte, mais ne suffit pas, à lui seul, à établir ou à écarter le caractère équitable du prix. C'est pourquoi l'analyse ne repose pas exclusivement sur la cession de bloc mais sur une approche multicritères intégrant notamment la méthode DCF, le cours de bourse et les comparables boursiers. Or ces méthodes font ressortir des valeurs centrales inférieures au prix d'Offre.

S'agissant de l'argument relatif à l'obsolescence du multiple de 2021, l'Expert Indépendant a relevé que les multiples sectoriels observés sur son échantillon ont diminué entre 2021 et 2025, le multiple médian d'EBITDA passant de 8,3x à 6,4x. Dans cette perspective, le multiple contractuel de 7,0x retenu en 2021 s'apparenterait aujourd'hui à un multiple d'environ 5,4x l'EBITDA, conduisant à une valeur théorique de 56,55 euros par action par application de la formule du pacte. En outre, les perspectives et le carnet de commandes de la Société sont pris en compte dans le plan d'affaires, et donc dans la méthode DCF et la méthode des comparables.

S'agissant du cours de bourse, le Comité Ad Hoc reconnaît la liquidité réduite du titre, mais considère, à l'instar de l'Expert Indépendant, que cette référence demeure utile pour les actionnaires minoritaires dès lors qu'elle est directement observable et qu'elle fait l'objet d'échanges réguliers. Les réserves de liquidité justifient une lecture prudente, non l'exclusion pure et simple de la référence boursière.

S'agissant du plan d'affaires, le Comité Ad Hoc prend acte du contenu du rapport de l'Expert Indépendant qui mentionne que ce plan d'affaires (i) a été élaboré en suivant une approche bottom-up, au titre d'échanges et réunions menés avec les équipes opérationnelles et financières, notamment pour l'élaboration des hypothèses opérationnelles et des besoins en CAPEX (en particulier liés au renouvellement), (ii) a été validé par le Conseil d'administration en date du 29 avril 2026 et (iii) semble présenter une cohérence globale des données prévisionnelles au regard notamment des performances financières historiques du Groupe, mais également des perspectives d'évolution attendues par le management.

Sur l'absence de mention de la méthode des multiples transactionnels, le Comité Ad Hoc comprend de ses échanges avec l'Expert Indépendant que cette méthode n'est pas satisfaisante compte tenu de l'absence de références suffisantes.

S'agissant des accords connexes, le Comité Ad Hoc relève que l'Expert Indépendant n'a pas identifié de clause de complément de prix, d'ajustement, d'earn-out ou d'avantage particulier au bénéfice des cédants susceptible de remettre en cause l'équité du prix ou l'égalité de traitement entre les actionnaires. Le contrat de cession est présenté comme comportant des stipulations usuelles de cession de bloc, sans contrepartie additionnelle distincte du prix de 62,50 euros par action.

Enfin, l'Offre n'est pas assortie d'un retrait obligatoire. GMB Invest, comme tout actionnaire minoritaire, conserve donc la faculté de ne pas apporter ses titres à l'Offre si elle considère que le prix proposé ne reflète pas ses propres attentes de valorisation. Quant à la demande de représentation au conseil d'administration, la Société a invité GMB Invest à soumettre une proposition de nomination lors de la prochaine assemblée générale ordinaire ; ce point relève de la gouvernance sociale et ne remet pas en cause, par lui-même, l'appréciation financière du prix d'Offre.

Au regard de ces éléments, le Comité Ad Hoc considère que les observations de GMB Invest ont été sérieusement examinées mais ne sont pas de nature à remettre en cause la cohérence du prix de 62,50 euros par action ni la conclusion de l'Expert Indépendant selon laquelle ce prix est équitable du point de vue financier pour les actionnaires minoritaires.

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

Le Président demande à Monsieur Olivier Grivillers, de présenter les conclusions du rapport établi par le cabinet Crowe HAF conformément aux dispositions de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF et de son instruction d'application n°2006-08 de l'AMF relative à l'expertise indépendante, elle-même complétée des recommandations n°2006-15 de l'AMF, ces instructions et ces recommandations ayant été modifiées le 10 février 2020.

o Conclusions du rapport de l'Expert Indépendant

Monsieur Olivier Grivillers présente les conclusions du rapport établi par le cabinet Crowe HAF conformément aux dispositions de l'article 261-1 du Règlement général de l'AMF et de l'instruction AMF n°2006-08.

« Le tableau ci-dessous présente l'ensemble des résultats obtenus par nous-mêmes et l'Etablissement Présentateur et fait ressortir les primes suivantes par rapport aux valeurs résultant des méthodes d'évaluation que nous avons jugées pertinentes :

En €/action	Etablissement Présentateur			Expert	Primes offertes par le prix d'Offre de 62,50€
	Bas	Valeur centrale	Haut	Valeur centrale	
Méthodes retenues à titre principal :					
Référence à la transaction de juin 2026		62,50 €		62,50 €	0,0%
Méthode des flux de trésorerie actualisés	47,72 €	50,89 €	54,06 €	56,70 €	10,2%
Référence au cours de bourse					
Cours de clôture au 16 janvier 2026		56,00 €		56,00 €	11,6%
Cours moyen pondéré 20 jours*		56,89 €		56,89 €	9,9%
Cours moyen pondéré 60 jours*		58,99 €		58,99 €	6,0%
Cours moyen pondéré 120 jours*		58,99 €		58,99 €	6,0%
Cours moyen pondéré 180 jours*		60,72 €		60,72 €	2,9%
Cours moyen pondéré 250 jours*		n/a		62,38 €	0,2%
Méthode retenue à titre secondaire :					
Méthode des comparables boursiers (VE/EBITDA)	49,80 €	n/a	50,02 €	52,45 €	19,2%

n/a : non applicable

* Calcul des cours moyens pondérés au 16/01/2026

L'Offre fait suite à la réalisation de l'acquisition par Paprec Group, le 9 juin 2026, de 1.225.617 actions représentant 30,64 % du capital de la Société, au prix de 62,50 €, auprès de la Famille Pizzorno-Devalle. Cette acquisition résulte de l'exercice, le 6 février 2026, par la Famille Pizzorno-Devalle, de la promesse d'achat qui lui avait été consentie par Paprec, dans le cadre du pacte concertant conclu en 2021, à l'occasion de la prise de participation initiale de Paprec Holding dans la Société pour 20 % du capital.

L'Offre revêt un caractère obligatoire, et sera réalisée selon la procédure simplifiée régie par les articles 233-1 et suivants et 234-2 et suivants du règlement général de l'AMF.

A l'issue de l'Offre, l'Initiateur n'a pas l'intention de demander à l'AMF la mise en œuvre d'un retrait obligatoire.

L'analyse des accords connexes à l'Offre ne fait pas apparaître d'élément susceptible de remettre en cause le prix d'Offre offert aux actionnaires.

L'Offre est facultative pour les actionnaires de Groupe Pizzorno Environnement et permet aux

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

actionnaires qui le souhaitent d'apporter tout ou partie de leurs actions à l'Offre, tout en laissant la possibilité à ceux qui le souhaitent de rester au capital.

Notre analyse de la valeur de l'action du Groupe fait ressortir des valeurs :

- de 62,50 € (acquisition de juin 2026) au titre des références aux transactions récentes sur le capital (méthode retenue à titre principal) ;*
- de 56,70 € pour la méthode des flux de trésorerie actualisés (méthode retenue à titre principal) ;*
- comprises entre 56,89 € (cours moyen pondéré 20 jours) et 58,99 € (cours moyen pondéré 60 jours) pour la référence aux moyennes de cours de bourse (méthode retenue à titre principal) ;*
- de 52,45 € pour la méthode des comparables boursiers (méthode retenue à titre secondaire).*

Le prix offert de 62,50€ par action dans le cadre de l'Offre :

- ne présente ni prime ni décote sur le prix de transaction de référence intervenue sur le capital de la Société ;*
- présente une prime de 10,2% sur la valeur ressortant de la méthode des flux de trésorerie actualisés ;*
- présente une prime comprise entre 6,0% (cours moyen pondéré 60 jours) et 9,9% (cours moyen pondéré 20 jours) pour la référence au cours de bourse ;*
- présente une prime de 19,2% sur la valeur ressortant de la méthode des comparables boursiers.*

En synthèse, l'Offre constitue pour les actionnaires du Groupe qui le souhaitent une possibilité de bénéficier d'une liquidité immédiate de leur participation à un prix similaire à la transaction de juin 2026, et présentant une prime sur les différentes moyennes de cours de bourse, sur la valeur extériorisée par la méthode d'évaluation intrinsèque (méthode des flux de trésorerie actualisés) et la méthode analogique mise en œuvre (méthode des multiples observés sur des sociétés cotées comparables retenue à titre secondaire).

Sur la base de l'ensemble de ces éléments d'appréciation, notre opinion est que le prix de 62,50 € par action proposé par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée, est équitable, du point de vue financier, pour les actionnaires minoritaires de Groupe Pizzorno Environnement. »

o Mesures susceptibles de faire échouer l'Offre

La Société n'a pas pris de décisions pouvant être qualifiées de mesures susceptibles de faire échouer l'Offre.

o Recommandation du Comité Ad Hoc

Le 28 juillet 2026, le Comité Ad Hoc a finalisé sa recommandation au Conseil d'Administration au regard notamment du rapport de l'Expert Indépendant. Il en communique les termes aux membres du Conseil d'Administration :

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

- Le Comité Ad Hoc rappelle tout d'abord qu'à la suite de réflexions stratégiques engagées entre la Société et son principal actionnaire la Famille Pizzorno-Devalle, un processus compétitif de*

recherche de partenaire a été organisé en 2021. Il a conduit à la conclusion d'un accord entre la Famille Pizzorno-Devalle et Paprec Holding par lequel Paprec Holding a acquis, le 12 novembre 2021, une participation de 20 % du capital de la Société. À l'occasion de cette prise de participation, le Groupe Familial et Paprec Holding ont conclu le Pacte Initial. Au titre de ce pacte, Paprec Holding s'est notamment engagée irrévocablement à acheter (directement ou en se substituant une société qu'elle contrôle majoritairement), en cas de demande par la Famille Pizzorno-Devalle, un nombre d'actions déterminé par la Famille Pizzorno-Devalle permettant au groupe Paprec de détenir au moins 50,01 % du capital et des droits de vote de la Société (après prise en compte de la perte des droits de vote double résultant de la réalisation de la cession).

- *Le Comité Ad Hoc constate que l'Offre revêt un caractère obligatoire en application des articles 234-2 et suivants du Règlement général de l'AMF et résulte du franchissement, à l'occasion de l'acquisition, le 9 juin 2026, à la suite de l'exercice de la promesse d'achat consentie par Paprec Holding au titre du Pacte Initial, de 1.225.617 actions auprès de la Famille Pizzorno-Devalle au prix de 62,50 € par action, par Paprec Holding des seuils de 30 % du capital et des droits de vote de la Société et, par l'Initiateur, du seuil de 30 % du capital de la Société, soit une détention totale par le groupe Paprec, à l'issue de cette acquisition, de 50,64 % du capital et 50,02 % des droits de vote de la Société. Le Comité Ad Hoc constate que l'Offre sera réalisée conformément aux articles 233-1 et suivants du Règlement général de l'AMF ;*
- *Le Comité Ad Hoc relève positivement que l'Offre s'inscrit dans un projet de poursuite des activités et du développement de la Société. Les documents examinés indiquent que Paprec entend poursuivre les principales orientations industrielles, stratégiques, financières et commerciales mises en œuvre par GPE, avec la famille Pizzorno-Devalle pleinement engagée à ses côtés. Le Comité Ad Hoc prend note que l'Initiateur a indiqué que l'Offre s'inscrit dans une logique de partenariat durable avec la famille Pizzorno-Devalle, les représentants de la famille Pizzorno-Devalle conservant des postes clés dans la gouvernance de la Société. Cette opération permet donc à la Société de continuer à avoir un actionnaire majoritaire stable, avec la famille Pizzorno-Devalle pleinement engagée dans la direction générale du groupe Pizzorno Environnement aux côtés du groupe Paprec.*
- *Le Nouveau Pacte, tel que résumé dans le rapport de l'Expert Indépendant, comporte notamment des engagements de Paprec à ne pas transférer l'activité de la Société vers l'Initiateur ou ses affiliés sans accord préalable de la Famille Pizzorno-Devalle, à utiliser la Société comme plateforme de développement dans sa zone d'activité historique et à permettre à la Société et à ses filiales de candidater aux marchés actuellement détenus lors de leur renouvellement.*
- *Le Comité Ad Hoc considère que l'entrée de Paprec en position de contrôle peut constituer un facteur favorable pour GPE, compte tenu de la spécialisation de Paprec dans la gestion des déchets, du recyclage et de la valorisation, de sa taille, de son expertise industrielle et de sa capacité à soutenir le développement de long terme de la Société.*
- *Le Comité Ad Hoc relève que, dans le cadre de la présentation de ses intentions pour les douze (12) prochains mois, l'Initiateur a indiqué ne pas avoir l'intention (i) de fusionner la Société avec une autre société et (ii) de demander la mise en œuvre d'un retrait obligatoire à l'issue de l'Offre, ni, dans les douze (12) mois suivant la décision de conformité de l'Offre, de déposer un projet d'offre publique sur les actions de la Société suivi, le cas échéant, d'un retrait obligatoire visant les actions qu'il ne détiendrait pas, laissant ainsi aux actionnaires qui le souhaitent la possibilité de rester au capital de la Société, dont la cotation sera maintenue.*

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

- *Le Comité Ad Hoc relève également que l'Initiateur n'anticipe pas que l'Offre génère des synergies ou des gains économiques particuliers, les activités de la Société étant destinées à être poursuivies selon le plan stratégique actuel.*

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

- *Le prix de l'Offre de 62,50 € par action correspond au prix auquel la Famille Pizzorno-Devalle a cédé ses 1.225.617 actions à Paprec Group le 9 juin 2026. Ce prix extériorise une prime de 11,6 % par rapport au cours de clôture du 16 janvier 2026, de 9,9 % par rapport au cours moyen pondéré par les volumes des vingt (20) derniers jours de bourse et de 6,0 % par rapport au cours moyen pondéré par les volumes des soixante (60) derniers jours de bourse précédant cette date, ainsi qu'une prime de 10,2 % sur la valeur extériorisée par la méthode des flux de trésorerie actualisés et de 19,2 % sur la valeur extériorisée par la méthode des comparables boursiers, conformément aux conclusions de l'Expert Indépendant.. Le Comité Ad Hoc note également que l'Expert Indépendant n'a identifié, dans le contrat de cession ni dans le Nouveau Pacte, aucun mécanisme d'ajustement de prix, complément de prix ou garantie d'actif et de passif susceptible de procurer aux cédants une contrepartie additionnelle distincte du prix de cession des actions ;*
- *L'Offre est facultative pour les actionnaires de la Société et leur offre la possibilité d'apporter tout ou partie de leurs actions à l'Offre et d'obtenir ainsi une liquidité immédiate au prix de 62,50 € par action – le Comité Ad Hoc rappelle que la liquidité des actions de la Société est faible et que cette opération présente une opportunité de liquidité. Cette liquidité présente un intérêt particulier compte tenu de la liquidité réduite du titre et du flottant limité ;*
- *Le Comité Ad Hoc souligne que l'Offre n'est pas assortie d'une demande de retrait obligatoire : les actionnaires qui considèrent que le prix ne reflète pas leurs attentes peuvent conserver leurs titres et rester au capital de la Société. Ainsi, les actionnaires qui ne souhaitent pas apporter leurs actions à l'Offre ont la faculté de conserver leur participation au capital d'une Société dont la cotation sera maintenue, l'Initiateur n'ayant pas l'intention de mettre en œuvre un retrait obligatoire à l'issue de l'Offre ;*
- *L'Expert Indépendant a pris connaissance des courriers adressés le 13 mai 2026 et le 24 juillet 2026 par la société GMB Invest contestant le caractère équitable du Prix de l'Offre ; après analyse exhaustive de chacun des arguments développés, l'Expert Indépendant a conclu que les observations formulées par cet actionnaire minoritaire ne sont pas de nature à remettre en cause son appréciation sur le caractère équitable du Prix de l'Offre ;*
- *En matière de distributions, le Nouveau Pacte encadre la politique de distribution de la Société, prévoyant notamment une distribution, pouvant prendre la forme de dividendes, réserves, primes ou autres, d'au moins 5 millions d'euros au titre de l'exercice clos le 31 décembre 2026, les exercices ultérieurs faisant l'objet de règles de distribution déterminées en fonction du résultat distribuable.*

❖ *S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour les salariés*

- *L'Offre s'inscrit dans une logique de continuité industrielle. Les documents examinés ne font pas ressortir d'intention de transfert d'activité, de fusion, ni de synergies économiques susceptibles de traduire une logique de réduction de coûts ou de remise en cause de l'organisation opérationnelle de la Société.*

En effet, l'Initiateur a indiqué que (i) l'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et du développement de la Société selon son plan stratégique actuel et ne devrait pas avoir d'impact significatif sur les effectifs de la Société, sa politique salariale ou sa politique de gestion des

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

ressources humaines et (ii) il n'y a pas d'intention annoncée de fusionner la Société avec une autre société et l'Initiateur n'anticipe pas que l'Offre génère des synergies ou gains économiques imposant une restructuration.

- *Le Comité Ad Hoc relève également que le rapprochement avec un acteur industriel de référence du secteur des déchets et du recyclage peut être regardé favorablement pour les salariés, dans la mesure où il peut renforcer la capacité de la Société à poursuivre son développement, à candidater au renouvellement de ses marchés, à maintenir son ancrage territorial et à bénéficier d'un environnement industriel spécialisé. La présence maintenue de la famille Pizzorno-Devalle aux côtés de Paprec constitue également un élément de continuité pour les équipes.*
- *Il est rappelé que les instances représentatives du personnel compétentes de la Société et de ses filiales ont émis un avis favorable sur l'acquisition intervenue le 9 juin 2026 ayant entraîné le dépôt de l'Offre.*
- *Le Comité Ad Hoc recommande que le conseil d'administration veille, dans son avis motivé et dans le suivi postérieur à l'Offre, à rappeler l'importance du maintien des compétences, du dialogue social, de la sécurité au travail et de la poursuite des engagements environnementaux et opérationnels de la Société.*

Au terme de sa mission, connaissance prise des travaux de l'Expert Indépendant et de l'ensemble des éléments ci-dessus, le Comité Ad Hoc, à l'unanimité des membres, recommande au Conseil d'Administration de conclure que l'Offre est dans l'intérêt de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés.

Cette présentation terminée, le Président du Conseil d'Administration présente et soumet au Conseil le Projet de Note en Réponse, destiné à être déposé auprès de l'AMF le 29 juillet 2026.

o Délibérations et avis motivé du Conseil d'Administration :

Au regard des éléments qui précèdent, le Conseil d'Administration, après en avoir délibéré, s'est prononcé à l'unanimité de ses membres, étant précisé que les administrateurs en situation de conflit d'intérêts potentiel, à savoir Monsieur Mathieu Petithuguenin, Madame Magali Devalle, Monsieur Frédéric Devalle, Monsieur Sébastien Petithuguenin, Monsieur Charles-Antoine Blanc, Madame Claire Boursinhac, Monsieur Éric Teilhard et Madame Raffaella Quarato ont tous déclaré exprimer leur vote en suivant uniquement la position et les recommandations du Comité Ad Hoc et ainsi voté favorablement au projet d'Offre.

Ainsi, le Conseil d'Administration :

- ***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 de l'Initiateur ;*
 - *des motifs et intentions de l'Initiateur tels que figurant dans le projet de note d'information de l'Initiateur et des éléments de valorisation préparés par l'Établissement Présentateur de l'Offre tels que figurant dans le projet de note d'information de l'Initiateur ;*
 - *des conclusions de l'Expert Indépendant sur les conditions financières de l'Offre considérant :*
 - *que le prix de 62,50 € par action proposé dans le cadre de l'Offre est équitable, du point de vue financier, pour les actionnaires minoritaires de la Société ;*

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

- *que les accords connexes examinés ne sont pas de nature à remettre en cause l'équité des conditions financières de l'Offre ni l'égalité de traitement entre les actionnaires ;*
- *que les observations formulées par GMB Invest à ce jour ne sont pas de nature à remettre en cause l'appréciation portée par l'Expert Indépendant sur le caractère équitable du Prix de l'Offre ;*
- *des travaux du Comité Ad Hoc et de sa recommandation ;*
- **considère** *que l'Offre et ses conséquences sont conformes aux intérêts de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés ;*
- **recommande** *aux actionnaires de la Société qui souhaitent bénéficier d'une liquidité immédiate d'apporter leurs actions à l'Offre, en soulignant que les actionnaires qui souhaitent conserver leurs actions ont la faculté de ne pas les apporter, l'Initiateur n'ayant pas l'intention de mettre en œuvre un retrait obligatoire à l'issue de l'Offre ;*
- **prend acte** *que les actions détenues par les membres du Conseil d'Administration appartenant au Concert ne sont pas visées par l'Offre, la Famille Pizzorno-Devalle s'étant engagée, aux termes du Nouveau Pacte, à ne pas apporter ses actions à l'Offre ;*
- **prend acte** *que la Société détient 135.917 actions propres, qui ne sont pas apportées à l'Offre ;*
- **approuve** *le Projet de Note en Réponse de la Société ;*
- **approuve** *le communiqué de presse et autorise sa publication par la Société ;*
- **autorise**, *en tant que de besoin, le Directeur Général, avec faculté de subdélégation, à l'effet de :*
 - *finaliser le Projet de Note en Réponse relatif à l'Offre, ainsi que tout document qui serait nécessaire dans le cadre de l'Offre ;*
 - *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 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, notamment tout communiqué de presse. »*

3 INTENTIONS RELATIVES À L'APPORT DES ACTIONS À L'OFFRE

3.1 Intentions des membres du Conseil d'Administration de la Société

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 sur l'Offre, reproduit à la Section 2.3 ci-dessus, ont fait part de leurs intentions comme suit :

- les actions détenues par Madame Magali Devalle, Vice-Présidente du Conseil d'Administration, et par Monsieur Frédéric Devalle, administrateur et Directeur Général, ne sont pas visées par l'Offre, la Famille Pizzorno-Devalle s'étant engagée, aux termes du

Nouveau Pacte décrit à la Section 4.1 ci-après, à ne pas apporter ses actions à l'Offre ;

- Monsieur Mathieu Petithuguenin, Président du Conseil d'Administration, a fait part de son intention de ne pas apporter à l'Offre l'action qu'il détient ;
- Les membres indépendants du Conseil d'Administration, Monsieur Reynald Gorini et Madame Maria Chatti-Gautier détiennent respectivement 65 actions et 1 action de la Société, étant précisé que Monsieur Reynald Gorini n'a pas l'intention d'apporter ses actions à l'Offre ;
- les autres membres du Conseil d'Administration ne détiennent aucune action de la Société à la date de l'avis motivé. Il est rappelé que, conformément à l'article 15 des statuts de la Société, chaque administrateur, à l'exception des administrateurs représentant les salariés, doit être propriétaire d'une Action au moins, les administrateurs nommés en cours de vie sociale disposant d'un délai de six mois à compter de leur nomination pour satisfaire à cette obligation.

3.2 Intentions de la Société relatives aux Actions auto-détenues

À la date du Projet de Note en Réponse, la Société détient 135.917 de ses propres Actions, acquises dans les conditions décrites à la section 5.9. Le Conseil d'Administration du 28 juillet 2026 a pris acte de ce que ces Actions ne sont pas visées par l'Offre et a confirmé que la Société ne les apportera pas à l'Offre.

4 ACCORDS POUVANT AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRÉCIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE

La Société n'a connaissance d'aucun accord lié à l'Offre ou susceptible d'avoir un impact significatif sur l'appréciation de l'Offre ou son issue, autre que (i) le Nouveau Pacte décrit au paragraphe 4.1 et (ii) le Contrat de Cession décrit au paragraphe 4.2 ci-dessous.

4.1 Nouveau Pacte

Le Nouveau Pacte, conclu le 16 janvier 2026 entre (i) Paprec Holding et, depuis son adhésion le 9 juin 2026, Paprec Group (ensemble, « Paprec », agissant conjointement et solidairement), (ii) Mme Éliane Pizzorno et Mme Magali Devalle (les « Actionnaires Familiaux ») et (iii) M. Frédéric Devalle, tel que modifié par avenant du 6 février 2026 (l'« **Avenant n°1** »), a pris pleinement effet le 9 juin 2026.

Les principaux termes du Nouveau Pacte peuvent être résumés comme suit :

4.1.1 Forme sociale

Le Nouveau Pacte demeurera en vigueur même en cas de retrait de cote des actions de la Société ; dans une telle hypothèse, les Parties s'engagent à adapter le Nouveau Pacte afin de permettre la transformation de la Société en société par actions simplifiée.

4.1.2 Gouvernance

4.1.2.1 Composition des organes sociaux et de direction de la Société

A compter de son entrée en vigueur, et pendant toute la durée du Nouveau Pacte, le Conseil d'Administration de la Société sera composé de six (6) administrateurs proposés par Paprec (les « **Membres Paprec** »), de deux (2) administrateurs proposés par les Actionnaires Familiaux (les « **Membres Familiaux** »), ainsi que du nombre minimum d'administrateurs indépendants et d'administrateurs représentant le personnel requis par la réglementation applicable.

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

Conformément aux stipulations du Nouveau Pacte et du Contrat de Cession, la composition du Conseil d'Administration de la Société a été adaptée pour refléter la nouvelle répartition du capital.

Le Conseil d'Administration est composé ainsi qu'il est indiqué à la Section 2.1 ci-dessus.

4.1.2.2 Liste des décisions devant être soumises pour approbation au Conseil d'Administration

Conformément aux stipulations du Nouveau Pacte, les membres du Concert feront en sorte que les décisions suivantes ne soient pas prises ou mises en œuvre par la Société ou toute entité de son groupe, sans avoir été préalablement soumises et approuvées par le Conseil d'administration de la Société à la majorité simple, étant précisé que les décisions xi à xvi devront en outre avoir recueilli le vote favorable d'au moins un des Membres Familiaux (étant convenu que le vote favorable d'au moins un des Membres Familiaux ne sera plus requis à compter de la date à laquelle la Famille Pizzorno-Devalle ne détiendra plus au moins 7,5 % du capital ou des droits de vote de la Société) :

- (i) adoption (et modification significative) du budget annuel et du business plan ;*
- (ii) création, acquisition ou cession d'une filiale, d'une participation en capital, d'une entité juridique ou d'un fonds de commerce ;*
- (iii) investissement non prévu au budget approuvé et d'un montant supérieur à 500.000 € (par opération) ;*
- (iv) endettement non prévu au budget approuvé et d'un montant supérieur à 500.000 € (par opération) ;*
- (v) octroi de tout aval, cautionnement, sûreté réelle ou autre garantie, non prévu au budget annuel et hors du cours normal des affaires ;*
- (vi) recrutement ou révocation (et modification des conditions de travail ou de mandat) de tout salarié ayant un salaire annuel brut fixe supérieur à 100.000 € ou de tout mandataire social de filiales ;*
- (vii) fusion, scission, TUP, apport partiel d'actifs, dissolution ou opération assimilée concernant les filiales, hors opérations intragroupes ;*
- (viii) changement des règles fiscales et/ou comptables ne résultant pas directement d'une modification législative ou réglementaire impérative ;*
- (ix) engagement d'une action en justice (en qualité de demandeur) ou transaction pour tout litige d'un montant supérieur à 500.000 € ;*
- (x) conclusion, résiliation ou modification de toute convention conclue avec, directement ou indirectement, la famille Pizzorno.*
- (xi) l'adoption, par la Société, de la forme de société anonyme à conseil de surveillance ;*
- (xii) la conclusion, la modification et la résiliation de tout accord entre d'une part, la Société ou tout membre de son groupe et d'autre part, Paprec Holding, Paprec Group ou toute entité du groupe Paprec, M. Jean-Luc Petithuguenin, ses enfants, ou un de leurs affiliés (à l'exception des accords d'ores et déjà existants ou de tout accord conclu dans le cours normal des affaires et à des conditions de marché) ;*

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

- (xiii) la souscription de tout endettement amenant le ratio dette financière nette consolidée de la Société sur EBITDA consolidé de la Société au-delà d'un ratio de 5 fois ;*
- (xiv) toute émission de titres de la Société (ou d'une entité contrôlée par la Société), à l'exception des entités détenues à 100 %, sauf en cas de situation financière difficile ;*
- (xv) la proposition à l'assemblée des actionnaires de supprimer le droit préférentiel de souscription de la Famille Pizzorno-Devalle ; et*
- (xvi) le transfert de contrats commerciaux de la Société vers Paprec Holding ou l'un de ses affiliés.*

Il est précisé que les décisions visées aux (i) à (x) ci-dessus correspondent aux limitations de pouvoirs du directeur général arrêtées par le Conseil d'Administration lors de sa réunion du 9 juin 2026, tandis que les décisions visées aux (xi) à (xvi) ci-dessus constituent les décisions réservées prévues par le Nouveau Pacte.

Le directeur général devra également informer le Conseil d'administration de l'ouverture de tout mandat ad hoc ou de toute procédure de conciliation, sauvegarde, sauvegarde accélérée, sauvegarde financière accélérée, redressement ou liquidation judiciaire de la Société ou d'une filiale.

En outre, Paprec Holding et Paprec Group se sont engagées vis-à-vis de la Famille Pizzorno-Devalle (i) à ne pas transférer l'activité de Groupe Pizzorno Environnement vers Paprec Holding ou ses affiliés, sans l'accord préalable de la Famille Pizzorno-Devalle, (ii) à utiliser Groupe Pizzorno Environnement comme plateforme de développement du groupe dans la zone d'activité historique du groupe et (iii) à permettre au Groupe de candidater aux marchés actuellement détenus par le groupe lors de leur renouvellement (sans concurrence de Paprec Holding ou de ses affiliés).

4.1.3 Directeur général, directeur général délégué et vice-président du Conseil d'administration

Les membres du Concert se sont engagés à faire en sorte que, à compter de l'entrée en vigueur du Nouveau Pacte, M. Frédéric Devalle (sauf décision contraire de celui-ci) soit maintenu en tant que directeur général de la Société (aux mêmes conditions de rémunération) tant que la Famille Pizzorno-Devalle détiendra au moins 7,5 % du capital ou des droits de vote de la Société.

Conformément à un avenant au Contrat de Cession conclu le 9 juin 2026 et au Nouveau Pacte, Monsieur Éric Teilhard, présenté par le groupe Paprec et sur proposition de Monsieur Frédéric Devalle, a été nommé directeur général délégué par le conseil d'administration en date du 25 juin 2026 avec effet au 1er septembre 2026.

Conformément aux stipulations du Nouveau Pacte, Mme Magali Devalle (i) a démissionné de ses fonctions de présidente du Conseil d'administration (sans indemnité), (ii) a été nommée vice-présidente du Conseil d'administration (aux mêmes conditions de rémunération), étant convenu qu'en cas de départ de celle-ci, un autre membre du Groupe Familial ou l'un des fils de Mme Magali Devalle (à savoir M. François Devalle ou M. Jean-Charles Devalle) pourra être désigné vice-président du Conseil d'administration de la Société et (iii) conserve ses autres fonctions au sein de la Société et de son groupe (aux mêmes conditions de rémunération). L'ensemble des fonctions de Mme Magali Devalle ou de son remplaçant désigné conformément à ce qui est indiqué ci-dessus seront maintenues tant que la Famille Pizzorno-Devalle détiendra au moins 7,5 % du capital ou des droits de vote de Groupe Pizzorno Environnement.

4.1.4 Droit de préemption

Paprec Holding et Paprec Group (s'il s'agit d'un projet de transfert par un ou plusieurs membres de la Famille Pizzorno-Devalle) ou la Famille Pizzorno-Devalle (s'il s'agit d'un projet de transfert par Paprec Holding ou Paprec Group) bénéficieront d'un droit de préemption sur les titres dont le transfert est envisagé, aux mêmes conditions de prix et de paiement que celles offertes par le ou les cessionnaires envisagés (lorsque la contrepartie proposée n'est pas une contrepartie en espèces, le prix de la préemption sera déterminé par accord des parties ou en cas de désaccord, à dire d'experts).

Par exception, le droit de préemption ne s'appliquera pas en cas de transfert (i) entre les membres de la Famille Pizzorno-Devalle, (ii) entre un membre de la Famille Pizzorno-Devalle et son conjoint, concubin ou partenaire de PACS ou ses descendants en ligne directe, ayant adhéré au Nouveau Pacte, (iii) toute société détenue exclusivement par un membre de la Famille Pizzorno-Devalle et/ou son conjoint et/ou ses descendants en ligne directe, ayant adhéré au Nouveau Pacte ou (iv) entre Paprec Holding et Paprec Group ou entre Paprec Holding ou Paprec Group et tout affilié ayant adhéré au Nouveau Pacte (les « **Transferts Libres** »), à condition que, dans les cas visés aux alinéas (ii), (iii) ou (iv), le cessionnaire ait adhéré au Nouveau Pacte.

Si, dans la situation visée au (iii) ou au (iv) du paragraphe précédent, l'actionnariat de la société cessionnaire venait à ne plus remplir la condition qui y est visée, et sous réserve d'une mise en demeure par écrit restée non remédiée à l'issue d'un délai de trente jours, Paprec Holding ou Paprec Group (dans la situation visée au (iii)) ou un membre de la Famille Pizzorno-Devalle (dans la situation visée au (iv)) pourra acquérir les titres de la Société détenus par cette société à 80 % du prix qui figurait dans la notification de transfert.

Les Parties s'interdisent, sauf pour les besoins d'un Transfert Libre, de transférer sans l'accord préalable des autres Parties, des titres de Groupe Pizzorno Environnement autrement que dans le cadre d'une cession réalisée hors marché et au profit d'un cessionnaire identifié (cette interdiction s'appliquant notamment à toute constitution accélérée du livre d'ordres (accelerated book building)).

4.1.5 Actions de concert – autres engagements de la Famille Pizzorno-Devalle

Le Groupe Familial et le groupe Paprec continuent d'agir de concert dans le cadre du Nouveau Pacte, le groupe Paprec devenant l'actionnaire de contrôle exclusif et prédominant dans le concert.

Il est précisé que conformément au Nouveau Pacte, la Famille Pizzorno-Devalle s'est engagée (i) à ne pas apporter à l'Offre les Actions qu'elle détient et (ii) sauf accord contraire, à ne pas acquérir de titres de la Société jusqu'à l'issue de l'Offre.

En outre, depuis l'entrée en vigueur du Nouveau Pacte, la Famille Pizzorno-Devalle s'est engagée, pour la période pendant laquelle Paprec ne détiendrait plus seule la majorité des droits de vote du seul fait de l'acquisition par tout tiers de droits de vote double de la Société (sauf en cas de cession d'actions par le groupe Paprec ou en cas de non-participation par Paprec à une augmentation de capital à hauteur de sa quote-part au capital), à ne pas voter en faveur d'une résolution présentée à l'assemblée générale des actionnaires par un tiers, si son adoption n'a pas été recommandée favorablement par le Conseil d'administration de la Société.

4.1.6 Durée du Nouveau Pacte

Le Nouveau Pacte a pris effet le 9 juin 2026 et prendra fin 35 ans après sa date d'entrée en vigueur.

Il prendra également fin (i) à l'égard d'une partie, à la date à laquelle elle ne détient plus aucune action

ou autre valeur mobilière de la Société ou (ii) à la demande d'une partie, si une autre partie a conclu un accord écrit concertant avec un tiers sans l'accord des autres parties.

4.1.7 Promesse d'Achat Tranche n°2

Aux termes du Nouveau Pacte, Paprec Holding (avec faculté de substitution au profit d'une entité majoritairement contrôlée, notamment Paprec Group) consent aux Actionnaires Familiaux une promesse d'achat irrévocable portant sur un montant d'actions représentant jusqu'à l'intégralité des actions de la Société détenues par celle-ci à la date d'entrée en vigueur du Nouveau Pacte et encore détenues par elle à la date d'exercice de ladite promesse (les « **Actions Promises** »).

La Promesse d'Achat Tranche n°2 pourra être exercée par la Famille Pizzorno-Devalle, seulement conjointement, à tout moment entre la date d'entrée en vigueur du Nouveau Pacte et le 12 novembre 2036, en une seule fois pour la totalité des Actions Promises, ou en deux fois, auquel cas, l'éventuel second exercice devra porter sur la totalité des Actions encore détenues par la Famille Pizzorno-Devalle.

La formule de détermination du prix de cession par Action au titre de la Promesse d'Achat Tranche n°2 reste inchangée par rapport à celle définie dans le Pacte Initial. Ce prix de cession sera égal à la valeur, pour 100 % des valeurs mobilières de la Société, déterminée par application d'une formule de prix égale à 7 fois une moyenne d'EBITDA, diminuée de la dette financière nette consolidée, déterminée selon certaines modalités (la valeur retenue pour 100 % des valeurs mobilières de Groupe Pizzorno Environnement ne pouvant être ni inférieure à 125 millions d'euros ni supérieure à 250 millions d'euros), divisée par le nombre d'actions de la Société en circulation. En cas de désaccord sur le prix résultant de l'application de la formule ci-dessus, le prix sera fixé par des experts, désignés selon des modalités prédéfinies.

Il est précisé que, si la Promesse d'Achat Tranche n°2 est exercée entre le 12 novembre 2033 (exclu) et le 12 novembre 2036, le prix par action de la Société sera fixé forfaitairement à 37,50 € (sous réserve des ajustements nécessaires pour refléter, le cas échéant, les opérations de transformation de la Société, fusion, scissions, opérations d'échanges, regroupement ou division des actions de la Société), étant rappelé que ce prix forfaitaire est inchangé par rapport à celui défini dans le Pacte Initial.

4.1.8 Politique de distribution

À l'issue de l'Offre, et conformément aux stipulations du Nouveau Pacte, les membres du Concert se sont engagés à voter en faveur de la politique de distribution suivante (sauf accord contraire entre les membres du Nouveau Pacte) :

- au titre de l'exercice clos le 31 décembre 2025, aucune distribution de dividendes, réserves, ou primes, en dehors de l'acompte d'ores et déjà distribué le 20 novembre 2025 pour un montant de 15.000.000 € ;
- au titre de l'exercice clos le 31 décembre 2026 :
 - o une distribution d'un montant de dividendes, réserves, ou primes ou autres d'au moins cinq (5) millions d'euros ; et
- au titre de l'exercice social clos le 31 décembre 2027 et de chacun des exercices ultérieurs, la politique suivante s'appliquera :
 - (i) aucun dividende ne sera distribué par la Société si le résultat distribuable de l'exercice concerné est inférieur à trois (3) millions d'euros ;
 - (ii) la Société distribuera un dividende annuel, dans la limite de quinze (15) millions d'euros,

au moins égal à 20 % de la tranche du résultat distribuable compris entre trois (3) millions d'euros et dix (10) millions d'euros, plus 35 % de la tranche du résultat distribuable au-delà de dix (10) millions d'euros, sauf s'il apparaît que le montant de ces distributions obère la capacité de la Société à procéder aux investissements et/ou acquisitions prévus au budget ou au business plan en vigueur ou qui auront été approuvés par le Conseil d'administration de la Société, dans tous les cas, avec l'accord d'au moins un des administrateurs nommés sur proposition de la Famille Pizzorno-Devalle.

4.2 Contrat de Cession des Actions

Concomitamment à l'exercice de la Promesse d'Achat Tranche n°1 le 6 février 2026, les Actionnaires Familiaux et Paprec Holding ont conclu un contrat de cession portant sur 1.225.617 actions de la Société, représentant 30,64 % du capital, au prix de 62,50 euros par action, tel qu'amendé par avenant en date du 9 juin 2026. L'acquisition a été réalisée le 9 juin 2026 à la suite de l'obtention de l'autorisation de l'Autorité de la concurrence en date du 4 juin 2026, pour un montant total de 76.601.062,50 euros.

Le Contrat de Cession prévoyait en outre qu'à la date de réalisation de l'Acquisition, Monsieur Mathieu Petithuguenin soit nommé Président du Conseil d'Administration et Madame Magali Devalle Vice-Présidente du Conseil d'Administration de la Société.

Conformément à l'avenant au Contrat de Cession conclu le 9 juin 2026 et au Nouveau Pacte, Monsieur Éric Teilhard, présenté par le groupe Paprec et sur proposition de Monsieur Frédéric Devalle, a été nommé directeur général délégué par le Conseil d'Administration en date du 25 juin 2026, avec effet au 1er septembre 2026.

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

5.1 Structure du capital de Groupe Pizzorno Environnement

À la date de la présente Note en Réponse, le capital social de la Société s'élève à 21.416.000 euros divisé en 4.000.000 Actions ordinaires de 5,354 euros de valeur nominale chacune.

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

Actionnaire	Nombre d'Actions	% du capital	Nombre de droits de vote*	% de droits de vote
Groupe Familial*	847.378	21,18 %	1.694.756	30,00 %
Paprec Group / Paprec Holding**	2.161.534	54,04 %	2.961.533	52,43 %
Total Concert	3.008.912	75,22 %	4.656.289	82,43 %
Public	991.088	24,78 %	992.729	17,57 %
Total	4.000.000	100 %	5.649.018	100 %

* Prend en compte l'action détenue par Monsieur Frédéric Devalle.

** Y compris les 135.917 actions auto-détenues assimilées aux actions détenues par le groupe Paprec en application

de l'article L. 233-9 2° du Code de commerce. Les droits de vote sont calculés conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

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

5.2.1 Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote ou aux transferts d'Actions

Obligation de déclaration en matière de franchissements de seuils

Les obligations légales prévues à l'article L. 233-7 du code de commerce sont applicables.

En plus des obligations légales relatives aux franchissements des seuils légaux ci-dessus, l'article 29 des statuts de la Société impose à toute personne, agissant seule ou de concert, qui vient à détenir ou cesse de détenir 2,5 % du capital, une obligation de déclaration à la Société, par lettre recommandée avec demande d'avis de réception, dans un délai de quinze jours

En cas de non-respect de cette obligation, et sur demande, consignée dans le procès-verbal de l'assemblée générale, d'un ou plusieurs actionnaires détenant au moins 5 % du capital social de la Société, les actions excédant la fraction qui aurait dû être déclarée sont privées de 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 de la notification, conformément aux dispositions de l'article L. 233-14 du Code de commerce.

Transfert d'Actions et exercice des droits de vote

Aucune clause des statuts de la Société n'a pour effet de restreindre les transferts d'Actions ou l'exercice des droits de vote de la Société.

5.2.2 Clause des conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'Actions et portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote de la Société

À la connaissance de la Société, à l'exception des stipulations du Nouveau Pacte décrites au paragraphe 4.1, il n'existe aucune convention prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'Actions et portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote de la Société.

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

A la date de la présente Note en Réponse et à la connaissance de la Société, les participations directes et indirectes dans le capital de la Société sont celles figurant dans le tableau présenté à la Section 5.1 ci-dessus.

L'Initiateur et Paprec Holding, agissant de concert avec les autres membres du Concert, ont déclaré leurs intentions pour les six prochains mois conformément aux dispositions de l'article L. 233-7 VII du Code de commerce.

5.4 Titres de la Société comportant des droits de contrôle spéciaux

Le capital de la Société est exclusivement composé d'actions ordinaires.

La Société n'a émis aucune action de préférence au sens des articles L. 228-11 et suivants du Code de commerce.

L'article 12 des statuts de la Société stipule qu'un droit de vote double est attribué au profit des actions entièrement libérées ayant fait l'objet d'une inscription nominative depuis quatre (4) ans au moins au nom d'un même actionnaire.

Ce droit est également conféré dès leur émission, en cas d'augmentation de capital par incorporation de réserves, bénéfices ou primes d'émission, aux actions nouvelles attribuées gratuitement à un actionnaire à raison d'actions anciennes pour lesquelles il bénéficiait déjà de ce droit.

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

La Société n'a connaissance d'aucun mécanisme de contrôle en vigueur à ce jour prévu dans un système d'actionnariat du personnel dont les droits de contrôle ne seraient pas exercés par ce dernier.

5.6 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance pouvant entraîner des restrictions sur le transfert d'Actions ou à l'exercice des droits de vote

A la date de la présente Note en Réponse, la Société n'a connaissance d'aucun accord en vigueur pouvant entraîner des restrictions à l'exercice des droits de vote de la Société et, sous réserve des stipulations du Nouveau Pacte décrites au paragraphe 4.1, au transfert des Actions.

5.7 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'Administration

Les règles de nomination, de révocation et de rémunération des membres du Conseil d'Administration résultent des dispositions légales applicables aux sociétés anonymes ainsi que des articles 14 à 21 des statuts de la Société en date du 25 juin 2026.

Conformément à l'article 14.1 des statuts de la Société en date du 25 juin 2026, le Conseil d'Administration est composé de trois (3) membres au moins et de dix-huit (18) membres au plus, sous réserve des dérogations prévues par la loi.

Les administrateurs sont nommés par l'assemblée générale ordinaire pour une durée de six (6) ans au plus. Leur mandat expire à l'issue de l'assemblée générale ordinaire ayant statué sur les comptes de l'exercice écoulé et tenue dans l'année au cours de laquelle expire leur mandat.

Les administrateurs peuvent être des personnes physiques ou des personnes morales. Les personnes morales doivent, lors de leur nomination, désigner un représentant permanent soumis aux mêmes conditions et obligations et encourant les mêmes responsabilités que s'il était administrateur en son nom propre, sans préjudice de la responsabilité solidaire de la personne morale qu'il représente.

Les administrateurs ne doivent pas être âgés de plus de quatre-vingt-cinq (85) ans.

En cas de vacance par décès ou par démission d'un ou plusieurs sièges d'administrateur, le Conseil d'Administration peut, entre deux assemblées générales, procéder à des cooptations à titre provisoire. Ces nominations sont soumises à ratification de la plus prochaine assemblée générale ordinaire.

Conformément aux statuts de la Société, le Conseil d'Administration comprend un administrateur représentant les salariés lorsque le nombre d'administrateurs nommés par l'assemblée générale est inférieur ou égal à huit, et deux administrateurs représentant les salariés lorsque ce nombre est supérieur à huit. Le second administrateur représentant les salariés est désigné dans le délai statutaire applicable.

Un salarié de la Société peut être nommé administrateur. Son contrat de travail doit correspondre à un emploi effectif. Le nombre des administrateurs liés à la Société par un contrat de travail ne peut excéder le tiers des membres du Conseil d'Administration en fonction.

Tout membre sortant du Conseil d'Administration est rééligible, sous réserve des conditions légales et statutaires applicables.

5.8 Règles applicables à la modification des statuts de la Société

Conformément à l'article 28 des statuts de la Société, l'assemblée générale extraordinaire peut modifier les statuts dans toutes leurs dispositions. Elle ne peut, toutefois, augmenter les engagements des actionnaires, sous réserve des opérations résultant d'un regroupement d'actions régulièrement effectué.

Conformément à l'article 4 des statuts de la Société, le siège social peut être transféré en tout endroit du territoire français, par simple décision du Conseil d'Administration, sous réserve de la ratification de cette décision par la prochaine assemblée générale ordinaire.

L'assemblée générale extraordinaire, réunie sur première convocation, ne délibère valablement que si les actionnaires présents, représentés ou ayant voté par correspondance possèdent au moins le quart des actions ayant le droit de vote.

L'assemblée générale extraordinaire, réunie sur deuxième convocation, ne délibère valablement que si les actionnaires présents, représentés ou ayant voté par correspondance possèdent au moins le cinquième des actions ayant le droit de vote.

Conformément à l'article L. 225-96 du Code de commerce, l'assemblée générale extraordinaire statue à la majorité des deux tiers des voix exprimées par les actionnaires présents ou représentés, étant précisé que les voix exprimées ne comprennent pas celles attachées aux actions pour lesquelles l'actionnaire n'a pas pris part au vote, s'est abstenu ou a voté blanc ou nul.

5.9 Pouvoirs du Conseil d'Administration, en particulier concernant l'émission ou le rachat d'actions

Conformément à l'article 17 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.

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

À la connaissance de la Société, aucun accord significatif conclu par la Société ne sera modifié ou ne prendra fin en cas de changement de contrôle de la Société. Il est au surplus rappelé que l'Offre n'emportera pas de changement de contrôle de la Société, celle-ci étant déjà contrôlée, à la date du Projet de Note en Réponse, par Paprec Holding, directement et indirectement par l'intermédiaire de

l'Initiateur.

5.11 Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d'Administration, les dirigeants ou les salariés de la Société, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique

À la connaissance de la Société, il n'existe pas d'accord prévoyant le versement d'une indemnité aux dirigeants, aux salariés ou aux membres du Conseil d'Administration s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leurs fonctions prennent fin en raison d'une offre publique.

6 RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

En application des dispositions des articles 261-1 et 261-1-1 du règlement général de l'AMF, le cabinet Crowe HAF, domicilié 16, rue Camille Pelletan, 92300 Levallois-Perret, représenté par Monsieur Olivier Grivillers, a été désigné par le Conseil d'Administration de la Société sur proposition du Comité Ad Hoc en qualité d'Expert Indépendant avec pour mission de préparer un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

Ledit rapport, en date du 27 juillet 2026, est intégralement reproduit en Annexe du présent Projet de Note en Réponse.

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

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

8 PERSONNE QUI ASSUME LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE EN RÉPONSE

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

Groupe Pizzorno Environnement
représentée par Monsieur Frédéric Devalle
Directeur Général

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

ANNEXE – RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT



Crowe HAF

16 rue Camille Pelletan
92300 Levallois-Perret
Tél +33 (0)1 41 05 98 40
contact@crowe-haf.fr
www.crowe-haf.fr

Groupe Pizzorno Environnement

Rapport de l'expert indépendant dans le cadre de
l'Offre Publique d'Achat Simplifiée visant les actions de la
société Groupe Pizzorno Environnement initiée par Paprec
Group

Société de Commissariat aux Comptes - Membre de la Compagnie Régionale des Commissaires aux Comptes de Versailles et du Centre
Société d'Expertise Comptable inscrite au tableau de l'Ordre des Experts-Comptables de Paris / Ile-de-France
SAS au capital de 467 200 € - RCS Nanterre B 413 817 743 - Siret 413 817 743 00078 - TVA intracommunautaire FR 02 413 817 743

Crowe HAF est membre de Crowe Global, association de droit Suisse (« verein »). Chaque membre de Crowe Global est une entité juridique distincte et indépendante. Crowe HAF et ses affiliés ne sont pas responsables des actes ou omissions de Crowe Global ou de tout autre membre de Crowe Global. Crowe Global ne fournit aucun service professionnel et n'a pas de participation ou de lien capitalistique dans Crowe HAF.

SOMMAIRE

1 - Présentation de l'opération et du contexte	2
1.1 - Présentation des parties concernées par l'opération	2
1.1.1 - Présentation de la société initiatrice.....	2
1.1.2 - Présentation de la société objet de l'Offre.....	2
1.2 - Présentation du Groupe et de son marché.....	3
1.2.1 - Activité du Groupe.....	3
1.2.2 - Présentation des lignes de services.....	3
1.2.3 - Historique du Groupe	6
1.2.4 - Actionnariat du Groupe.....	6
1.2.5 - Description du marché.....	7
1.2.5.1 - Présentation du marché français des déchets.....	7
1.2.5.2 - Les acteurs du marché des déchets en France.....	9
1.2.5.3 - Les déterminants du marché	10
1.2.5.4 - Les tendances et perspectives	11
1.2.6 - Comptes consolidés de Groupe Pizzorno Environnement.....	12
1.2.6.1 - Performance financière historique	13
1.2.6.2 - Equilibre bilanciel et trésorerie	18
1.3 - Contexte et opération envisagée	22
1.3.1 - Contexte et motifs de l'opération.....	22
1.3.2 - Termes de l'Offre	23
2 - Présentation de l'expert indépendant.....	24
2.1 - Présentation du cabinet Crowe HAF, membre du réseau Crowe Global.....	24
2.1.1 - Présentation générale	24
2.1.2 - Présentation de l'activité « évaluation et expertises indépendantes ».....	24
2.2 - Liste des missions d'expertise indépendante réalisées par le cabinet Crowe HAF au cours des 24 derniers mois.....	25
2.3 - Déclaration d'indépendance	26
2.4 - Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers	27
2.5 - Rémunération	27
2.6 - Moyens mis en œuvre dans le cadre de l'expertise indépendante.....	27
2.6.1 - Programme de travail	27
2.6.2 - Calendrier de l'étude	29
2.6.3 - Liste des personnes rencontrées.....	29
2.6.4 - Informations utilisées.....	30
2.6.5 - Diligences effectuées par la personne en charge de la revue indépendante.....	30
3 - Eléments d'appréciation du prix d'Offre.....	32
3.1 - Données structurant l'évaluation.....	32
3.1.1 - Structure du capital et nombre d'actions	32
3.1.2 - Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres	32

4.1 - Méthodes d'évaluation écartées :	54
4.2 - Méthodes d'évaluation retenues :	54
4.2.1 - Référence aux transactions récentes sur le capital	54
4.2.2 - Méthode des flux de trésorerie actualisés	55
4.2.2.1 - Détermination du taux d'actualisation	56

4.2.2.2 - Hypothèses retenues sur la période explicite	56
4.2.2.3 - Extrapolation	57
4.2.2.4 - Flux normatif	57
4.2.2.5 - Détermination du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres 58	
4.2.2.6 - Conclusion sur la méthode des flux de trésorerie actualisés	58
4.2.3 - Référence au cours de bourse.....	58
4.2.4 - Méthode des comparables boursiers	59
4.2.4.1 - Choix de l'échantillon.....	59
4.2.4.2 - Choix des multiples et méthodologie.....	59
4.2.4.3 - Conclusion sur la méthode des comparables boursiers.....	60
5 - Analyse des éventuels opérations et accords connexes à l'Offre.....	61
5.1 - Nouveau Pacte d'Actionnaires.....	61
5.2 - Contrat de Cession	62
6 - Analyse des observations écrites d'actionnaires	63
6.1 - Présentation des arguments développés dans les observations.....	63
6.1.1 - L'offre publique obligatoire résulte des stipulations du pacte conclu par le Concert en 2021.....	64
6.1.2 - Le Plafond Contractuel 2021 constitue un prix minimal mais non équitable	64
6.1.3 - Le multiple de valorisation convenu par les Membres du Concert en 2021 est obsolète 64	
6.1.4 - Le cours de bourse n'est pas représentatif de la valeur intrinsèque.....	64
6.2 - Analyse et appréciation des observations	65
6.2.1 - Sur le caractère prédéterminé de l'Offre et le rôle du pacte d'actionnaires de 2021	65
6.2.2 - Sur l'obsolescence alléguée du multiple de valorisation de 7x l'EBITDA.....	65
6.2.3 - Sur l'absence alléguée de pertinence du cours de bourse.....	66
6.3 - Conclusion sur l'impact du courrier sur l'appréciation du caractère équitable du prix ...	66
7 - Conclusion sur le caractère équitable du prix offert	68
8 - Annexe – Lettre de mission.....	70

Conformément aux dispositions des articles 261-1 et suivants du Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (ci-après « AMF »), le cabinet Crowe HAF, membre de Crowe Global, a été désigné par le Conseil d'Administration de la société Groupe Pizzorno Environnement le 6 février 2026 en qualité d'expert indépendant et a établi le rapport suivant sur les conditions financières de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée (OPAS).

**RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT
DANS LE CADRE DE L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIÉE
VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE GROUPE PIZZORNO ENVIRONNEMENT
INITIEE PAR LA SOCIETE PAPREC GROUP**

Dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée, (ci-après l'« Offre » ou l'« OPAS ») portant sur les actions de la société Groupe Pizzorno Environnement (ci-après aussi la « Société », « GPE » ou avec l'ensemble de ses filiales le « Groupe ») initiée par la société Paprec Group (ci-après « Paprec » ou l'« Initiateur »), filiale de la société Paprec Holding, agissant de concert avec Mme Éliane Pizzorno, Mme Magali Devalle (la « Famille Pizzorno-Devalle ») et M. Frédéric Devalle (ci-après le « Groupe Familial » et ensemble avec Paprec Group et Paprec Holding, les « Membres du Concert »), nous avons été nommés le 6 février 2026 par le Conseil d'Administration de la Société comme expert indépendant pour se prononcer sur les conditions financières de l'Offre.

Notre désignation a été effectuée en application de l'article 261-1 I, 1°, 2° et 4° du règlement général de l'AMF, la Société étant déjà contrôlée par l'Initiateur avant le lancement de l'opération, les dirigeants du Groupe ayant conclu des accords avec l'Initiateur susceptible d'affecter leur indépendance et tenant compte de l'ensemble des éléments connexes à l'Offre susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix d'offre.

Le prix proposé aux actionnaires de Groupe Pizzorno Environnement dans le cadre de l'Offre s'établit à 62,50€ par action.

Nous avons effectué nos diligences selon les dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF et de son instruction d'application n°2006-08 relative à l'expertise indépendante, elle-même complétée des recommandations n°2006-15 de l'AMF, ces instructions et ces recommandations ayant été modifiées le 10 février 2020. Nos diligences sont détaillées ci-après.

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents et informations qui nous ont été transmis par Groupe Pizzorno Environnement, sans avoir la responsabilité de les valider. Conformément à la pratique en matière d'expertise indépendante, nous n'avons pas cherché à valider les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence.

Le présent rapport d'expertise est organisé comme suit :

1. Présentation de l'opération et du contexte
2. Présentation de l'expert indépendant
3. Eléments d'appréciation du prix d'Offre
4. Analyse des éléments d'appréciation du prix d'Offre de l'Etablissement Présentateur
5. Analyse des opérations et accords connexes à l'Offre
6. Analyse des observations écrites d'actionnaires
7. Conclusion sur le caractère équitable du prix offert

1 - Présentation de l'opération et du contexte

1.1 - Présentation des parties concernées par l'opération

1.1.1 - Présentation de la société initiatrice

L'Initiateur est la société Paprec Group, société par actions simplifiée dont le siège social est situé au 7 rue du Docteur Lancereaux, 75008 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés (RCS) de Paris sous le numéro 489 455 360, et contrôlée par Paprec Holding, société holding de tête du groupe Paprec fondé en 1994 par la famille Petithuguenin.

Le groupe Paprec est un groupe familial français spécialisé dans la gestion des déchets et les activités de recyclage. Initialement centré sur la collecte et la valorisation des déchets, le Groupe a progressivement renforcé son positionnement à travers une politique soutenue d'investissements et d'acquisitions, lui ayant permis de devenir un acteur diversifié présent sur l'ensemble de la chaîne de valeur de la gestion des déchets, en France comme à l'international.

Paprec développe ses activités autour de trois pôles principaux :

- les services liés à la gestion des déchets, comprenant notamment la collecte de déchets industriels auprès de clients privés, la collecte de déchets ménagers pour le compte des collectivités, ainsi que les activités de tri, de traitement et de valorisation des déchets. Paprec exploite également des unités de valorisation énergétique et d'incinération. Ces activités reposent principalement sur des contrats pluriannuels conclus avec des collectivités et des clients privés, générant des revenus récurrents et offrant une forte visibilité sur l'activité ;
- la production et la commercialisation de matières premières issues du recyclage. Paprec valorise différents flux de déchets ménagers et industriels afin d'en extraire des matières telles que le papier, le plastique, le bois, la ferraille et les métaux non ferreux, destinées à être commercialisées sur les marchés nationaux et internationaux. Paprec commercialise ainsi en moyenne environ 4,1 millions de tonnes de matières premières recyclées par an ; et
- la conception et la construction d'installations de valorisation énergétique. Grâce à une équipe d'ingénierie interne composée d'environ 200 ingénieurs, Paprec est en mesure de concevoir des installations clés en main, en assurant l'ensemble des étapes des projets, des démarches administratives à la mise en service des équipements.

Au 31 décembre 2025, le groupe Paprec emploie environ 16.000 collaborateurs et figure parmi les principaux acteurs français de la gestion des déchets et du recyclage.

L'Initiateur détient, à la date du Projet de Note d'Information, 2.025.617 actions Groupe Pizzorno Environnement, représentant 50,64% du capital et 50,02% des droits de vote théoriques du Groupe. Par ailleurs, les Membres du Concert détiennent ensemble 3.008.912 actions représentant 75,22% du capital et 82,43% des droits de vote de la Société (y compris 135.917 actions auto-détenues réputées détenues par Paprec).

1.1.2 - Présentation de la société objet de l'Offre

La société Groupe Pizzorno Environnement est une société anonyme à Conseil d'Administration dont le siège social est situé au 109 rue Jean Aicard, 83300 Draguignan, immatriculée au RCS de Draguignan sous le numéro 429 574 395, et dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment C du marché réglementé d'Euronext Paris sous le code ISIN FR0010214064, mnémonique « GPE ».

1.2 - Présentation du Groupe et de son marché

1.2.1 - Activité du Groupe

Fondé en 1974 à Draguignan (Var) par Francis Pizzorno, le Groupe Pizzorno Environnement, anciennement Dragui-Transports, est un groupe familial français d'envergure nationale. Il accompagne les collectivités et les professionnels dans la transition écologique des territoires grâce à la maîtrise de l'ensemble de la chaîne de valeur du déchet, de la propreté à la collecte, du tri à la valorisation, jusqu'au traitement.

Avec près de 40 agences en France, le Groupe dessert 6,6 millions d'habitants et intervient auprès d'environ 600 communes.

L'activité du Groupe s'articule autour de deux pôles complémentaires :

- le pôle Propreté, cœur de métier historique, représente 84% du chiffre d'affaires en 2025. Il couvre la collecte des déchets ménagers et les services de propreté urbaine et repose sur des contrats majoritairement pluriannuels, généralement d'une durée d'environ cinq ans, caractérisés par un taux de renouvellement élevé ce qui confère à l'activité une bonne visibilité et une stabilité des revenus ;
- le pôle Traitement, qui regroupe le tri, la valorisation (matière, organique et énergétique) et le stockage des déchets, représente 16% du chiffre d'affaires et s'appuie sur des contrats de long terme, conclus sur des durées comprises entre huit et quinze ans, assurant une visibilité sur les revenus sur des horizons étendus. L'activité peut toutefois présenter une variabilité liée aux capacités d'exutoires disponibles, aux décisions publiques ou à des événements opérationnels exceptionnels.

Le Groupe est un acteur de référence de la région Provence-Alpes-Côte d'Azur, mais opère également dans les départements du Rhône (premier opérateur de la métropole lyonnaise) à Paris ou encore au sein de la métropole de Lille. Il est aujourd'hui exclusivement implanté en France, après la fin de ses activités internationales (Tunisie et Mauritanie en 2014, Maroc en 2024), et s'appuie sur un réseau de près de 40 agences. Le Groupe a obtenu une triple certification ISO 9001, ISO 14001 et ISO 45001 témoignant de son exigence en matière de qualité, de performance environnementale, de santé et de sécurité au travail. En 2025, le Groupe a géré près de 2 millions de tonnes de déchets, permettant d'éviter 50,8kt équivalent CO₂ d'émissions.

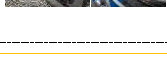
Pizzorno Environnement exploite sa propre flotte de véhicules dans le cadre de ses contrats de collecte, ainsi qu'un ensemble d'infrastructures uniques de traitement des déchets, couvrant des fonctions complémentaires sur la chaîne de traitement et valorisation. Elles incluent notamment la plateforme de compostage située à Cabasse, d'une capacité de traitement de 30.000 tonnes par an de déchets verts, l'Unité de Valorisation Énergétique de Toulon, premier producteur indépendant d'énergie renouvelable dans le département du Var, l'Écopôle de Pierrefeu-du-Var, combinant des activités de tri, de stockage et de valorisation, ainsi que le centre de tri du Muy, dédié à la valorisation des emballages ménagers. L'ensemble de ces sites est exploité sous le régime des Installations Classées pour la Protection de l'Environnement (ICPE).

Le Groupe fédère ainsi 11 filiales spécialisées, chacune apportant des savoir-faire complémentaires : nettoyage urbain, collecte, transport, tri, traitement et valorisation des déchets, nettoyage industriel, assainissement, ainsi que gestion de quais et de déchetteries.

En 2025, le Groupe Pizzorno Environnement a réalisé un chiffre d'affaires consolidé de 274,5m€, un résultat opérationnel de 26,5m€, et comptait 2.300 collaborateurs au 31/12/2025.

1.2.2 - Présentation des lignes de services

Le Groupe propose à sa clientèle les gammes de produits et services présentées dans le tableau ci-dessous :

Présentation des activités du Groupe Pizzorno Environnement				
Gammes de Produits et Services	Description	Listes de produits et services	Clients	Illustrations
 Collecte de déchets	Collecte porte-à-porte et aux points d'apports volontaires de déchets ménagers, verts, encombrants, et issus des collectes sélectives	• Application smartphone pour la prise de rendez-vous • Camions de collecte robotisés ou semi-automatisés • Collecte en porteur gros volume (32 tonnes) • Sonde de niveau • Optimisation des tournées • Pesée embarquée • Lève-conteneurs électriques • Suivi des prestations • Gestion des anomalies • Cartographie et gestion des tournées	• Collectivités locales	 
 Propreté urbaine	Mise à disposition de matériel et de solutions de propreté des espaces publics, avec une adaptabilité aux particularités de chaque territoire	• Nettoyement des marchés alimentaires et des espaces publics • Nettoyement des zones touristiques denses et complexes soumises à des fluctuations de populations importantes • Nettoyement des plages et criques • Traitement des tags et graffitis	• Services publics en charge des villes, des villages, des plages et des sites touristiques attrayants	 
 Tri des déchets	Solutions de tri et de valorisation des emballages ménagers recyclables	• Valorisation des petits emballages ménagers en aluminium et en acier (bouchons, capsules de café, opercules...) • Tri et valorisation des films plastiques (films d'emballage et sacs) • Consignes simplifiées	• Collectivités locales • Industriels	 
 Valorisation des matières	Production de matières premières secondaires à partir de déchets valorisables	• Alter-Grave, matériau écologique de substitution aux techniques routières dans les secteurs du bâtiment et des travaux publics • Traitement et valorisation des résidus issus du traitement thermique des mâchefers • Solutions de traitement des déchets industriels valorisables	• Acteurs du bâtiment et des travaux publics	 
 Valorisation énergétique	Production de chaleur et d'électricité à partir de déchets pour fournir des énergies propres, renouvelables et locales	• Traitement des fumées • Production d'électricité renouvelable valorisable localement • Optimisation des performances • Production de chauffage urbain • Captation et valorisation énergétique du biogaz produit sur les sites de traitement	• Collectivités locales • Industriels	 
 Biodéchets	Valorisation des biodéchets via le tri sur ordures brutes, la collecte séparative des biodéchets, le compostage des déchets verts et l'alimentation de la filière bois-énergie	• Collecte des biodéchets • Compostage des déchets verts • Valorisation des bois issus des déchets verts et des activités industrielles (palettes, cagettes, caisses...)	• Collectivités locales • Restaurants collectifs (cantines, restaurants d'entreprise, maisons de retraite...)	 
 Traitement des déchets	Gestion de l'ensemble des installations de stockage et de traitement des déchets non dangereux	• Valorisation énergétique des effluents sur les installations de traitement • Captation et valorisation énergétique du biogaz produit sur les sites de traitement	• Collectivités locales	 

Source : Site internet du Groupe Pizzorno Environnement, et documents communiqués par le Management

Ainsi, le Groupe structure son activité selon deux domaines majeurs : la propreté et le traitement. Ses activités sont déclinées en plusieurs activités, chacune correspondant à un domaine d'application spécifique.

- Le segment Propreté : est une activité historique du Groupe et représente la part la plus importante de son chiffre d'affaires (84% en 2025). Elle a pour objectif d'assurer la propreté des villes, à travers la collecte de déchets et leur acheminement vers les centres de tri ou de traitement mais aussi via des prestations de nettoyage et d'assainissement.
 - o La « Collecte » assure la collecte des déchets ménagers, l'assimilation et l'acheminement vers des centres de tri ou sites de traitement adaptés. Les fréquences et modes de collecte (apport volontaire, bacs collectifs ou porte à porte) sont adaptés en fonction des particularités géographiques et des saisonnalités des collectivités locales. La collecte s'appuie sur des technologies de géolocalisation, de suivi en temps réel et d'intelligence artificielle (IA) ainsi que véhicules électriques ou avec des carburants alternatifs (34% des véhicules sont à faibles ou très faibles émissions).

- la « Propreté Urbaine » propose des services adaptés aux spécificités des collectivités, notamment des services comme le nettoyage de la voirie, l'entretien des espaces publics, des plages et du littoral, la gestion des zones touristiques à forte affluence, le vidage des corbeilles, la propreté des points d'apport volontaire ou désherbage raisonné. Le Groupe utilise des équipements modernes et écologiques permettant de minimiser l'impact environnemental.
- Le segment Traitement constitue 16% du chiffre d'affaires en 2025 et couvre l'ensemble des solutions de tri, valorisation (matières, organique ou énergétique) et traitement par stockage des déchets.
 - le « Traitement » représente 11% du CA en 2025 et comprend le tri et le traitement des déchets :
 - Tri des déchets : Le Groupe propose des solutions complètes pour le tri et la valorisation des déchets. Le centre de tri des emballages ménagers recyclables au Muy permet de gérer efficacement tous types d'emballages, y compris les plastiques souples. L'UTV (Unité de Tri et de Valorisation) traite les déchets des professionnels et encombrants, en séparant jusqu'à 12 fractions, tandis que l'IME (Installation de Maturation et d'Élaboration) valorise les mâchefers issus du traitement thermique des déchets ménagers, recyclant les métaux et transformant le reste en Alter-grave utilisé pour les travaux publics. La gamme s'appuie également sur des installations comme la plateforme de mise en balles et le déconditionneur, contribuant à la valorisation énergétique des déchets.
 - Traitement des déchets : À la suite de leurs valorisations, les déchets ultimes font l'objet d'un traitement par stockage dans l'Installation de Stockage de Déchets Non Dangereux (ISDND) à Pierrefeu-du-Var. Enfin, ils sont stockés dans des alvéoles étanches reposant sur une double barrière de protection (argile et membranes), garantissant une imperméabilité totale et la protection durable des sols et des eaux souterraines.
 - la « Valorisation », représentant 5% du chiffre d'affaires en 2025, regroupe l'ensemble des activités du Groupe visant à transformer les déchets en ressources utiles. Elle s'articule autour de trois types de valorisation des déchets :
 - Valorisation matières : Elle consiste à transformer les déchets en nouvelles matières premières, réduisant ainsi le recours aux énergies fossiles et la consommation de ressources naturelles. Cette démarche s'appuie sur des centres de tri, des UTV ainsi que sur des installations dédiées à la valorisation des mâchefers, permettant de récupérer des métaux recyclables et des matériaux non ferreux.
 - Valorisation organique : Les biodéchets sont transformés en compost ou en digestat, utilisés comme amendements et engrais naturels pour améliorer la qualité des sols et favoriser le retour à la terre. Le Groupe dispose de plateformes de compostage, d'installations de déconditionnement et de solutions de collecte des biodéchets.
 - Valorisation énergétique : Elle transforme les déchets en énergie, chaleur et électricité, complétant ainsi la valorisation matière. Grâce à des technologies performantes, le Groupe limite les émissions de gaz à effet de serre et produit une énergie locale destinée à l'alimentation de logements et d'équipements publics. Cette activité s'appuie sur des unités de valorisation énergétique (UVE), des Biopôles et des déconditionneurs (biogaz).

1.2.3 - Historique du Groupe

En 1974, Francis Pizzorno crée Dragui-Transports, société originelle du Groupe spécialisée dans la collecte et le transport des déchets à Draguignan (Var).

En 1976, le Groupe ouvre le premier centre d'enfouissement technique du Var, consolidant son ancrage dans les métiers de l'environnement.

En 1992, dans le cadre du développement de la collecte sélective des emballages et papiers en France, le Groupe inaugure le premier centre de tri des emballages ménagers recyclables au Muy, devenu rapidement précurseur dans l'expérimentation du tri de nouvelles matières. Cette initiative marque le début d'une stratégie de maîtrise globale de la chaîne de gestion des déchets, de la collecte à la valorisation (ISDND).

En 2000 et les années suivantes, le Groupe étend son activité à plusieurs villes, notamment Paris (2000), Nice (2001), Marseille (2005), et décroche son premier contrat global de propreté urbaine et de collecte avec Toulon Provence Méditerranée (2005).

En 2013, le Groupe remporte la DSP (Délégation de Service Public) pour l'Unité de Valorisation Énergétique de l'aire toulonnaise, devenant ainsi le premier producteur indépendant d'énergies renouvelables du Var. Dans la continuité, le Groupe déploie son expertise dans des zones à forte affluence saisonnière, assurant la propreté du golfe de Saint-Tropez.

En 2017, Magali Devalle, fille de Francis Pizzorno (fondateur), est nommée Présidente de Groupe Pizzorno Environnement.

En 2021, la famille Pizzorno-Devalle cède 20% de son capital à la société Paprec, soit 800.000 actions et 13,17% des droits de vote. Le Groupe crée également Pep's, filiale dédiée à l'accompagnement des artisans, commerçants et industriels, proposant des solutions de collecte sur mesure pour chaque type de déchet afin d'en garantir la valorisation. La même année, le Groupe se distingue par la mise en œuvre de plans de prévention et est retenu pour le contrat de performance des déchets ménagers et assimilés de Valence Romans Agglomération.

En 2022, il obtient un de ses contrats les plus importants, attribué par la Métropole Européenne de Lille.

En février 2026, la famille Pizzorno-Devalle annonce vouloir procéder à la cession de 30,6% de son capital à la société Paprec Group, soit 1.225.617 actions, portant la participation de cette dernière à 50,64% du capital et 50,02% des droits de vote.

1.2.4 - Actionnariat du Groupe

A la date du Projet de Note d'Information, la répartition du capital de la Société était la suivante :

Groupe Pizzorno Environnement - Détail des actions en circulation

Actionnaires	Total des actions	% du capital social	Nombre de droits de vote	% droits de vote
Groupe familial	847 378	21,18%	1 694 756	30,00%
Paprec Holding*	2 025 617	50,64%	2 825 616	50,02%
Public dont Group GMB Invest	991 088	24,78%	992 729	17,57%
Autodétention	135 917	3,40%	135 917	2,41%
Total des actions	4 000 000	100,00%	5 649 018	100,00%

*y compris l'action prêtée par Paprec Holding à M. Mathieu Petithuguenin

Source : Projet de Note d'Information

1.2.5 - Description du marché

1.2.5.1 - Présentation du marché français des déchets

Le marché français de la gestion des déchets constitue un pilier structurant des services à l'environnement. Il regroupe l'ensemble des activités visant à assurer la collecte, le tri, le traitement, la valorisation et l'élimination des déchets produits par les ménages, les collectivités et les acteurs économiques (industries, BTP, commerces et tertiaire). Ce marché revêt un caractère stratégique à la fois sur le plan sanitaire, environnemental et économique, dans un contexte marqué par le renforcement des politiques publiques en faveur de la transition écologique et de l'économie circulaire.

Historiquement centré sur des logiques d'élimination, le secteur a profondément évolué au cours des dernières décennies sous l'effet du durcissement du cadre réglementaire européen et national. La hiérarchie des modes de traitement des déchets, privilégiant la prévention, le recyclage et la valorisation au détriment de l'enfouissement, a progressivement redéfini les modèles économiques des opérateurs.

Dans ce contexte, la gestion des déchets ne se limite plus à une activité de service de base, mais s'inscrit dans une logique industrielle complexe, mobilisant des infrastructures lourdes, des technologies avancées et des compétences opérationnelles élevées.

Le marché se caractérise par une forte résilience face aux cycles économiques, la production de déchets étant étroitement liée aux besoins essentiels des populations et à l'activité économique globale. Toutefois, cette résilience s'accompagne d'une pression croissante sur les marges, liée à l'augmentation des coûts d'exploitation (énergie, carburants, main-d'œuvre), à l'intensification de la concurrence sur les appels d'offres publics et à la nécessité d'investissements réguliers pour maintenir la conformité réglementaire des installations.

Le marché est structuré autour d'une chaîne de valeur intégrée, allant de la collecte des déchets (porte-à-porte, apport volontaire, collecte spécialisée) à leur traitement final, en passant par les activités de tri, de recyclage matière, de valorisation énergétique et de stockage. Cette chaîne de valeur mobilise des infrastructures lourdes (centres de tri, unités de valorisation énergétique, installations de stockage), nécessitant des investissements élevés, ce qui constitue une barrière à l'entrée significative et favorise la concentration du marché autour d'acteurs disposant d'une taille critique.

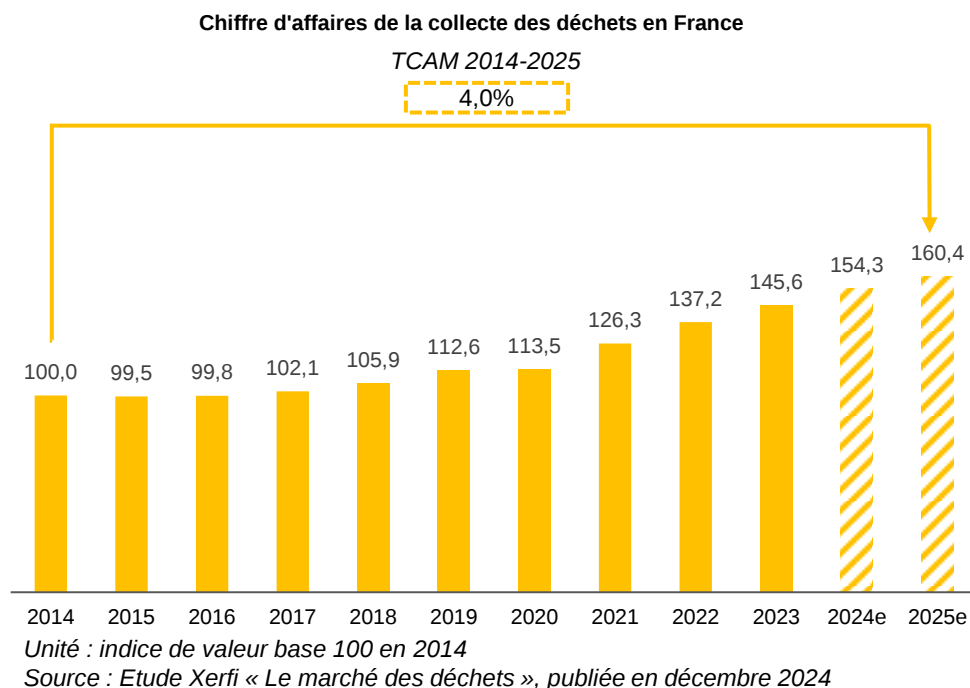
Le marché de la gestion des déchets peut être segmenté en deux activités principales :

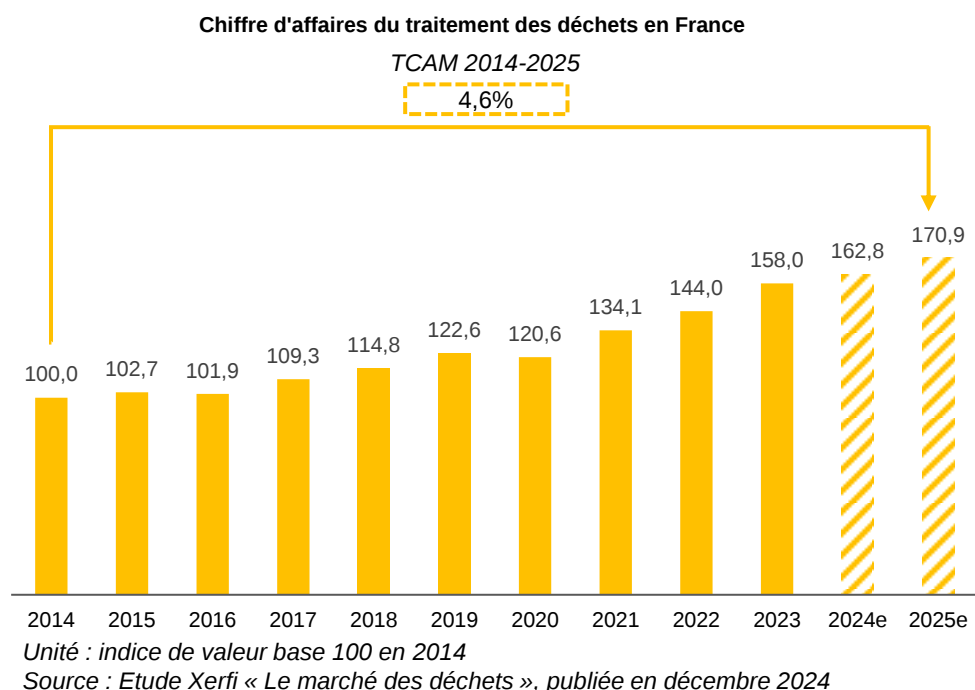
- la collecte des déchets qui englobe le ramassage des déchets ménagers et des déchets d'activités économiques via des contrats publics ou privés pluriannuels. Activité très opérationnelle, elle nécessite des flottes spécialisées, une main-d'œuvre importante et des systèmes logistiques complexes, avec des coûts sensibles aux carburants et aux charges salariales.
- le traitement et la valorisation des déchets qui regroupe tri, recyclage, compostage, méthanisation, valorisation énergétique et stockage, et reposent sur des installations lourdes et capitalistiques soumises à des normes strictes. Ce segment est exposé à des effets réglementaires hétérogènes, ceux-ci pouvant affecter négativement certaines activités de traitement tout en soutenant structurellement les activités de valorisation et de recyclage. A titre d'exemple, il est impacté par la réduction des capacités d'enfouissement mais bénéficie d'une dynamique favorable concernant la valorisation énergétique dans un contexte de prix de l'énergie élevés.

Dans le cadre de leurs activités, les opérateurs de la gestion des déchets interviennent sur une large diversité de déchets présentés ci-dessous, dont la nature, le niveau de dangerosité et les modalités de traitement varient sensiblement, impliquant des filières de collecte et de traitement adaptées :

- Déchets inertes : ces déchets ne subissent aucune modification physique, chimique ou biologique significative et ne présentent pas de risque pour l'environnement ou la santé humaine. Ils proviennent majoritairement du secteur du bâtiment et des travaux publics (BTP) et comprennent notamment les gravats, bétons, briques, tuiles, terres et matériaux de démolition.
- Déchets Non Dangereux (DND), également appelés déchets banals : déchets ne présentant pas de caractère dangereux, issus des ménages et des activités économiques. Cette catégorie regroupe notamment :
 - o les Déchets Ménagers et Assimilés (DMA), incluant les ordures ménagères résiduelles (OMR), les déchets issus de la collecte sélective et les biodéchets ;
 - o les Déchets Industriels Banals (DIB) produits par les entreprises industrielles, artisanales et tertiaires (papier-carton, plastiques, bois, métaux, textiles, etc.) ;
 - o les déchets verts, issus de l'entretien des espaces verts ;
 - o certains déchets du BTP non dangereux : ces déchets sont principalement orientés vers des filières de tri, de recyclage, de compostage, de méthanisation, de valorisation énergétique ou, en dernier recours, de stockage en installation de stockage de déchets non dangereux (ISDND).
- Déchets dangereux (DD) : déchets contenant des substances nocives ou présentant des propriétés dangereuses (toxiques, inflammables, corrosives, écotoxiques), nécessitant des filières de collecte, de traçabilité et de traitement spécifiques. Ils proviennent principalement des activités industrielles, chimiques, automobiles et médicales. Cette catégorie inclut notamment :
 - o les déchets industriels dangereux (solvants, huiles usagées, boues polluées, déchets chimiques) ;
 - o les Déchets d'Activités de Soins à Risques Infectieux (DASRI) ;
 - o certains déchets du BTP dangereux (amiante, matériaux contaminés) : leur traitement repose essentiellement sur l'incinération spécialisée, le traitement physico-chimique ou le stockage en installations dédiées (ISDD).

En outre, les sous-segments de collecte et traitement des déchets ont suivi des dynamiques relativement identiques sur les dix dernières années et présentent des TCAM qui s'élèvent à 4,0% et 4,6% respectivement, tel que présenté ci-dessous.





Le secteur est structuré autour de grands acteurs nationaux et internationaux, bénéficiant d'une forte capacité d'investissement et d'une couverture étendue, mais aussi d'opérateurs régionaux ou spécialisés, tels que présentés dans la section suivante.

1.2.5.2 - Les acteurs du marché des déchets en France

Malgré la diversité d'acteurs et notamment de petites entreprises au rayonnement local, le secteur est caractérisé par une forte concentration autour de quelques groupes de premier plan, qui captent une part majoritaire du marché (68% du CA en 2023). Ces acteurs disposent de positions dominantes sur les marchés de la collecte et du traitement, grâce à leur capacité à répondre à des appels d'offres complexes, à exploiter des installations industrielles capitalistiques et à proposer des solutions globales intégrant collecte, traitement et valorisation.

Ainsi, les acteurs du marché peuvent être regroupés en plusieurs catégories :

- Les leaders mondiaux intégrés, disposant d'une présence globale, opérant sur l'ensemble des segments de la chaîne de valeur des services à l'environnement et bénéficiant d'une taille critique, de capacités d'investissement élevées et d'économies d'échelle significatives, tels que Suez et Veolia ;
- Les grands groupes de dimension nationale, disposant d'une présence internationale plus ciblée, opérant sur l'ensemble ou une large partie des segments de la chaîne de valeur de la gestion des déchets, capables de traiter une grande diversité de flux et de matériaux, tels que Paprec, Séché Environnement et Derichebourg ;
- Les opérateurs nationaux indépendants, de taille intermédiaire, spécialisés sur certains flux de déchets ou territoires, capables de concurrencer les leaders sur des marchés régionaux, tels que Groupe Pizzorno Environnement, Ortec, Sepur et Urbaser ;
- Les acteurs locaux et PME spécialisées, positionnés sur des niches techniques ou géographiques, jouant un rôle clé dans la collecte de proximité et certains traitements spécifiques.

Cette structuration favorise une concurrence encadrée, principalement organisée autour des appels d'offres publics pour la gestion des déchets ménagers, et de contrats privés pour les

déchets des entreprises. La durée des contrats, souvent comprise entre 5 et 15 ans, contribue à stabiliser les parts de marché et limite la volatilité concurrentielle.

À l'échelle européenne, d'autres acteurs de services à l'environnement peuvent également être identifiés ; toutefois, leur activité en France demeure à ce stade insuffisamment significative pour justifier leur intégration parmi les principaux acteurs du marché français précédemment cités. Parmi ces acteurs figurent notamment Iren S.p.A., A2A S.p.A., Hera S.p.A., Lassila & Tikanoja, Befesa ou encore Fomento de Construcciones y Contratas.

1.2.5.3 - Les déterminants du marché

L'évolution du marché français des déchets est conditionnée par plusieurs déterminants majeurs, à la fois structurels et conjoncturels, qui influencent directement les volumes collectés et traités, les niveaux de prix, ainsi que la rentabilité des opérateurs.

Le cadre réglementaire et institutionnel

Les directives européennes et leur transposition en droit français structurent profondément l'activité du secteur, en imposant une hiérarchie des modes de traitement privilégiant la prévention, le recyclage et la valorisation au détriment du stockage. Le renforcement progressif des obligations de tri à la source, l'extension des filières de responsabilité élargie du producteur (REP) et la réduction programmée des capacités d'enfouissement orientent les flux vers des solutions de traitement plus complexes et plus capitalistiques.

Selon Xerfi, ce cadre réglementaire constitue à la fois un moteur de croissance pour les activités de traitement et un facteur de pression sur les opérateurs, en raison des investissements requis pour se conformer aux normes environnementales.

La production de déchets ménagers et assimilés

Le volume de déchets ménagers et assimilés, collectés par les services publics, constitue un facteur déterminant de l'activité des professionnels de la collecte et du traitement. La croissance démographique exerce un effet haussier structurel sur la production de déchets. Néanmoins, cet effet est largement compensé par des facteurs de baisse, parmi lesquels les politiques de réduction à la source, la limitation des emballages, la lutte contre le gaspillage et la dématérialisation des usages.

Ainsi, ces tendances contribuent à une stabilisation, voire à une légère contraction des volumes collectés, ce qui limite les perspectives de croissance en volume du segment de la collecte des déchets ménagers et renforce la pression concurrentielle sur les opérateurs.

La production de déchets par les entreprises

L'activité du secteur est également étroitement liée à l'évolution des volumes de déchets produits par les entreprises. Ces volumes dépendent en grande partie de la conjoncture économique, de la structure du tissu industriel et du niveau d'activité dans certains secteurs clés, notamment le bâtiment et les travaux publics. En période de ralentissement économique, la baisse de l'activité industrielle et de la construction se traduit mécaniquement par une diminution des flux de déchets industriels et du BTP.

À ces facteurs conjoncturels s'ajoutent des éléments structurels, tels que le durcissement des normes environnementales, les efforts de réduction des déchets à la source et la dématérialisation, qui pèsent sur les volumes à long terme.

Les rapports de force avec les donneurs d'ordres

Les rapports de force entre les opérateurs et leurs donneurs d'ordres constituent un déterminant central du marché. Les collectivités territoriales, principales clientes pour la collecte des déchets ménagers, cherchent à maîtriser leurs dépenses dans un contexte de contraintes budgétaires

accrues. Elles se montrent ainsi particulièrement attentives aux aspects tarifaires lors des renouvellements de contrats et disposent d'un pouvoir de négociation élevé, renforcé par l'intensification de la concurrence entre prestataires et par la possibilité de recourir à un retour en régie (gestion publique).

Du côté des clients privés, la pression exercée sur les prestataires s'intensifie en période de ralentissement conjoncturel, les entreprises cherchant à optimiser leurs coûts de gestion des déchets. Cette situation limite la capacité des opérateurs à revaloriser leurs prestations, en particulier sur les segments les plus concurrentiels.

Les prix de vente de l'énergie

Les prix de vente de l'énergie constituent un déterminant spécifique de l'activité de traitement des déchets. La quasi-totalité des opérateurs exploitant des unités d'incinération valorisent aujourd'hui l'énergie produite sous forme d'électricité, de chaleur ou de gaz. Le chiffre d'affaires issu de ces activités est donc directement sensible aux fluctuations des prix de l'énergie, qui peuvent amplifier ou atténuer la rentabilité des installations de valorisation énergétique selon les cycles de marché.

Le coût de revient des prestations de gestion des déchets

Les contrats de collecte et de traitement prévoient généralement des mécanismes de révision périodique des prix, le plus souvent annuelle, fondés sur l'évolution du coût de revient des prestations. Selon Xerfi, deux postes de coûts jouent un rôle déterminant : les charges de personnel, souvent indexées sur l'évolution du Smic, et les coûts de carburant, particulièrement sensibles aux fluctuations des marchés énergétiques. La capacité des opérateurs à maîtriser ces coûts et à en répercuter les hausses dans les tarifs constitue un enjeu majeur de rentabilité.

L'accroissement des capacités de collecte et de traitement

Enfin, le niveau d'activité du secteur dépend en partie des capacités disponibles en matière de collecte et de traitement. La construction de nouvelles installations de tri, de recyclage ou de valorisation énergétique contribue à soutenir le chiffre d'affaires du secteur, en réduisant le recours au stockage et en limitant les exportations de déchets vers l'étranger. Le développement de ces capacités permet aux opérateurs français de capter une part plus importante de la valeur ajoutée générée par le traitement des déchets, tout en répondant aux objectifs réglementaires de transition vers des modes de gestion plus durables.

En revanche, les capacités de stockage par enfouissement tendent à se réduire, sous l'effet du durcissement des contraintes réglementaires et de la raréfaction des sites disponibles. Cette évolution limite progressivement les possibilités de recours à l'enfouissement et renforce la nécessité de développer des infrastructures de tri, de recyclage et de valorisation.

1.2.5.4 - Les tendances et perspectives

Le marché français de la gestion des déchets a connu une croissance régulière au cours des années 2023/2024, portée par l'augmentation des volumes traités, la hausse des prix des prestations et le développement des activités de valorisation. Cette dynamique a été renforcée par la revalorisation des tarifs liée à l'inflation des coûts d'exploitation, que les opérateurs ont partiellement répercutée dans leurs contrats.

À moyen terme, les perspectives du marché demeurent assez favorables. Xerfi anticipe une poursuite de la croissance, soutenue par la montée en puissance de la collecte séparée des biodéchets, l'augmentation des capacités de recyclage et de valorisation énergétique, ainsi que par la nécessité pour les collectivités de moderniser leurs infrastructures. Toutefois, le segment de la collecte pourrait être impacté par des mesures visant à réduire la production de déchets, freinant ainsi la croissance des volumes, et la pression concurrentielle et la hausse des coûts d'investissement pourraient peser sur les marges, incitant les acteurs à rechercher des gains de productivité et à renforcer leurs positions par des opérations de croissance externe.

Dans ce contexte, le marché de la gestion des déchets apparaît comme un secteur à forte intensité capitalistique, offrant des perspectives de croissance structurelles, mais nécessitant une capacité d'adaptation constante aux évolutions réglementaires, technologiques et économiques.

1.2.6 - Comptes consolidés de Groupe Pizzorno Environnement

Le périmètre de consolidation du Groupe, dont la société tête de groupe est la société Groupe Pizzorno Environnement comprend 27 sociétés, dont 23 consolidées par la méthode de l'intégration globale et 4 par la méthode de la mise en équivalence.

Au 31 décembre 2025, date de clôture des comptes, le périmètre de consolidation de Groupe Pizzorno Environnement comprenait les sociétés suivantes :

Périmètre de consolidation du groupe Groupe Pizzorno Environnement				
Société	Siège social	Méthode de consolidation	% de contrôle	% d'intérêts
Groupe Pizzorno Environnement	DRAGUIGNAN (83)	Société mère	Société consolidante	
FRANCE				
Azur Valorisation	DRAGUIGNAN (83)	Intégration globale	100%	100%
Deverra	DRAGUIGNAN (83)	Intégration globale	100%	100%
Draceval Construction	PARIS (75)	Mise en équivalence	50%	50%
Dragui-gaz	DRAGUIGNAN (83)	Mise en équivalence	50%	50%
Dragui-Transports	DRAGUIGNAN (83)	Intégration globale	100%	96%
Exarent	DRAGUIGNAN (83)	Intégration globale	100%	100%
La Mole	DRAGUIGNAN (83)	Intégration globale	100%	98%
Pizzorno Environnement Industries	DRAGUIGNAN (83)	Intégration globale	100%	100%
Pizzorno Environnement International	DRAGUIGNAN (83)	Intégration globale	100%	100%
Pizzorno Environnement Services	DRAGUIGNAN (83)	Intégration globale	100%	100%
Pizzorno Global Services	DRAGUIGNAN (83)	Intégration globale	100%	100%
Propolys	DRAGUIGNAN (83)	Intégration globale	100%	100%
Samnet	SAINT-AMBROIX (30)	Intégration globale	100%	100%
Selfema	DRAGUIGNAN (83)	Intégration globale	100%	99%
Semop	DRAGUIGNAN (83)	Mise en équivalence	29%	29%
Star-Athanol	LA TRONCHE (38)	Intégration globale	100%	100%
Valeor	DRAGUIGNAN (83)	Intégration globale	100%	100%
Valteo	DRAGUIGNAN (83)	Intégration globale	100%	100%
Verdon Environnement	DRAGUIGNAN (83)	Intégration globale	100%	100%
Zephyre	TOULON (83)	Mise en équivalence	49%	49%
INTERNATIONAL				
GIE AMSE	TUNIS (TUNISIE)	Intégration globale	60%	60%
Segedema	RABAT (MAROC)	Intégration globale	100%	98%
Teodem	RABAT (MAROC)	Intégration globale	100%	99%
Teomara	RABAT (MAROC)	Intégration globale	100%	99%
Teorif	RABAT (MAROC)	Intégration globale	100%	99%
Pizzorno Environnement Tunisie	TUNIS (TUNISIE)	Intégration globale	100%	99%

Source : Rapport financier annuel 2025 de Groupe Pizzorno Environnement

Dans le cadre de l'établissement de ses comptes consolidés, le Groupe applique le référentiel comptable IFRS. Les comptes consolidés annuels des exercices clos inclus dans notre analyse ont fait l'objet de certifications sans réserve par les commissaires aux comptes. En outre, les comptes consolidés semestriels, ont eux, fait l'objet d'une revue limitée.

Le Groupe applique depuis le 1^{er} janvier 2019 les dispositions de la norme IFRS 16 relative aux contrats de location, les impacts de cette norme s'observant notamment au niveau des immobilisations corporelles (droits d'utilisation venant s'ajouter à ces dernières) et de la dette financière au bilan ainsi que des loyers, des dotations aux amortissements et de la charge d'intérêt au compte de résultat.

Les travaux d'évaluation que nous avons réalisés et qui sont présentés dans ce rapport sont basés sur des états financiers historiques communiqués intégrant les effets de la norme IFRS 16 que nous avons retraités afin de s'appuyer sur des agrégats financiers n'intégrant pas les effets de cette norme pour les besoins de nos travaux d'évaluation.

1.2.6.1 - Performance financière historique

Le Groupe clôture ses comptes annuels au 31 décembre. Le compte de résultat synthétique des trois derniers exercices est présenté dans le tableau ci-dessous :

Groupe Pizzorno Environnement - Compte de résultat			
En m€	FY23	FY24	FY25
Chiffre d'affaires total	264,6	273,0	274,5
<i>Croissance (%)</i>	16,6%	3,2%	0,5%
Autres produits de l'activité	0,2	0,8	2,7
Achats consommés	-16,3	-13,9	-13,5
Variation des stocks d'en-cours et produits finis	-0,1	0,1	0,1
Charges externes	-52,0	-58,5	-52,2
Charges de personnel	-141,8	-148,2	-155,5
Impôts et taxes	-4,4	-3,6	-4,5
Dotations aux amortissements	-28,5	-32,5	-35,5
Dotations nettes aux dépréciations et provisions	-5,7	3,8	21,3
Autres produits et charges d'exploitation	0,9	-0,2	-10,9
Résultat opérationnel courant	16,9	20,7	26,4
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	6,4%	7,6%	9,6%
Autres produits et charges opérationnels	0,6	0,6	0,1
Résultat opérationnel	17,5	21,4	26,5
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	6,6%	7,8%	9,7%
Résultat financier	2,2	-0,4	1,7
Résultat des Mises en Equivalences	0,0	0,0	0,0
Résultat des activités destinées à être cédées ou abandonnées	0,0	0,0	0,0
Impôt sur le résultat	-6,0	-6,7	-4,5
Résultat net	13,8	14,2	23,8
<i>dont :</i>			
<i>Part du Groupe</i>	13,6	14,0	23,5
<i>Part des minoritaires</i>	0,1	0,2	0,2

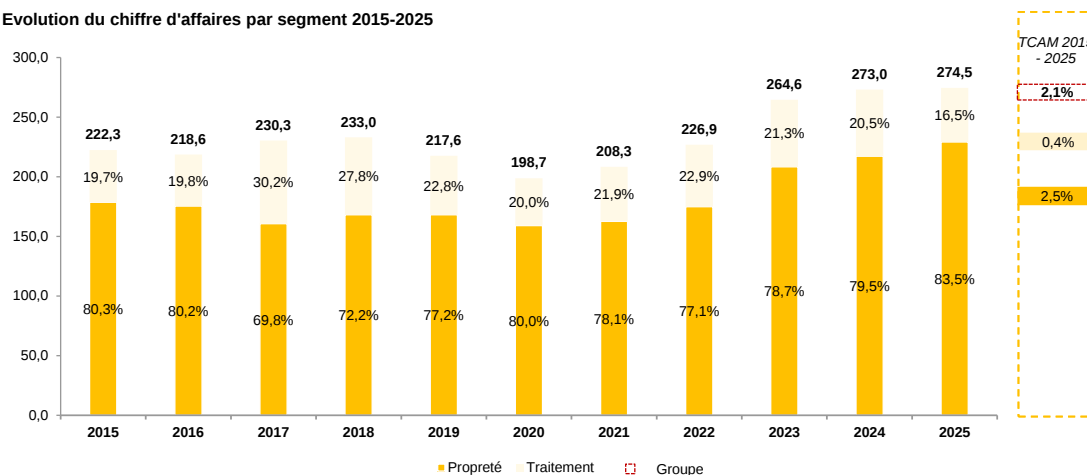
Source : Comptes consolidés semestriels des derniers exercices de Groupe Pizzorno Environnement

Charges en % du chiffre d'affaires			
Chiffre d'affaires	264,6	273,0	274,5
Achats consommés	-6,2%	-5,1%	-4,9%
Charges externes	-19,6%	-21,4%	-19,0%
Charges de personnel	-53,6%	-54,3%	-56,7%
Dotations aux amortissements	-10,8%	-11,9%	-12,9%
Dotations nettes aux dépréciations et provisions	-2,1%	1,4%	7,8%
Autres produits et charges d'exploitation	0,3%	-0,1%	-4,0%
Groupe Pizzorno Environnement - Passage ROC - EBE pré-IFRS 16			
En m€	FY23	FY24	FY25
Résultat opérationnel courant	16,9	20,7	26,4
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	6,4%	7,6%	9,6%
Dotations nettes aux dépréciations et provisions	5,7	-3,8	-21,3
Dotations aux amortissements	28,5	32,5	35,5
Autres produits et charges opérationnels	0,6	0,6	0,1
EBE	51,7	50,1	40,7
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	19,5%	18,3%	14,8%
Réintégration de la charge de loyer	-3,5	-3,4	-3,5
EBE - Pré IFRS 16	48,2	46,7	37,2
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	18,2%	17,1%	13,6%

Chiffre d'affaires – Analyse long terme

L'évolution du chiffre d'affaires par activité sur la période 2015-2025 se présente comme suit :

Evolution du chiffre d'affaires par segment 2015-2025



Entre 2015 et 2025, le chiffre d'affaires du Groupe est passé de 222,3m€ à 274,5m€, correspondant à un taux de croissance annuel moyen (ci-après le « TCAM ») de 2,1% sur la période tel que présenté dans le graphique ci-dessus.

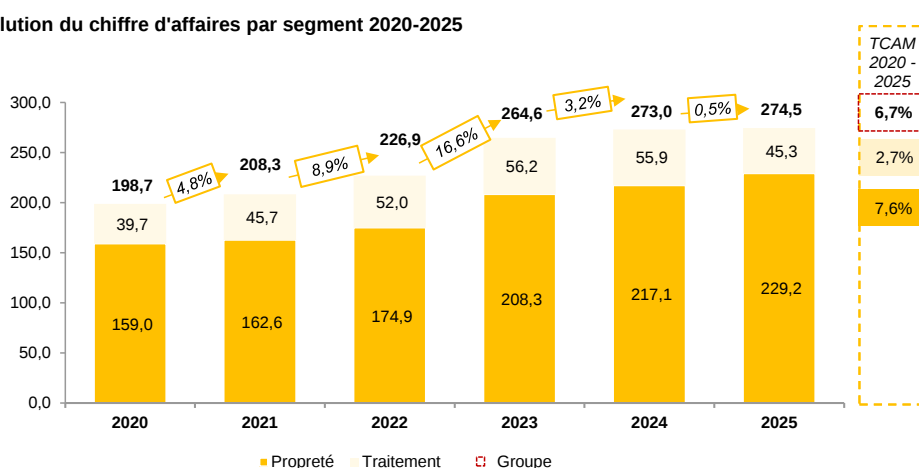
Entre 2015 et 2018, le chiffre d'affaires du Groupe s'affiche en légère croissance passant de 222,3m€ à 233,0m€ soit un TCAM de 1,6%. Cette période est marquée par (i) le renouvellement de nombreux contrats, et (ii) le démarrage de nouveaux contrats tel que le contrat d'exploitation du centre de valorisation matières, énergétique et organique du Broc en 2017. Ces effets à la hausse sont néanmoins partiellement compensés par la diminution progressive du niveau d'activité à l'international, notamment au Maroc (activité aujourd'hui totalement arrêtée en raison des défauts de paiement successifs et cumulés).

Entre 2018 et 2020, le chiffre d'affaires du Groupe connaît une importante baisse passant de 233,0m€ à 198,7m€ soit un TCAM de -7,6%. Cette diminution s'explique notamment par (i) l'arrêt de l'exploitation de l'installation de stockage de déchets non dangereux du Balançan en août 2018, l'arrêt du centre de tri du Broc en mai 2019 et du contrat déficitaire de collecte des déchets ménagers des 10^e et 18^e arrondissements de Paris courant 2019 (ii) deux effondrements sur le site de stockage d'Aboncourt ayant entraîné une très forte réduction des tonnes enfouies et (iii) la baisse de la fréquentation touristique dans les secteurs de Saint-Tropez et de Marrakech du fait de la crise sanitaire de COVID-19.

Chiffre d'affaires – Analyse moyen terme

L'évolution du chiffre d'affaires par activité sur la période 2020-2025 se présente comme suit :

Evolution du chiffre d'affaires par segment 2020-2025



Entre 2020 et 2025, le chiffre d'affaires du Groupe est passé de 198,7m€ à 274,5m€, affichant un TCAM de 6,7%.

Entre 2020 et 2021, le chiffre d'affaires enregistre une progression de 4,8%, passant de 198,7m€ à 208,3m€ porté par la hausse conjointe des segments Propreté (+2,3%, à 162,6m€) et Traitement (+14,9%, à 45,7m€). La croissance observée résulte principalement du démarrage de nouveaux contrats remportés début 2021, des effets d'année pleine de contrats renouvelés en 2020 (notamment Saint-Tropez, Marseille et Var-Estérel-Méditerranée) et dans une moindre mesure l'absence d'impact lié à la crise sanitaire contrairement à 2020. En outre, l'exercice est également marqué par les effets en année pleine de la mise en service du nouveau casier du site de Pierrefeu-du-Var et de la hausse des tonnages réceptionnés en l'absence de confinement.

Entre 2021 et 2022, Groupe Pizzorno Environnement a poursuivi sa trajectoire de croissance et atteint un chiffre d'affaires de 226,9m€, en hausse de 8,9%, porté par une croissance soutenue des activités Propreté (+7,5%, à 174,9m€) et Traitement (+13,9%, à 52,0m€). Cette performance s'explique par l'important taux de renouvellement des contrats sur l'exercice et le développement de l'activité sur de nouveaux territoires, illustrée notamment par l'obtention et le démarrage en novembre 2022 du plus important contrat de collecte de l'histoire du Groupe pour le compte de la Métropole Européenne de Lille (161,0m€ de chiffre d'affaires sur 7 ans). Par ailleurs, cette hausse s'explique également par la reprise totale d'exploitation du site d'Aboncourt, du détournement temporaire de tonnages vers le site de Pierrefeu-du-Var, ainsi que de la hausse des tonnages traités au centre de tri du Muy.

En 2023, le Groupe enregistre une amélioration importante de son chiffre d'affaires atteignant 264,6m€, en progression de 16,6%, soutenu par une hausse de 19,1% de l'activité Propreté, dont le chiffre d'affaires passe de 174,9m€ à 208,3m€, et par la poursuite de la croissance de l'activité Traitement (+8,0%, à 56,2m€). Cette dynamique s'explique principalement par l'impact en année pleine du contrat de la Métropole Européenne de Lille, le développement des activités de Pizzorno Global Services (PEP'S), ainsi que le démarrage de nouveaux contrats de collecte structurants avec la Ville de Marseille et la Métropole Aix-Marseille-Provence (Miramas et Saint-Cannat). L'activité Traitement bénéficie quant à elle de l'ouverture de la déchetterie professionnelle de Sainte-Maxime, de l'augmentation des tonnages et des prix sur le site d'Aboncourt, ainsi que de la hausse d'activité du site de Pierrefeu-du-Var, alimentée par le détournement de tonnages significatifs liés aux travaux de rénovation de l'Unité de Valorisation Énergétique de Nice gérée par VEOLIA, tandis que le centre de tri du Muy enregistre une légère progression des tonnages réceptionnés.

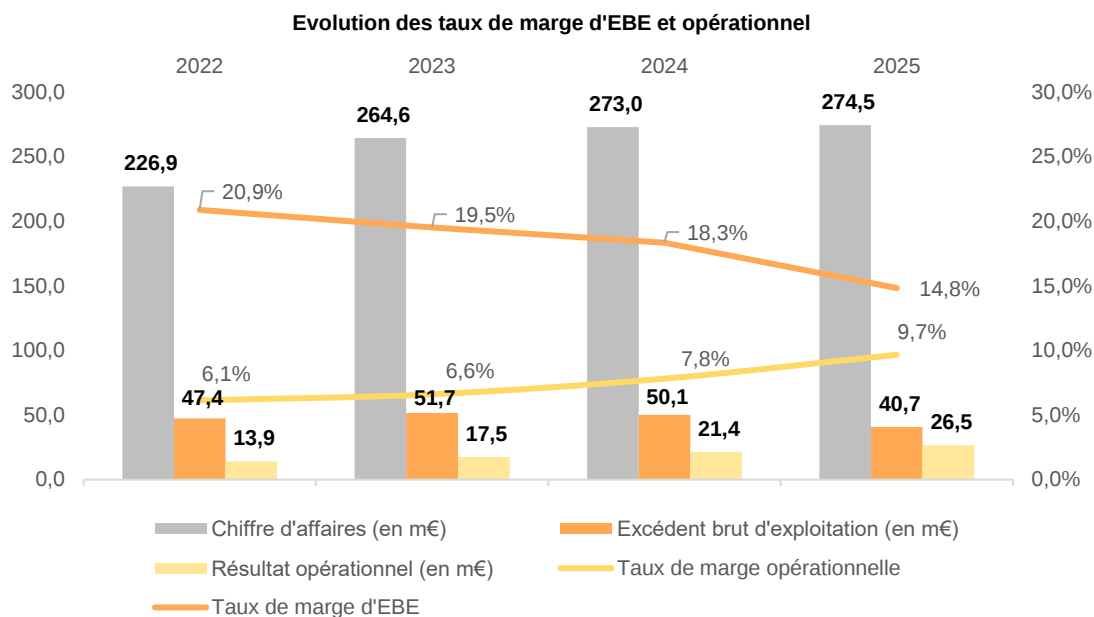
En 2024, le chiffre d'affaires du Groupe s'affiche en légère hausse de 3,2% et atteint 273,0m€, porté par une hausse de l'activité Propreté (+4,2%, à 217,1m€) résultant principalement de revalorisations tarifaires et d'augmentations de prestations, et du gain de nouveaux marchés sur différents territoires (Lac-Verdon notamment). En outre, le chiffre d'affaires de l'activité Traitement s'affiche en léger recul (-0,5%, à 55,9m€), impacté par la réduction des tonnages sur le site d'Aboncourt, dans le cadre de l'arrêt progressif de son activité en fin d'exercice.

En 2025, le chiffre d'affaires du Groupe Pizzorno Environnement s'établit à 274,5m€, en légère hausse de 0,5%, traduisant une quasi-stabilité par rapport à 2024. Cette évolution résulte de dynamiques contrastées entre les activités : la Propreté poursuit sa progression (+5,5%, à 229,2m€), portée par de nouveaux contrats et des revalorisations tarifaires en lien avec la vente de prestations supplémentaires sur contrats existants, tandis que le Traitement recule nettement (-18,9%, à 45,3m€), pénalisé par la baisse des tonnages sur le site de Pierrefeu-du-Var et l'arrêt d'Aboncourt. La bonne performance de la Propreté compense ainsi le repli du Traitement, permettant au Groupe de maintenir un niveau d'activité globalement stable.

Excédent Brut d'Exploitation (assimilé à l'EBITDA) et Résultat Opérationnel

L'excédent brut d'exploitation du Groupe correspond au chiffre d'affaires majoré des autres produits de l'activité, puis minoré des achats consommés, des variations de stocks d'en cours et produits finis, des charges externes, des charges de personnel, des impôts et taxes et des autres produits et charges d'exploitation et opérationnels. Le résultat opérationnel du Groupe correspond à l'excédent brut d'exploitation minoré des dotations aux amortissements et des dotations aux provisions nettes des reprises.

Entre 2022 et 2025, l'excédent brut d'exploitation et le résultat opérationnel du Groupe ont connu des trajectoires contrastées, telles que présentées dans le graphique suivant :



En 2023, l'EBE du Groupe s'établit à 19,5% du chiffre d'affaires, en recul par rapport à l'exercice précédent. Cette évolution s'explique principalement par la hausse des frais de structure du Groupe, partiellement compensée par l'effet année pleine du contrat avec la Métropole Européenne de Lille. La marge opérationnelle progresse néanmoins pour atteindre 6,6% du chiffre d'affaires, bénéficiant notamment d'une diminution des dotations nettes aux provisions, lesquelles représentent 2,1% du chiffre d'affaires contre 4,0% en 2022.

En 2024, l'EBE du Groupe s'affiche en recul en s'établissant à 18,3% du chiffre d'affaires en lien avec la dégradation de la rentabilité du site d'Abancourt consécutive à son arrêt d'activité, partiellement compensée par la bonne performance du segment de la collecte, portée notamment par l'extension du périmètre d'activité à Marseille, les revalorisations tarifaires et l'augmentation des prestations associées aux contrats renouvelés fin 2023 et début 2024. La marge opérationnelle poursuit sa progression pour atteindre 7,8% du chiffre d'affaires, sous l'effet de la baisse des dotations nettes aux provisions, qui représentent +1,4% contre -2,1% du chiffre d'affaires en 2023.

En 2025, l'EBE du Groupe recule significativement pour s'établir à 14,8% du chiffre d'affaires. Cette baisse résulte principalement de l'impact du traitement du solde des créances marocaines, ayant affecté l'exercice à hauteur de 9,1m€. Parallèlement, la marge opérationnelle progresse fortement pour atteindre 9,7% du chiffre d'affaires, soutenue par la reprise de provisions consécutive à la signature d'un protocole d'accord avec le Royaume du Maroc, représentant 22,5m€ (soit 8,2% du chiffre d'affaires). Cet effet favorable est partiellement compensé par la constatation de pertes définitives sur créances pour 10,6m€ (soit 3,9% du chiffre d'affaires) ainsi que par la diminution des tonnages exceptionnels traités sur le site de Pierrefeu-du-Var, historiquement fortement contributeurs à la rentabilité du Groupe.

À l'issue de nos analyses, nous constatons que la Société, ainsi que les autres acteurs comparables du secteur, présentent un EBE dont la définition est équivalente à celle de l'EBITDA. En conséquence, et afin d'assurer une meilleure lisibilité ainsi qu'une homogénéité de présentation avec les agrégats prévisionnels du Groupe, les éléments issus des bases de données utilisées et les agrégats présentés par l'Etablissement Présentateur, il est précisé que la terminologie d'« EBITDA » sera utilisée dans la suite du rapport.

Le résultat financier

Le résultat financier du Groupe s'établit à 2,2m€ en 2023, -0,4m€ en 2024 et 1,7m€ en 2025. Il est principalement composé de produits de trésorerie et d'équivalents de trésorerie, d'intérêts sur emprunts, de produits financiers sur créance avec des sociétés mises en équivalence et de provisions financières notamment relatives aux dépréciations de la créance Zéphire (cf. section 1.2.6.2 du présent rapport).

Le résultat net

Le résultat net, qui s'élève à 13,8m€, 14,2m€ et 23,8m€ respectivement en 2023, 2024 et 2025, découle de l'ensemble des éléments décrits ci-avant, après l'intégration notamment de l'impôt sur le résultat.

1.2.6.2 - Equilibre bilanciel et trésorerie

Le bilan économique des trois derniers exercices est présenté dans le tableau ci-dessous :

Groupe Pizzorno Environnement - Bilan économique			
En m€	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025
Goodwill	10,9	11,0	11,2
Immobilisations incorporelles	0,5	0,4	0,3
Immobilisations corporelles	108,4	123,5	138,7
Titres mis en équivalence	0,0	0,2	0,2
Autres actifs financiers	41,5	50,9	48,6
Actif immobilisé	161,2	186,1	199,0
Actif courant	90,8	90,3	68,3
Passif courant	-87,7	-95,0	-77,8
Besoin en Fonds de Roulement	3,1	-4,8	-9,4
Impôts différés (nets)	-3,9	-5,2	-6,9
Actifs liés à des activités abandonnées	0,3	0,3	0,3
Capitaux Employés	160,7	176,4	183,0
Capital social	21,4	21,4	21,4
Primes liées au capital	0,0	0,0	0,0
Actions propres	-2,2	-2,3	-2,2
Autres réserves	62,1	69,9	59,8
Résultat de l'exercice - part du Groupe	13,6	14,0	23,5
Capitaux Propres - part du Groupe	94,9	103,1	102,6
Intérêts non contrôlés	0,2	0,2	0,2
Capitaux Propres	95,1	103,3	102,8
Engagements envers le personnel	16,3	17,4	18,0
Provision suivi post-exploitation	20,7	21,2	21,5
Autres provisions	17,3	12,2	10,0
Provisions pour risques et charges	54,3	50,8	49,5
Dette financière	103,1	99,7	110,0
Trésorerie et équivalents	-92,7	-78,3	-80,2
Dette financière nette	10,5	21,5	29,8
Passifs liés à des activités abandonnées	0,9	0,9	0,9
Capitaux Investis	160,7	176,4	183,0

Source : Comptes consolidés au 31 décembre 2023, 2024 et 2025

Au 31 décembre 2025, l'actif immobilisé du Groupe s'élève à 199,0m€ et se compose essentiellement d'immobilisations corporelles et d'autres actifs financiers.

Le goodwill du Groupe, qui résulte d'acquisitions historiques, s'élève à 11,2m€ au 31 décembre 2025.

Les immobilisations incorporelles, qui s'élèvent à 0,3m€, se composent essentiellement de concessions, brevets et droits similaires.

Les immobilisations corporelles, qui s'élèvent à 138,7m€, se composent principalement d'autres immobilisations corporelles pour 72,8m€ correspondant au matériel de transport utilisé dans le cadre des contrats de collecte et de terrains et de constructions pour 29,5m€ relatifs au site de Pierrefeu-du-Var et au centre de tri du Muy.

Les titres mis en équivalence pour 0,2m€ correspondent aux titres des sociétés Zéphire, Draguigaz, Semop et Draceval Construction, ces deux dernières ayant été constituées dans le cadre du contrat de DSP remporté avec Paprec Energie relatif à la construction et l'exploitation du Pôle de Transition Environnemental de Dracénie Provence Verdon. En outre, ce projet a fait l'objet le 31 mars 2025 d'une lettre de résiliation en lien avec la non-obtention d'importantes subventions. Les sociétés Semop et Draceval Construction ont donc une valeur non significative.

Les autres actifs financiers sont constitués essentiellement de (i) titres immobilisés pour 26,7m€ relatifs à des comptes à terme « Range Accrual » correspondant à des produits financiers structurés permettant de profiter de la stabilité des taux (coupon perçu dans le cas où le taux évolue dans une fourchette définie), de (ii) l'avance faite à la société Zéphire pour le financement de l'UVE de Toulon pour 17,6m€ (32,2m€ déprécié à hauteur de 14,6m€), dans une moindre mesure de (iii) titres de participations (pour 0,5m€) relatifs à des obligations (Casino, Rallye et SGIS TV18) et à la SCI du Balançan, société détentrice des terrains du site du Cannet des Maures et de (iv) dépôts et cautionnements pour 1,9m€ principalement liés à des parts sociales bancaires (1,1m€) et des cautions relatives à des locations immobilières (0,8m€).

Le besoin en fonds de roulement (BFR) est analysé ci-après.

Les capitaux employés incluent également les impôts différés nets pour -6,9m€ ainsi que les actifs liés aux activités abandonnées en Tunisie depuis 2014, pour 0,3m€.

Les capitaux propres (part du Groupe) s'élèvent à 102,6m€ au 31 décembre 2025, contre 94,9m€ au 31 décembre 2023. L'augmentation observée s'explique par les résultats positifs générés sur la période, compensée en partie par des distributions de dividendes au titre des exercices 2022, 2023 et 2024.

Les provisions pour risques et charges, qui s'élèvent à 49,5m€, se composent (i) d'engagements envers le personnel pour 18,0m€, (ii) des provisions pour suivi post-exploitation pour 21,5m€ correspondant aux obligations légales et réglementaires de suivi des sites de traitement pour une durée minimale de 25 ans après leur arrêt définitif en vue de couvrir les coûts futurs afférents (iii) d'autres provisions pour 10,0m€ composées principalement de provisions pour remise en état des sites (6,9m€) et d'autres provisions pour risques (2,0m€).

La dette financière nette comptable du Groupe s'élève à 29,8m€ au 31 décembre 2025 et se compose essentiellement :

- d'emprunts bancaires auprès d'établissements de crédit pour 96,1m€ ;
- de dettes locatives, relatives à la norme IFRS 16, pour 12,8m€ ;
- de disponibilités pour 22,8m€ ;
- de valeurs mobilières de placement pour 57,4m€ correspondant essentiellement à des comptes à termes.

Enfin, les capitaux investis sont également constitués de passifs liés à des activités abandonnées en Tunisie pour 0,9m€

Besoin en fonds de roulement

Le besoin en fonds de roulement (ci-après « BFR ») des trois derniers exercices, tel que ressortant des comptes consolidés annuels dans un premier temps puis ajusté par nos soins dans un second temps, est présenté dans le tableau ci-dessous :

Groupe Pizzorno Environnement - Besoin en Fonds de Roulement			
En m€	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025
Stocks et en-cours	2,1	2,2	2,1
en jours de CA	3 jours	3 jours	3 jours
Créances clients	67,8	62,3	45,6
en jours de CA	94 jours	83 jours	61 jours
Avances et acomptes versés	0,5	0,4	0,2
en jours de CA	1 jours	1 jours	0 jours
Créances fiscales et sociales	11,0	13,9	15,1
en jours de CA	15 jours	19 jours	20 jours
Charges constatées d'avance	0,8	0,9	1,0
en jours de CA	1 jours	1 jours	1 jours
Autres créances	8,6	10,5	4,2
en jours de CA	12 jours	14 jours	6 jours
Actif courant	90,8	90,3	68,3
en jours de CA	125 jours	121 jours	91 jours
Dettes fournisseurs	-29,7	-34,9	-23,1
en jours de CA	-41 jours	-47 jours	-31 jours
Avances et acomptes reçus	-1,0	-1,0	-0,6
en jours de CA	-1 jours	-1 jours	-1 jours
Dettes sociales et fiscales	-54,4	-56,1	-51,5
en jours de CA	-75 jours	-75 jours	-69 jours
Autres dettes	-2,3	-2,8	-2,4
en jours de CA	-3 jours	-4 jours	-3 jours
Produits constatés d'avance	-0,2	-0,1	-0,2
en jours de CA	0 jours	0 jours	0 jours
Passif courant	-87,7	-95,0	-77,8
en jours de CA	-121 jours	-127 jours	-103 jours
BFR	3,1	-4,8	-9,4
Chiffre d'affaires	264,6	273,0	274,5
BFR en jours de CA	4 jours	-6 jours	-13 jours
BFR en % de CA	1,2%	-1,7%	-3,4%
Créances Maroc	-11,0	-10,4	0,0
Comptes courants Groupe	0,0	-0,7	-2,0
Créances sur cessions d'actifs	-5,7	-7,5	0,0
Dettes sur immobilisations	14,7	11,4	4,6
Tunisie - Dettes succursale et emprunt à payer			0,2
BFR ajusté	1,1	-11,9	-6,7
Chiffre d'affaires	264,6	273,0	274,5
BFR en jours de CA	1 jours	-16 jours	-9 jours
BFR en % de CA	0,4%	-4,4%	-2,4%

Source : Comptes consolidés au 31 décembre 2023, 2024 et 2025 de GPE

Le BFR du Groupe se compose principalement des créances clients, des créances fiscales et sociales, des dettes fiscales et sociales et des dettes fournisseurs, et dans une moindre mesure d'autres créances et dettes.

Le Groupe dégage un BFR non retraité positif au 31 décembre 2023 puis négatif au 31 décembre 2024 et 2025.

Entre fin décembre 2023 et 2025, le BFR est en diminution, passant de 4 jours de chiffre d'affaires (1,2% du CA) à fin 2023 à -13 jours de chiffre d'affaires (-3,4%) au 31 décembre 2025. La baisse du BFR sur la période s'explique par une baisse du niveau de créances clients, passant de 94 jours de chiffre d'affaires à 61 jours, relative à (i) d'importants efforts de recouvrement, (ii) la dépréciation progressive des créances clients au Maroc puis leur encaissement au 31 décembre 2025 (iii) au contrat de collecte avec la Métropole de Lille (débuté fin 2022) dont les créances sont payées en 45 à 50 jours et (iv) le règlement anticipé en 2024 des encours clients sur le périmètre de Marseille, historiquement marqué par des délais de paiement plus longs. Néanmoins, cette amélioration du BFR est partiellement compensée par une baisse des dettes fournisseurs, passant de 41 jours à 31 jours de chiffre d'affaires sur la période.

Par ailleurs, dans le cadre de notre analyse multicritère de la valeur par action de la Société, nous avons retraité le BFR des éléments à caractère de dette et de trésorerie suivants :

- des apports en comptes courants pour 2,0m€ relatifs aux investissements réalisés pour le Pôle de Transition Environnementale de Dracénie Provence Verdon, ayant vocation à être récupérés suite à l'abandon du projet ;
- des dettes sur immobilisations pour 4,6m€ ;
- des dettes de succursales en Tunisie à payer pour 0,2m€.

En outre, afin d'obtenir une vision normalisée du BFR ce dernier a également été retraité des créances marocaines et des créances sur cession d'actifs sur la période observée.

A la suite de notre analyse et de nos échanges avec la direction financière de la Société, le niveau de BFR observé en fin d'exercice 2025, lequel s'établit à -9 jours de chiffres d'affaires, soit -2,4% du chiffre d'affaires, présente un caractère normatif.

1.3 - Contexte et opération envisagée

Les éléments de présentation de l'Offre sont détaillés dans le Projet de Note d'Information déposé par Paprec Group en date du 17 juin 2026.

1.3.1 - Contexte et motifs de l'opération

À la suite d'un processus compétitif de recherche d'investisseurs avec la Famille Pizzorno-Devalle conduit par BNP Paribas, la Société a conclu en 2021 un partenariat avec Paprec Holding, holding de tête du groupe Paprec, ayant conduit à l'acquisition par cette dernière d'une participation de 20% du capital de la Société et à la conclusion d'un pacte d'actionnaires constitutif d'une action de concert, ayant pris effet le 12 novembre 2021.

Au titre de ce pacte, Paprec Holding avait notamment consenti à la Famille Pizzorno-Devalle deux promesses d'achat, obligeant Paprec, en cas d'exercice de ces promesses à (i) acquérir des actions GPE au titre de la promesse d'achat n°1 (la « Promesse n°1 ») portant la détention de Paprec à au moins 50,01% du capital et des droits de vote de la Société, puis (ii) à acquérir au titre de la promesse d'achat n°2 (la « Promesse n°2 ») le reliquat des actions de la Société détenues par la Famille Pizzorno-Devalle.

Le 19 janvier 2026, la Famille Pizzorno-Devalle a annoncé, par voie de communiqué de presse, son intention d'exercer la Promesse n°1 portant sur 1.225.617 actions Groupe Pizzorno Environnement, soit 30,64% du capital, au prix de 62,50 € par action (prix qui résulte de l'application de la formule prévue dans le pacte d'actionnaires), laquelle entrainerait également l'entrée en vigueur d'un nouveau pacte d'actionnaires concertant et le dépôt d'une offre publique à titre obligatoire au même prix. Les principaux termes du nouveau pacte sont présentés dans la section « Analyse des éventuels opérations et accords connexes à l'Offre ».

Suite à l'exercice de la Promesse n°1 le 9 février 2026 et à l'obtention de l'autorisation de l'Autorité de la Concurrence intervenue le 4 juin 2026, Paprec Group a acquis les actions concernées le 9 juin 2026, portant ainsi la participation de Paprec à 50,64% du capital et 50,02% des droits de votes et celle des Membres du Concert (Paprec et le Groupe Familial) à 75,22% du capital et 82,43% des droits de vote de la Société.

L'Offre s'inscrit ainsi dans le cadre de l'obligation de Paprec Group, détenant seul plus de 50% du capital, de déposer une offre publique d'achat, conformément aux articles 234-2 et suivants du règlement général de l'AMF, à la suite du franchissement du seuil de 30% du capital et des droits de vote de la Société résultant de la réalisation de cette acquisition. L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

L'Initiateur n'a pas l'intention de demander à l'AMF la mise en œuvre d'un retrait obligatoire à l'issue de l'Offre.

L'Offre s'inscrit dans le cadre d'un projet de poursuite des activités et du développement de la Société. A ce titre, l'Initiateur (en accord avec les Membres du Concert) a l'intention de poursuivre les principales orientations industrielles, stratégiques, financières et commerciales mises en œuvre par la Société, avec la Famille Pizzorno-Devalle pleinement engagée à ses côtés, conformément au nouveau pacte.

A cet égard, ce dernier intègre notamment l'engagement de Paprec (i) à ne pas transférer l'activité de la Société vers l'Initiateur ou ses affiliés, sans l'accord préalable de la Famille Pizzorno-Devalle, (ii) à utiliser la Société comme plateforme de développement de Paprec dans la zone d'activité historique du Groupe et (iii) à permettre à la Société et à ses filiales de candidater aux marchés actuellement détenus par la Société et ses filiales lors de leur renouvellement.

Enfin, l'Initiateur n'a pas l'intention de fusionner la Société avec une autre société et n'anticipe pas que l'Offre génère des synergies ou des gains économiques.

1.3.2 - Termes de l'Offre

À la date du Projet de Note d'Information, le Concert détient 3.008.912 actions représentant 75,22% du capital de la Société et 4.656.289 droits de vote représentant 82,43% des droits de vote¹ de la Société (y compris les actions auto-détenues).

Le capital social et les droits de vote de la Société sont répartis comme suit à la date du Projet de Note d'Information :

Groupe Pizzorno Environnement - Détail des actions en circulation				
Actionnaires	Total des actions	% du capital social	Nombre de droits de vote	% droits de vote
<i>Groupe familial</i>	847 378	21,18%	1 694 756	30,00%
<i>Paprec Holding*</i>	2 161 534	54,04%	2 961 533	52,43%
Concert	3 008 912	75,22%	4 656 289	82,43%
Public dont Group GMB Invest	991 088	24,78%	992 729	17,57%
Total des actions	4 000 000	100,00%	5 649 018	100,00%

**y compris l'action prêtée par Paprec Holding à M. Mathieu Petithuguenin et autodétention*

Source : Projet de Note d'Information

L'Offre porte sur la totalité des actions existantes à ce jour et non détenues par les Membres du Concert, soit un nombre maximum de 991.088 actions représentant 24,78% du capital de la Société au prix de 62,50€ (ci-après le « Prix d'Offre »), représentant un montant total de 61,9m€.

À notre connaissance, il n'existe à la date du Projet de Note d'Information aucun autre titre de capital, ni aucun instrument financier ou droit susceptible de donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société.

¹ Déterminé sur la base d'un nombre total de 4.000.000 d'actions représentant 6.874.635 droits de vote théoriques réduits à 5.649.018 droits de vote, après prise en compte de la caducité des 1.225.617 droits de vote double résultant de la cession des actions par la Famille Pizzorno-Devalle.

2 - Présentation de l'expert indépendant

2.1 - Présentation du cabinet Crowe HAF, membre du réseau Crowe Global

2.1.1 - Présentation générale

Le réseau Crowe Global est l'un des principaux réseaux internationaux de cabinets d'audit et d'expertise comptable. A l'échelon mondial, il est situé au 10ème rang avec 46.000 associés et collaborateurs dans plus de 150 pays au travers de plus de 800 bureaux. Il est constitué de cabinets indépendants de premier plan dans leurs pays respectifs.

Crowe France est un réseau de cabinets d'audit, d'expertise comptable et de conseil qui sont membres du réseau Crowe Global. Crowe France est classé parmi les dix premiers acteurs de l'audit et l'expertise comptable en France et participe activement aux différentes instances qui réglementent notre profession. Cette organisation en réseau permet l'exercice de missions communes et apporte un soutien sur un plan technique avec de nombreux collaborateurs spécialisés dans des domaines particuliers.

Crowe HAF a été à l'initiative de la fondation de Crowe France en 2007. Crowe HAF dispose de 4 lignes de services principales que sont l'audit financier et de durabilité, l'évaluation, les transaction services et la performance financière.

Crowe HAF est aussi un acteur engagé en matière de Responsabilité Sociétale des Entreprises, notamment au travers de sa filiale spécialisée, Crowe Praxiam (cabinet spécialisé dans le contrôle et le conseil à destination des éco-organismes).

2.1.2 - Présentation de l'activité « évaluation et expertises indépendantes »

Pour tenir compte de la complexité croissante de certaines opérations, Crowe HAF a mis en place des services spécialisés lui permettant d'intervenir dans certains domaines spécifiques comme celui des évaluations d'entreprises, d'options et des expertises indépendantes. Les équipes ont une pratique étendue de l'ensemble des techniques financières et proposent aux entreprises une approche sur mesure. Elles ont développé de nombreuses techniques et modèles d'évaluation qui permettent de répondre à la diversité et à la complexité des situations.

L'accès à des bases de données externes leur permet aussi d'être au cœur des processus de transactions et des valeurs de marché.

Olivier Grivillers, associé responsable de cette activité dispose de plus de 25 ans d'expérience et a une forte pratique des missions d'expertise indépendante. Il dirige le département « évaluation et expertises indépendantes » de Crowe HAF depuis 2009.

Olivier Grivillers est notamment l'auteur du chapitre « Analyse quantitative et qualitative des méthodes d'évaluation employées par les évaluateurs et experts indépendants dans le cadre d'Offres publiques » dans l'ouvrage « ingénierie financière, fiscale et juridique », publié chez DALLOZ en octobre 2024.

Olivier Grivillers est associé de Crowe HAF, expert-comptable, commissaire aux comptes, expert de justice en finance près de la Cour d'Appel de Versailles et diplômé de l'ESCP. Olivier Grivillers a dirigé le département évaluation de Constantin Associés avant de rejoindre Deloitte Finance puis Crowe HAF. Il est membre de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI) et administrateur de la Compagnie des Conseils et Experts Financiers (CCEF).

Il est par ailleurs co-auteur de plusieurs ouvrages liés à l'évaluation d'entreprises et assure de nombreuses formations sur le thème de l'évaluation (CCEF, réseau Crowe Global...) tout en ayant des fonctions auprès de la plupart des institutions professionnelles qui traitent de l'évaluation d'entreprise (CNCC, CCEF, Ordre des experts comptables...).

Maxime Hazim, Associé au sein du département Evaluation et expertises indépendantes, a complété ces travaux par une étude portant sur 300 offres publiques opérées entre 2006 et 2016 et incluant une analyse de la jurisprudence en vigueur dans le cadre d'offres publiques et d'expertises indépendantes.

Maxime Hazim a rejoint Crowe HAF après une première expérience de quatre ans chez EY. Il est Expert-comptable, Commissaire aux comptes et détenteur de la charte CFA (Chartered Financial Analyst®). Il assure des formations sur le thème de l'évaluation et anime des cours au sein du Master Evaluation et Transmission d'Entreprise à l'Université Lumière Lyon 2.

Maxime Hazim est, par ailleurs, membre du Comité directeur et Trésorier de l'APEI et membre de la SFEV (Société Française des Evaluateurs) tout en participant aux groupes de travail de ces associations.

Olivier Grivillers et Maxime Hazim ont été assistés dans le cadre de cette mission par des collaborateurs expérimentés en évaluation financière du cabinet Crowe HAF :

- Yassine Chennaoui, Senior Manager, diplômé de l'Université Lumière Lyon 2 (Master Evaluation et Transmission d'Entreprises) disposant de 7 ans d'expérience (dont l'essentiel passé sur des missions d'évaluation) au sein du cabinet Crowe HAF ;
- Arnaud Delacour, Analyste senior, diplômé du Msc Corporate Finance de Kedge Business School. Il a rejoint Crowe HAF en août 2023 où il effectue des missions d'évaluation financière.

La revue indépendante a été réalisée par Marc de Prémare, directeur général du cabinet Crowe HAF, diplômé d'Harvard Business School et disposant de plus de 30 ans d'expérience en audit et dans le conseil en « transaction services », d'abord chez Constantin Associés puis chez Crowe HAF. Il est par ailleurs membre de l'APEI.

2.2 - Liste des missions d'expertise indépendante réalisées par le cabinet Crowe HAF au cours des 24 derniers mois

Douze missions d'expertise indépendante au sens du Titre VI Livre II du règlement général de l'Autorité des marchés financiers ont été réalisées par le cabinet Crowe HAF au cours des 24 derniers mois.

Le cabinet Crowe HAF a réalisé :

- la mission d'expertise indépendante relative à l'offre publique d'achat simplifiée visant les actions de la société Poulailon SA initiée par la société Eugénie SAS (mai 2026, Etablissement présentateur : All Invest Securities) ;
- la mission d'expertise indépendante relative à l'offre publique d'achat simplifiée visant les actions de la société Vinpai initiée par la société Camlin Fine Sciences Limited (avril 2026, Etablissement présentateur : All Invest Securities) ;
- la mission d'expertise indépendante relative à l'offre publique de rachat d'actions visant les actions de la société UV GERMI (décembre 2025, Etablissement présentateur : Portzamparc) ;
- la mission d'expertise indépendante relative à l'offre publique d'achat simplifiée visant les actions de la société Tayninh S.A. initiée par la société Quatre-Vingt-Dix (décembre 2025, Etablissements présentateurs : Alantra et SwissLife) ;

- la mission d'expertise indépendante relative à l'offre publique d'achat simplifiée visant les actions de la société Cogelec S.A. initiée par la société Legrand France S.A. (octobre 2025, Etablissement présentateur : Société Générale) ;
- la mission d'expertise indépendante relative à l'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire visant les actions de la société ETPO initiée par la société Spie Batignolles (juin 2025, Etablissement présentateur : Oddo BHF) ;
- la mission d'expertise indépendante relative à l'offre publique d'achat simplifiée visant les actions de la société Augros Cosmetic Packaging initiée par la société PBRM Industries (novembre 2024, Etablissements présentateurs : Portzamparc) ;
- la mission d'expertise indépendante relative à l'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire visant les actions de la société Orapi SA initiée par Groupe Paredes Orapi (octobre 2024, Etablissements présentateurs : Portzamparc et CIC) ;
- la mission d'expertise indépendante relative à l'offre publique d'achat simplifiée visant les actions de la société SQLI par la société Synsion BidCo (octobre 2024, Etablissement présentateur : Banque Degroof Petercam) ;
- la mission d'expertise indépendante relative à l'offre publique d'achat simplifiée suivie d'un retrait obligatoire visant les actions de la société Galimmo SCA initiée par la société Carmila SA (septembre 2024, Etablissement présentateur : Mediobanca) ;
- la mission d'expertise indépendante relative à l'offre publique d'achat simplifiée visant les actions de la société Osmozis SA initiée par la société Passman Corp (Juin 2024, Etablissement présentateur : CIC) ;
- la mission d'expertise indépendante relative à l'offre publique de rachat d'actions visant les actions de la société Voyageurs du Monde (Juin 2024, Etablissement présentateur : Portzamparc).

2.3 - Déclaration d'indépendance

Olivier Grivillers, Maxime Hazim et le cabinet Crowe HAF n'ont pas de conflit d'intérêts et sont indépendants des sociétés concernées par l'Offre, au sens de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF et de l'instruction AMF n°2006-08.

Olivier Grivillers, Maxime Hazim et le cabinet Crowe HAF :

- n'entretiennent pas de lien juridique ou en capital avec les personnes concernées par l'opération ou avec leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance ;
- n'ont pas conseillé la société concernée par l'opération ou toute personne que cette société contrôle, au sens de l'article L 233-3 du Code de commerce, au cours des dix-huit derniers mois ;
- n'ont procédé à aucune évaluation du Groupe au cours des dix-huit derniers mois ;
- ne détiennent aucun intérêt dans la réussite de l'Offre, une créance ou une dette sur l'une des quelconques personnes concernées par l'opération ou sur l'une des quelconques personnes contrôlées par les personnes concernées par l'opération ;
- ne sont pas intervenus d'une manière répétée avec l'Etablissement Présentateur.

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

Le cabinet Crowe HAF est membre de l'association professionnelle des experts indépendants (APEI), reconnue par l'AMF en application des articles 263-1 et suivants de son règlement général. Olivier Grivillers a été Vice-Président de cette association de 2014 à 2020. Maxime Hazim est par ailleurs membre du Comité directeur et Trésorier de l'APEI.

2.5 - Rémunération

Le montant des honoraires perçus par Crowe HAF au titre de la présente mission s'élève à 72.000€, hors taxes et hors frais.

2.6 - Moyens mis en œuvre dans le cadre de l'expertise indépendante

Le nombre d'heures passées par l'équipe sur cette mission d'expertise indépendante s'élève à environ 300 heures.

2.6.1 - Programme de travail

I Prise de connaissance et analyse du contexte

- réunions préparatoires et entretiens avec les interlocuteurs concernés (management du Groupe et Comité Ad hoc) ;
- analyse de l'opération proposée et du contexte dans lequel elle se situe ;
- prise de connaissance générale.

II Préparation de l'évaluation

Analyse du contexte

- analyse de l'environnement et du secteur d'activité dans lequel le Groupe opère ;
- revue des délibérations des organes dirigeants.

Analyse des données historiques

- analyse des règles et méthodes comptables appliquées et du référentiel suivi ;
- analyse détaillée des états financiers annuels historiques consolidés au 31 décembre 2022, 2023, 2024 et 2025 ;
- analyse du cours de bourse de la Société ;
- analyse de la note de l'analyste (TP ICAP) suivant la valeur de la Société ;
- retraitements des comptes du bilan et du compte de résultat en vue de préparer l'évaluation.

Analyse des éléments prévisionnels

- discussion avec la direction du Groupe et le Comité Ad hoc ;
- analyse de l'atterrissage 2026 et du plan d'affaires prévisionnel du Groupe ;
- revue des projections d'activité et de rentabilité ;
- contrôle des données prévisionnelles (examen de cohérence).

Analyse et choix des méthodes d'évaluation à retenir

- présentation des méthodes à retenir et des méthodes écartées.

III Eléments d'appréciation du prix offert

Description des méthodes retenues et écartées :

Référence aux transactions récentes sur le capital de la société (méthode retenue à titre principal)

- analyse de l'acquisition de 1.225.617 actions de la Société par Paprec auprès du Groupe Familial au titre de l'exercice de la Promesse n°1.

Méthode des flux de trésorerie actualisés (méthode retenue à titre principal)

- construction des flux ;
- détermination d'un taux d'actualisation pour le plan d'affaires ;
- évaluation de l'action GPE ;
- analyse de la sensibilité de la méthode à une variation du taux d'actualisation et du taux de croissance à l'infini.

Référence au cours de bourse (méthode retenue à titre principal)

- analyse de la pertinence du critère du cours de bourse (liquidité du titre) ;
- calcul des différentes moyennes du cours de bourse.

Méthode des comparables boursiers (méthode retenue à titre secondaire)

- sélection d'un échantillon de sociétés comparables au Groupe ;
- analyse des principaux agrégats financiers des comparables et retraitement de ces agrégats (dette financière nette et EBITDA) par soucis de comparabilité avec le Groupe ;
- extériorisation des multiples de ces comparables sur la base des derniers cours de bourse ;
- évaluation du Groupe par analogie en fonction des multiples obtenus.

Référence à l'actif net comptable (référence écartée)

Méthode de l'actif net réévalué (méthode écartée)

Méthode des transactions comparables (méthode écartée)

Référence aux objectifs de cours des analystes (référence écartée)

- analyse de la note de l'analyste suivant la valeur de la Société.

Méthode d'actualisation des dividendes futurs (méthode écartée)

IV Synthèse sur l'appréciation du prix proposé

- mise en regard des différentes méthodes pour vérifier la cohérence des résultats et détermination d'une fourchette de valeur pour les actions de la Société ;
- appréciation du Prix d'Offre.

V Analyse critique des travaux d'évaluation réalisés par l'Etablissement Présentateur

VI Analyse des éventuels éléments connexes à l'Offre

VII Réunions et entretiens avec le Management sur l'avancée des travaux de l'expert

VIII Analyse des observations écrites des actionnaires

- analyse des courriers reçus le 13 mai 2026 ainsi que le 21 et 22 juillet 2026 du cabinet Visconti Associés agissant pour le compte de GMB Invest.

IX Rédaction du rapport d'expertise indépendante

X Rédaction et obtention d'une lettre d'affirmation de la Société objet de l'Offre

XI Revue indépendante

XII Présentation des conclusions au Comité ad-hoc et au Conseil d'Administration de la Société

2.6.2 - Calendrier de l'étude

Le Conseil d'Administration du Groupe a désigné Crowe HAF, représenté par Olivier Grivillers et Maxime Hazim, en qualité d'expert indépendant, le 6 février 2026.

Notre mission s'est déroulée du 6 février 2026 au 28 juillet 2026. Les principaux points d'étape ont été les suivants :

- Du 6 février au 31 mars 2026 : Prise de connaissance et analyse du contexte. Echanges avec le Groupe et début des travaux d'évaluation.
 - o Premier échange avec le Comité ad-hoc,
 - o Préparation de l'évaluation : analyse des données historiques et prévisionnelles,
 - o Echanges avec le management du Groupe notamment sur les états financiers et les données prévisionnelles,
 - o Analyse des transactions récentes sur le capital de la Société et des éléments contractuels connexes à l'Offre,
 - o Recherche et analyse de comparables boursiers et transactions comparables,
 - o Mise en œuvre de la méthode des flux de trésorerie disponibles actualisés,
 - o Réunion de travail avec la direction de la Société et le Comité ad-hoc puis visite du centre de tri du Muy et de l'agence de collecte de Fréjus le 17 mars 2026.
- Du 1^{er} avril au 27 mai 2026 : Reprise et poursuite des travaux d'évaluation.
 - o Analyse des états financiers consolidés 2025,
 - o Analyse des modifications apportées au plan d'affaires,
 - o Mise à jour des travaux d'évaluation,
 - o Analyse de la liquidité et du cours de bourse et analyse de la note d'analyste.
- Du 28 mai au 28 juillet 2026 :
 - o Analyse critique des travaux d'évaluation réalisés par l'Etablissement Présentateur,
 - o Echanges avec l'Etablissement Présentateur,
 - o Présentation des travaux et échanges avec le management du Groupe,
 - o Rédaction du rapport et revue indépendante,
 - o Echange avec le Comité ad-hoc,
 - o Présentation du rapport au Comité ad-hoc et Conseil d'Administration.

2.6.3 - Liste des personnes rencontrées

Nos principaux interlocuteurs ont été les suivants :

Groupe Pizzorno Environnement (Société objet de l'Offre)

- Mme Maria Chatti-Gautier, *Administratrice indépendante et présidente du comité ad-hoc*
- M. Reynald Gorini, *Administrateur indépendant et membre du comité ad-hoc*
- M. Frédéric Devalle, *Directeur Général et administrateur, membre du comité ad-hoc*
- Mme Maria Pilar de Via Carrozza, *Directrice Financière*
- M. Jean-Charles Devalle, *Directeur Affaires Générales*

Hogan Lovells Cadwalader (Paris) LLP (Conseil juridique de la Société)

- M. Arnaud Deparday, *Avocat à la cour*
- M. Stéphane Hutten, *Avocat à la cour*

Natixis (Etablissement Présentateur)

- M. Stanislas Jannet, *Managing Director - Strategic Equity capital markets*
- Mme Françoise Negroni, *Managing Director - Head of Legal Engineering & Execution*
- M. Christophe Ricetti, *Head of Solutions - Strategic Equity capital markets*
- Mme Lilia Seddiki, *Associate*
- M. Youssef Kabbaj, *Associate*

2.6.4 - Informations utilisées

Les informations utilisées dans le cadre de notre mission ont été de plusieurs ordres :

- l'étude relative au marché des déchets réalisée par Xerfi (publiée en janvier 2025),
- les informations publiques sur le Groupe, notamment sur son site internet (présentation du Groupe et de son activité, communiqués de presse, etc...),
- les rapports financiers annuels du Groupe intégrant les états financiers historiques au 31 décembre 2022, 2023, 2024 et 2025,
- les rapports des commissaires aux comptes au titre des exercices clos au 31 décembre 2022, 2023, 2024 et 2025,
- les informations fournies par la Société relatives aux éléments prévisionnels, notamment l'atterrissage 2026, ainsi que le plan d'affaires 2027-2029 (2030 pour le site de traitement de DIB et de DASRI, 2034 pour le site de de Pierrefeu, 2032 pour l'unité relative au frais de structure) du Groupe établis par le Management,
- l'information relative au nombre d'actions composant le capital social de la Société et aux droits de vote à la date du Projet de Note d'Information,
- les informations de marché diffusées par les bases de données financières S&P Capital IQ et Euronext : cours boursiers historiques de la Société et des sociétés comparables, consensus de marché relatifs aux données prévisionnelles des sociétés comparables pour la mise en œuvre de la méthode des comparables boursiers,
- la note de l'analyste (TP ICAP) suivant la valeur de la Société,
- les informations mises à disposition sur leur site internet par les sociétés intervenant dans le secteur d'activité du Groupe,
- la documentation juridique relative au pacte d'actionnaires et à l'acquisition des titres de la Société détenus par le Groupe Familial par Paprec Holding en août 2021,
- le projet du nouveau pacte d'actionnaires établi à la suite de l'exercice de la Promesse n°1,
- le détail des acquisitions d'actions effectuées au titre du programme de rachat d'actions mis en place par le Groupe,
- le Projet de Note d'Information relatif à la présente Offre,
- le rapport d'évaluation de Natixis (établissement présentateur de la présente Offre) intégrant les éléments d'appréciation du Prix d'Offre,
- le courrier du cabinet Julien Visconti Avocat SELARLU, conseil juridique de la société GMB Invest, en date du 13 mai 2026 adressé à l'AMF, l'expert indépendant ainsi que les membres du comité ad hoc de la Société, ainsi que les courriers adressés à l'expert indépendant et l'AMF en date du 21 et 22 juillet 2026.

2.6.5 - Diligences effectuées par la personne en charge de la revue indépendante

La revue indépendante a été réalisée par Marc de Prémare, Managing Partner de Crowe HAF en charge du département audit du cabinet Crowe HAF qui a par ailleurs déjà réalisé des contrôles qualité en tant que contrôleur délégué pour le compte du Haut Conseil du Commissariat et de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes.

La personne en charge des travaux de revue qualité a plus de 30 ans d'expérience en audit de sociétés cotées et non cotées et dispose de plusieurs années d'expérience sur des missions de « transactions services ». Grâce à ses connaissances en évaluation, il a participé à un grand nombre de revues indépendantes dans le cadre d'expertises indépendantes sur des offres publiques réalisées par le cabinet Crowe HAF.

Il n'a pas contribué aux travaux d'une autre manière et n'a participé à aucune réunion.

La personne en charge des travaux de revue qualité s'est notamment assurée que les diligences effectuées par l'équipe ont été réalisées conformément aux dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF, de son instruction d'application n°2006-08 relative à l'expertise indépendante, elle-même complétée des recommandations n°2006-15 de l'AMF.

Il a par ailleurs procédé à la revue du présent rapport d'expertise en s'assurant que ce dernier comporte l'ensemble des points repris à l'article 3 de l'instruction n°2006-08 de l'AMF.

3 - Eléments d'appréciation du prix d'Offre

Nous exposons ci-après, en ayant préalablement présenté les données structurantes, les méthodes d'évaluation écartées et celles qui ont été retenues afin d'apprécier le caractère équitable du Prix d'Offre.

3.1 - Données structurant l'évaluation

3.1.1 - Structure du capital et nombre d'actions

A la date du Projet de Note d'Information, le nombre d'actions total composant le capital de la Société s'élève à 4.000.000 actions.

Afin d'obtenir le nombre d'actions à retenir pour l'évaluation du Groupe, il convient de retraiter ce nombre de l'auto-détention (135.917 actions ordinaires auto-détenues par la Société).

A notre connaissance et à la date du Projet de Note d'Information, le Groupe n'a pas émis d'instruments ayant vocation à donner accès, directement ou indirectement, au capital de la Société (bons de souscription d'actions, obligations convertibles, etc...).

Le nombre d'actions retenu dans le cadre des travaux d'évaluation s'élève à **3.864.083**, tel que présenté dans le tableau ci-dessous :

Groupe Pizzorno Environnement - Nombre d'actions	
	# d'actions
Nombre d'actions composant le capital	4 000 000
- Autodétention	-135 917
Nombre d'actions en circulation	3 864 083

Source : Projet de note d'information

3.1.2 - Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

Nous avons retenu dans le cadre de nos travaux d'évaluation la situation de dette financière nette de la Société au 31 décembre 2025, ajustée d'éléments encaissables et décaissables et d'éléments ayant une valeur économique et n'étant pas intégrés dans la valeur d'entreprise calculée selon nos différentes méthodes d'évaluation. La dette financière nette ajustée du Groupe repose ainsi en premier lieu sur des données bilanciellées récentes.

Comme indiqué ci-avant en section 1.1.6.3, la dette financière nette s'élève à 29,8m€ au 31 décembre 2025, tel que présenté dans le tableau ci-dessous :

Groupe Pizzorno Environnement - Dette financière nette	
En m€	31/12/2025
Concours bancaires	1,0
Emprunts auprès des établissements de crédit	96,1
Dettes locatives	12,8
Autres dettes financières	0,2
= Dette financière	110,0
- Trésorerie et équivalents de trésorerie	-80,2
= Dette financière nette	29,8

Source : Comptes consolidés au 31 décembre 2025 de GPE

Nous avons considéré les éléments suivants comme étant de nature à augmenter le montant de la dette financière nette du Groupe :

- les provisions de suivi post-exploitation pour 21,5m€ (obligations légales et réglementaires de suivi des sites de traitement) ;
- les engagements envers le personnel correspondant à leur montant brut (18,0m€) net des impôts différés actifs associés pour 14,5m€ ;
- les autres provisions pour 10,0m€ (principalement en lien avec la remise en état des sites) ;
- les dettes sur immobilisations pour 4,6m€ correspondant principalement à des aménagements sur le site de Pierrefeu-du-Var et sur le centre de tri du Muy ;
- les intérêts minoritaires pour 3,2m€ concernant la société Dragui-Transports (4% de détention) dont les titres ont été réévalués en valeur de marché sur la base des multiples des comparables boursiers. Concernant les sociétés La Mole et Selfema (1% de détention) une valeur nulle a été retenue, l'application de la méthode extériorisant une valeur négative ;
- les passifs destinés à être cédés nets des actifs associés relatifs aux activités abandonnées pour 0,6m€ ;
- les dettes relatives à la succursale en Tunisie pour 0,2m€.

Nous avons également ajusté la dette financière nette des éléments suivants :

- les titres immobilisés pour 26,7m€ (comptes à terme de produits financiers structurés) ;
- l'avance faite à la société Zéphire pour le financement de l'UVE de Toulon pour 17,6m€ ;
- la neutralisation des dettes relatives aux obligations locatives (IFRS 16), pour un montant de 12,8m€, en cohérence avec la méthodologie retenue dans le cadre de la mise en œuvre de notre analyse multicritère de la valeur par action de la Société ;
- les apports en comptes courants relatifs aux investissements réalisés pour le Pôle de Transition Environnementale de Dracénie Provence Verdon pour 2,0m€ ;
- les dépôts de garantie et cautionnement liés aux parts sociales bancaires pour 1,1m€ ;
- les titres de participation pour 0,5m€ correspondant à la valeur des obligations Casino, Rallye et SGIS TV 18, ainsi que les titres de la SCI du Balançon, enregistrés en juste valeur dans le cadre de la norme IFRS 9.
- les titres mis en équivalence pour 0,2m€, en valeur comptable, la valeur de marché (par application des multiples des comparables boursiers) étant inférieure ;

La dette financière nette ajustée de GPE s'élève ainsi à 23,5m€ au 31 décembre 2025, tel que présenté dans le tableau ci-dessous :

Groupe Pizzorno Environnement - Dette financière nette	
En m€	31/12/2025
= Dette financière nette	29,8
- Titres immobilisés	-26,7
- Créances diverses nettes de dépréciation	-17,6
- Neutralisation des dettes locatives	-12,8
- Comptes courants Groupe	-2,0
- Dépôts de garantie et cautionnements	-1,1
- Titres de participation	-0,5
- Titres mis en équivalence	-0,2
+ Provision suivi post-exploitation	21,5
+ Engagements envers le personnel*	14,5
+ Autres provisions	10,0
+ Dettes sur immobilisations	4,6
+ Intérêts minoritaires	3,2
+ Passifs destinés à être cédés nets des actifs associés	0,6
+ Tunisie - Dettes succursale et emprunt à payer	0,2
= Dette financière nette ajustée	23,5

Source : Comptes consolidés au 31 décembre 2025 de GPE

* Nets d'IDA associés

Nous retiendrons donc pour nos calculs et pour le montant du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres, dans la méthode des flux de trésorerie actualisés et des comparables boursiers, un montant correspondant à une situation de dette financière nette ajustée de **23,5m€**.

3.1.3 - Plan d'affaires

3.1.3.1 - Construction et approbation

Le plan d'affaires du Groupe a été élaboré par le Management en suivant une approche *bottom-up*, au titre d'échanges et réunions menés avec les équipes opérationnelles et financières, notamment pour l'élaboration des hypothèses opérationnelles et des besoins en CAPEX (en particulier liés au renouvellement).

Par ailleurs, ce plan d'affaires a fait l'objet d'une validation dans son ensemble par le Conseil d'Administration en date du 29 avril 2026.

3.1.3.2 - Périmètre du plan d'affaires et horizon

Le plan d'affaires du Groupe a été élaboré sur une durée de 4 ans (exercices clos du 31 décembre 2026 au 31 décembre 2029) et tient compte du périmètre actuel du Groupe. Par ailleurs, il n'intègre pas d'opérations de croissance externe.

Le plan d'affaires a été modélisé par contrat, regroupés en unités puis en segments (Propreté, Traitement et Frais de structure).

Le plan d'affaires résulte notamment d'hypothèses relatives :

- à l'évolution du chiffre d'affaires, fondée principalement (i) pour l'exercice 2026, sur un prévisionnel actualisé mensuellement, construit à partir des contrats en portefeuille et intégrant, le cas échéant, les renégociations tarifaires connues liées aux prestations associées et (ii) pour les exercices suivants, sur une revalorisation annuelle des prix de 2% et sur une hypothèse de renouvellement à 100 % des contrats en vigueur ;
- au niveau du taux de marge d'exploitation, tenant compte de l'évolution du mix d'activité et des niveaux observés en 2025 ajustés d'éléments exceptionnels ;
- aux amortissements et investissements (CAPEX) lesquels intègrent les investissements récurrents de renouvellement des équipements, définis avec les directeurs de branches, et les projets industriels structurants.

La Société nous a communiqué, dans un fichier distinct, des données bilantielles prévisionnelles que nous avons prises en compte afin de modéliser la variation du besoin en fonds de roulement.

Nous comprenons du Management que les effets liés au rapprochement entre l'Initiateur et le Groupe ne sont pas de nature à avoir un impact significatif sur les prévisions opérationnelles, tel que mentionné dans le Projet de Note d'Information.

Conformément à la définition de notre mission, les prévisions présentées dans le plan d'affaires n'ont fait l'objet d'aucune validation ni de vérification indépendante de notre part. Nous nous sommes néanmoins assurés de la cohérence globale de ces données prévisionnelles au regard notamment des performances financières historiques du Groupe, mais également des perspectives d'évolution attendues par le Management.

3.1.3.3 - Extrapolation du plan d'affaires

Nous avons procédé à une extrapolation de l'ensemble des flux jusqu'en 2034 à l'exception des flux relatifs :

- aux sites de traitement (i) de Pierrefeu-du-Var et (ii) de DIB (Déchets Industriels Banals) et DASRI (Déchets d'Activités de Soins à Risques Infectieux) qui ont été modélisés sur leur durée résiduelle d'exploitation, soit jusqu'en 2034 et 2030 respectivement.
- à l'unité de frais de structure du Groupe qui ont été projetés jusqu'en 2032 afin d'intégrer l'arrêt de la facturation de *management fees* liés à la DSP de Zéphire.

3.2 - Méthodes d'évaluation écartées

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes et références suivantes :

- Référence à l'actif net comptable (ANC),
- Méthode de l'actif net réévalué (ANR),
- Méthode des transactions comparables,
- Référence aux objectifs de cours des analystes,
- Méthode d'actualisation des dividendes futurs.

3.2.1 - Référence à l'actif net comptable (ANC)

Cette méthode ne reflète pas la capacité bénéficiaire actuelle et future du Groupe. Elle reflète en effet uniquement la valeur comptable historique des actifs et passifs du Groupe.

L'actif net comptable n'est pas un critère pertinent dans une optique de continuité d'exploitation. Il n'aurait de sens que dans une optique d'arrêt de l'exploitation et de liquidation qui n'est pas envisagée à ce stade.

La référence à l'Actif Net Comptable a de ce fait été exclue de notre analyse.

A titre indicatif, l'Actif Net Comptable (capitaux propres – part du Groupe) au 31 décembre 2025 s'élève à 102,6m€, soit une valeur de 25,54€ par action². Le Prix d'Offre proposé de 62,50€ extériorise une prime de 135,5% sur cette valeur.

3.2.2 - Méthode de l'actif net réévalué (ANR)

La méthode de l'Actif Net Réévalué consiste à réévaluer l'ensemble des actifs et passifs d'une société en valeur de marché, puis à déduire les capitaux propres réévalués en retranchant de l'actif réévalué l'ensemble des passifs financiers de la société.

Cette approche est principalement utilisée dans le cadre de l'évaluation de sociétés holdings ou de sociétés détenant de nombreux actifs, notamment immobiliers. Elle est également pertinente dans le cadre d'une approche liquidative, après prise en compte des coûts de liquidation.

Cette approche est dès lors peu adaptée à l'évaluation de Groupe Pizzorno Environnement dans une optique de continuité d'exploitation.

La méthode de l'Actif Net Réévalué a de ce fait été exclue de notre analyse.

3.2.3 - Méthode des transactions comparables

Cette méthode d'évaluation consiste à appliquer aux agrégats financiers de la société évaluée la moyenne ou la médiane des multiples de valorisation constatés lors de transactions récentes les plus comparables.

² Sur la base d'un nombre de 3.864.083 actions (retraité de l'auto-détention, les capitaux propres étant déjà diminué du montant afférent)

Pour ce faire, nous avons effectué une recherche des transactions intervenues au cours des trois dernières années relatives à des sociétés comparables au Groupe, situées en Europe, aux Etats-Unis et au Canada.

Nous avons identifié certaines cibles de transactions récentes évoluant sur le secteur de la gestion des déchets, telles que les sociétés Renewi, Clean Earth, Furia, Recytech et Schroll.

Cependant, il ressort de notre analyse que la comparabilité entre les cibles identifiées et le Groupe est particulièrement limitée, en raison d'importantes divergences en termes de diversification des activités, de présence géographique ou de taille.

Par ailleurs, nous ne disposons pas de l'ensemble des informations de nature opérationnelle et financière qui permettraient d'extérioriser les multiples implicites ressortant de la majorité de ces transactions, et ainsi d'obtenir une taille d'échantillon satisfaisante.

La méthode des transactions comparables a de ce fait été exclue de notre analyse.

3.2.4 - Référence aux objectifs de cours des analystes

La référence aux objectifs de cours des analystes consiste à extérioriser la valeur d'une société au travers des objectifs de cours, ces derniers étant mis en avant dans des notes de recherche réalisées par les analystes suivant la valeur des sociétés.

Au cas d'espèce, GPE fait l'objet d'un suivi régulier (au moins une publication au cours des douze derniers mois) par un unique analyste financier (TP ICAP), ce qui ne permet pas d'établir un consensus suffisant d'analystes sur la valeur de son action.

La référence aux objectifs de cours des analystes a de ce fait été exclue de notre analyse.

A titre indicatif, TP ICAP a procédé à la publication d'une note le 19 janvier 2026, en lien avec l'annonce du projet d'Offre et dans le cadre d'une recherche sponsorisée, présentant un cours cible de 62,50€, en ligne avec le prix d'Offre.

3.2.5 - Méthode d'actualisation des dividendes futurs

Cette méthode consiste à évaluer la société à partir de la valeur actuelle de ses dividendes futurs. Elle ne peut être retenue que pour les sociétés qui bénéficient d'une capacité de distribution significative avec des taux de distribution réguliers et prévisibles.

Dans le cadre de la conclusion du nouveau pactes d'actionnaires entre le Groupe Familial et Paprec (ci-après le « Nouveau Pacte d'Actionnaires »), une politique de distribution de dividendes a été définie, cette dernière étant détaillée dans le Projet de Note d'Information.

Néanmoins, la mise en œuvre de la méthode d'actualisation des dividendes futurs est redondante avec la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie et présente l'inconvénient de ne pas prendre en compte la totalité de la capacité de la société à générer des flux.

La méthode d'actualisation des dividendes futurs a donc été exclue de notre analyse.

3.3 - Méthodes d'évaluation retenues

Nous avons retenu les méthodes et références d'évaluation suivantes :

- Référence aux transactions historiques sur le capital (à titre principal),
- Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie (à titre principal),
- Référence au cours de bourse (à titre principal),
- Méthode des comparables boursiers (à titre secondaire).

3.3.1 - Référence aux transactions récentes sur le capital

Cette approche consiste à analyser les valeurs par action extériorisées lors des transactions récentes sur le capital de la Société.

La transaction sur le capital de la Société à laquelle il est fait référence est celle faisant suite à l'exercice de la Promesse d'achat n°1 par Paprec Group portant sur 1.225.617 actions du Groupe détenues par le Groupe Familial en février 2026.

Il n'existe à notre connaissance aucune autre transaction récente significative sur le capital de la Société.

3.3.1.1 - Référence à l'exercice de la Promesse d'achat n°1 en 2026

Le 10 août 2021, la Société a annoncé la conclusion d'un accord entre le Groupe Familial et Paprec Holding concernant l'acquisition hors marché d'un total de 800.000 actions de la Société au prix de 37,50€ par action, représentant 20% du capital et 13,17% des droits de vote de cette dernière.

Le pacte d'actionnaires conclu en novembre 2021 entre le Groupe Familial et Paprec dans le cadre de cette opération prévoyait notamment deux promesses d'achat permettant à la Famille Pizzorno-Devalle de céder progressivement sa participation à Paprec. En cas d'exercice de ces promesses, Paprec s'engageait à :

- acquérir des actions GPE au titre de la Promesse n°1, exerçable entre le 12 novembre 2022 et le 11 novembre 2028, portant la détention de Paprec à au moins 50,01% du capital et des droits de vote de la Société ;
- acquérir au titre de la Promesse n°2, exerçable en une seule fois entre la date d'exercice de la Promesse n°1 et le 12 novembre 2031, le reliquat des actions de la Société détenues par le Groupe Familial.

Le prix de cession de chaque promesse d'achat étant déterminé selon la même formule de valorisation suivante : $V = 7 \times \text{Moyenne EBITDA} - \text{Dette Financière Nette (DFN)}$. La « Moyenne EBITDA » correspond à la moyenne arithmétique des EBITDA consolidés audités des trois derniers exercices clos précédant l'exercice de la promesse, tandis que la DFN correspond à la dette financière nette consolidée du Groupe, calculée selon les normes IFRS. Le pacte prévoyait par ailleurs un plancher et un plafond de valorisation pour 100% du capital de respectivement 125m€ (31,25€ par action) et 250m€ (62,50€ par action).

Le 19 janvier 2026, la Société a annoncé que la Famille Pizzorno-Devalle envisageait d'exercer la Promesse n°1 qui la conduirait à céder 1.225.617 actions soit 30,64% du capital de la Société à Paprec sur la base d'un prix unitaire de 62,50€ par action, correspondant au prix plafond défini dans le pacte d'actionnaires établi en novembre 2021. Le 9 février 2026, le Groupe a annoncé

l'exercice de cette promesse d'achat et conclut le contrat de cession correspondant, avec pour clause suspensive l'obtention de l'autorisation de l'Autorité de la Concurrence, laquelle a été levée le 4 juin 2026.

Ainsi, dans le cadre de cette opération, Paprec a procédé à l'acquisition de 1.225.617 titres détenus par la Famille Pizzorno-Devalle à un prix unitaire de 62,50€ par action, portant sa participation à 50,64% du capital et 50,02% des droits de la Société.

Par ailleurs, nous avons procédé à des analyses complémentaires permettant de mieux appréhender la mise en œuvre de la formule de valorisation prévue dans le pacte d'actionnaires, dont les résultats sont portés à l'attention du lecteur à titre indicatif :

- l'application de la formule de valorisation prévue par le pacte d'actionnaires avant prise en compte du plafond de valorisation, conduirait aujourd'hui à une valeur théorique de 75,63€ par action.
- le multiple de 7x l'EBITDA retenu dans le pacte d'actionnaires lors de la transaction conclue en 2021 correspond à un multiple médian de 8,3x observé sur notre échantillon de sociétés comparables (présenté en section 3.3.4.1) à cette date. Or, ce même échantillon fait ressortir en 2025 un multiple médian de 6,4x, ce qui met en exergue de baisse d'environ 30% des multiples sectoriels sur la période. Dans cette perspective, le multiple de 7x retenu en 2021 s'apparenterait aujourd'hui à un multiple d'environ 5,4x l'EBITDA. L'application de ce dernier multiple dans le cadre de la formule de valorisation prévue par le pacte d'actionnaires conduirait ainsi à une valeur de 56,55€ par action.

En outre, à la suite de l'exercice de la Promesse n°1, Paprec et le Groupe Familial ont conclu le Nouveau Pacte d'Actionnaires prolongeant la période d'exercice de la Promesse n°2 (du pacte précédent) au 12 novembre 2036, sur la base de la formule de valorisation initiale intégrant les mêmes prix planchers et plafonds que précédemment (respectivement 125m€ et 250m€), ainsi qu'un prix forfaitaire de 37,50€ si l'exercice de cette promesse intervient après le 12 novembre 2033.

3.3.1.2 - Conclusion

En conclusion, nous considérons cette opération comme une référence car elle est récente et concomitante à l'Offre, porte sur une part significative du capital de la Société (30,64% du capital) et intègre donc le même niveau d'information sur la société GPE. Le prix de cession conclu dans le cadre de cette transaction est équivalent au Prix d'Offre et n'extériorise donc pas de prime sur le prix ressortant de cette transaction. Sans préjudice de la section 5, relative à l'analyse des accords connexes à l'Offre, l'analyse du Nouveau Pacte d'Actionnaires ne fait pas apparaître de clause de complément de prix ou tout autre clause de nature à remettre en cause l'équité du Prix d'Offre.

3.3.2 - Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie

3.3.2.1 - Définition de la méthode

Selon cette méthode, la valeur des fonds propres d'une société correspond à la somme de ses flux futurs de trésorerie disponibles, avant incidence du mode de financement, actualisés au coût moyen pondéré des capitaux engagés, minorée de l'endettement financier net (ou majorée de la trésorerie nette à la date de l'évaluation) et ceci en retenant une valeur terminale. Le calcul de la valeur terminale repose sur l'actualisation d'un flux futur dit « normatif » croissant constamment à un horizon infini.

3.3.2.2 - Analyse du plan d'affaires

Chiffre d'affaires

L'évolution du chiffre d'affaires provient de données établies par la Société.

Les prévisions de croissance de chiffre d'affaires se fondent sur les hypothèses principales suivantes :

- une hypothèse de renouvellement de l'ensemble des contrats présents en 2025 et arrivant à échéance sur les années prévisionnelles du plan d'affaires, en cohérence avec les taux de renouvellement observé sur l'historique récent ;
- des revalorisations tarifaires annuelles de 2% sur l'ensemble des contrats ;
- une hypothèse d'attribution et de démarrage d'un nouveau contrat de collecte dès 2027 représentant environ 7m€ par an de chiffre d'affaires ;
- la baisse du chiffre d'affaires relatif au site de Pierrefeu-du-Var en lien avec (i) la suppression progressive des tonnages exceptionnels à partir de 2026 et (ii) la réduction mécanique de la capacité du site.

Les hypothèses du plan d'affaires n'intègrent pas, à ce stade, de gains significatifs de nouveaux contrats structurants, au regard de (i) l'intensité concurrentielle observée par le Management sur les appels d'offres publics pesant notamment sur les tarifs, (ii) la visibilité limitée du Management sur les prestations et les volumes futurs dont la tendance récente s'affiche en baisse, et de (iii) la difficulté à trouver de nouveaux sites d'enfouissement notamment au regard de l'accroissement des contraintes réglementaires. La dynamique du chiffre d'affaires repose ainsi principalement sur la sécurisation du socle existant, la montée en gamme des prestations et l'optimisation des périmètres contractuels lors des renouvellements se traduisant par des réévaluations tarifaires.

Ainsi, le plan d'affaires présente un taux de croissance annuel moyen de 3,1% sur le segment Propreté, -3,0% sur le segment Traitement, pour un TCAM global s'élevant à 2,1% sur la période 2026-2029.

Les croissances décrites ci-dessus sont cohérentes avec les croissances historiques de la Société sur son historique long terme (2015-2025), lesquelles s'établissent à 2,5% pour le segment Propreté³, 0,4% pour le Traitement⁴ et 2,1% au global.

Marge d'EBITDA

L'EBITDA prévisionnel du Groupe correspondant à l'EBE prévisionnel déterminé par contrat diminué des frais de structure. En outre, l'EBITDA présenté exclu les dotations aux provisions en adéquation avec la publication des comptes et conformément aux publications effectuées par les autres acteurs du secteur et les bases de données utilisées (CIQ).

La marge d'EBITDA est marquée par :

- une augmentation entre 2026 et 2028 en lien avec l'optimisation de charges relatives à des contrats de collecte historiquement déficitaires notamment en Ile-de-France, lors de leur renouvellement (+0,9% entre 2026 et 2028) ;
- une légère contraction pour s'établir à 16,5% en 2029 s'expliquant par une diminution du taux de marge d'EBE relatif au site de Pierrefeu-du-Var suite à la réduction (2026) puis la disparition des tonnages exceptionnels (2027).

La marge d'EBITDA devrait ainsi s'afficher en hausse sur la période prévisionnelle passant de 14,8% en 2025 à 16,5% à l'horizon 2029.

³ Le TCAM 2014-2025 du marché de la Collecte (Propreté) s'établissant à 4,0% (voir section 1.2.5 Description du marché)

⁴ Le TCAM 2014-2025 du marché du Traitement s'établissant à 4,1% (voir section 1.2.5 Description du marché)

Marge d'EBIT (Résultat opérationnel)

Les dotations aux amortissements (hors IFRS 16) prévues sur l'horizon du plan d'affaires (2026-2029) représentent en moyenne 10,9% du chiffre d'affaires, soit un niveau cohérent avec le niveau moyen observé sur les trois derniers exercices (2023-2025) lequel s'établit à 11,9% du chiffre d'affaires.

Les dotations et reprises sur provisions prévues sur l'horizon du plan d'affaires (2025-2029) représentent en moyenne +0,5% (reprises de provisions) du chiffre d'affaires, en lien avec des reprises de provisions suite à l'arrêt des activités à l'international (jusqu'en 2027) et au suivi post-exploitation du site du Cannet des Maures.

Le taux de marge d'EBIT devrait ainsi croître sur la période en passant de 6,2% (hors constatation de la perte définitive, et la reprise de provision associée, concernant l'arrêt de l'activité au Maroc) à 6,5% du chiffre d'affaires à horizon 2029.

Impôt sur les sociétés

Le Groupe n'a pas plus d'activité à l'étranger. Aussi, l'intégralité de son chiffre d'affaires est réalisée depuis la France et l'entièreté de son bénéfice imposable est assujéti à l'impôt sur les sociétés en France.

Nous avons ainsi retenu sur le plan d'affaires, un taux d'impôt correspondant à l'impôt sur les sociétés en France en vigueur augmenté de la contribution additionnelle sur les bénéfices⁵, soit un taux moyen de 25,6% sur la période prévisionnelle et 25,7% à l'horizon du plan.

Plan d'investissements

Les investissements prévus sur la période 2026-2029 s'élèvent en moyenne à 7,9% du chiffre d'affaires. Ils sont principalement destinés au renouvellement des flottes de véhicules et d'équipements dans le cadre des reconductions de contrats de collecte et de propreté urbaine, pris en compte au gré des renouvellements, et dans une moindre mesure à la mise en conformité réglementaire et à la modernisation du centre de tri du Muy et des installations du site de Pierrefeu-du-Var.

Besoin en fonds de roulement

Le besoin en fonds de roulement (BFR) prévisionnel nous a été communiqué par la Société et a fait l'objet de nos travaux d'analyse.

Toutefois, dans le cadre de nos travaux d'évaluation, nous avons privilégié une approche fondée sur notre analyse du BFR ajusté historique, afin d'assurer la cohérence avec les retraitements de dette financière nette ajustée présentés précédemment, lesquels visent notamment à normaliser le niveau de BFR du Groupe.

L'analyse historique du BFR ajusté a été développée en section 1.2.6.3 du présent rapport. Ce dernier est en amélioration sur la période, passant de 1 jour de chiffre d'affaires (0,4%) au 31 décembre 2023 à -9 jours de chiffre d'affaires (-2,4%) au 31 décembre 2025.

Nous avons ainsi pris l'hypothèse d'un maintien du niveau de BFR à un niveau comparable à celui observé au 31 décembre 2025 sur l'ensemble de la période prévisionnelle, aucune amélioration ou dégradation de ce dernier n'étant prévue à ce stade.

⁵ La contribution sociale additionnelle sur les bénéfices est un impôt supplémentaire à hauteur de 3,3% s'appliquant aux sociétés dont le montant d'impôt dépasse 763k€ (ce montant faisant office d'abattement)

A ce titre, un niveau de BFR représentant -2,4% de chiffre d'affaires du Groupe (soit -9 jours de chiffre d'affaires) a été retenu sur l'ensemble de la période explicite du plan d'affaires ainsi que sur la période d'extrapolation.

Conclusion

Au regard des performances historiques, de l'environnement concurrentiel et des perspectives indiquées par le Management, les hypothèses retenues dans le plan d'affaires apparaissent globalement cohérentes.

En effet, les hypothèses de croissance du chiffre d'affaires reposent principalement sur la sécurisation du portefeuille de contrats existant, des revalorisations tarifaires ainsi que sur le démarrage d'un nouveau contrat de collecte à compter de 2027. Elles intègrent par ailleurs les effets défavorables attendus sur l'activité Traitement, liés à la diminution progressive des tonnages exceptionnels du site de Pierrefeu-du-Var et à la réduction de sa capacité d'exploitation. Dans ce contexte, le taux de croissance annuel moyen de 2,1 % retenu sur la période 2026-2029 apparaît prudent mais cohérent avec la croissance historique.

Par ailleurs, les projections de rentabilité traduisent une amélioration progressive des performances opérationnelles du Groupe, portée principalement par l'optimisation de certains contrats de collecte, malgré la diminution progressive de la contribution du site Pierrefeu du Var, affecté par la réduction puis la disparition des tonnages exceptionnels. Cette dynamique se traduit par une progression de la marge d'EBITDA et d'EBIT.

Dans l'ensemble, les hypothèses retenues par le Management nous paraissent cohérentes avec les informations mises à notre disposition, les tendances observées historiquement, le portefeuille existant ainsi que l'environnement concurrentiel dans lequel le Groupe évolue. Néanmoins, le plan d'affaires présente un caractère prudent dès lors qu'il n'intègre pas de gains significatifs de nouveaux contrats et repose principalement sur la sécurisation du socle d'activité existant et sur l'optimisation progressive de la rentabilité des contrats.

3.3.2.3 - Flux 2030 à 2034 et extrapolation

Comme évoqué précédemment, les flux relatifs aux sites de Pierrefeu-du-Var, de DIB et de DASRI ont été modélisés sur leur durée résiduelle d'exploitation. Par ailleurs, les frais de structure du Groupe ont été projetés jusqu'en 2032 afin de tenir compte de l'extinction des *management fees* liés à la DSP Zéphire à compter de 2031.

Afin de déterminer les flux de trésorerie sur la période d'extrapolation dans le cadre d'une évaluation par DCF unique, nous avons procédé à une extrapolation des différents secteurs d'activité jusqu'en 2034 sur la base d'hypothèses spécifiques à chacun d'eux, lesquelles ont été définies comme suit :

- une croissance linéaire du chiffre d'affaires au taux de croissance à l'infini de 2,0% ;
- un taux de marge d'EBITDA (post-IFRS 16) égal à celui observé en fin de projection, soit 2032 pour l'unité de frais de structure et 2029 pour les autres secteurs du Groupe, s'établissant à 15,4%. A ce titre, le taux de marge opérationnelle (EBIT post-IFRS 16) du Groupe s'établit à 6,5% du chiffre d'affaires (2034), proche de celui observé à l'horizon de la période explicite (2029) ;
- un niveau de dotations aux amortissements égal à celui des investissements ;
- un taux d'impôt de 25,7%, correspondant à celui observé en fin de plan (2029) ;
- un niveau d'investissements de 8,0% correspondant à celui observé en 2029 ;
- un niveau de BFR de -2,4% du chiffre d'affaires correspondant à celui observé en 2029.

3.3.2.4 - Détermination des flux de trésorerie disponibles

A partir des éléments fournis au niveau du plan d'affaires du Groupe sur la période 2026 – 2029, (2030 pour le site de traitement des DIB et DASRI, 2032 pour l'unité frais de structures et 2034 pour le site de traitement de Pierrefeu-du-Var) complétés des exercices extrapolés (à horizon 2034), nous avons calculé les flux de trésorerie disponibles de la manière suivante :

Groupe Pizzorno Environnement - Détermination des flux de trésorerie nets disponibles	
EBIT* retraité d'IFRS 16	
- Impôt normatif théorique	Sur résultat opérationnel (sur EBIT, à dette nulle)
= NOPAT retraité d'IFRS 16	Net Operating Profit After Tax pré IFRS 16
+ Amortissements	Hors amortissements liés à IFRS 16
- Investissements	
- Variations du BFR	
= Flux de trésorerie disponible	ou Free Cash-Flows (FCF)
*Résultat opérationnel	

Les flux de trésorerie disponibles ont été actualisés à une date proche de l'émission de notre rapport.

3.3.2.5 - Détermination du taux d'actualisation

Le Coût Moyen Pondéré du Capital (CMPC) utilisé pour actualiser les flux de trésorerie disponibles et la valeur terminale du Groupe est présenté dans le tableau ci-dessous :

Groupe Pizzorno Environnement - Calcul du CMPC		
		GPE
Taux sans risque	(1)	3,69%
Prime de risque du marché	(2)	5,96%
Beta désendetté	(3)	0,58
Gearing	(4)	68%
Beta endetté	(5)	0,86
Prime de taille	(6)	3,23%
Coût des capitaux propres	(7)	12,07%
Coût de la dette	(8)	3,5%
Taux d'IS	(9)	25,7%
Coût de la dette après impôts		2,6%
D/(D+CP)	(10)	40%
CP/(D+CP)		60%
Coût moyen pondéré du capital		8,25%
(1) OAT 10 ans - moyenne 3 mois (2) Fairness Finance - moyenne 3 mois (3) Médiane 2 ans des comparables (4) Gearing des comparables - $g=D/E$ (5) Formule de Hamada (6) Kroll (7) Formule du MEDAF (8) Coût de la dette de la Société (9) Taux d'impôt sur les sociétés (10) $D/(D+CP) = g/(1+g)$		

Le taux d'actualisation résultant de notre approche s'élève à 8,25% sur la base des hypothèses suivantes :

- un taux sans risque de 3,69% correspondant à la moyenne 3 mois au 30 avril 2026 du taux de rendement des OAT françaises d'échéance 10 ans ;
- une prime de risque du marché actions France de 5,96% correspondant à la moyenne 3 mois calculée par Fairness Finance en avril 2026 ;
- un *gearing* de 68%, correspondant au gearing médian des sociétés comparables au 30 avril 2026 ;

- le coefficient bêta est une mesure de la relation existante entre le cours d'une action et les fluctuations du marché. Il s'obtient en régressant la rentabilité de ce titre sur la rentabilité de l'ensemble du marché. Le bêta désendetté de 0,58 retenu correspond à la médiane des bêtas 2 ans des sociétés cotées comparables qui affichent un coefficient de détermination R^2 supérieur à 15% ;
- une prime de taille de 3,23%, déterminée par interpolation linéaire à partir de l'étude internationale de Roger Ibbotson publiée par Kroll (ex-Duff & Phelps) en 2024, qui fait référence en la matière. La prime de taille correspond à l'écart observé entre la prime de risque calculée sur le marché action (qui est calculée sur la moyenne des capitalisations boursières) et celle observée sur des capitalisations boursières plus petites ;
- un coût de la dette avant impôt de 3,5% correspondant au taux de refinancement des dettes du Groupe ;
- un taux d'imposition normatif de 25,7% en lien avec le taux d'imposition effectif retenu sur l'horizon normatif du plan d'affaires.

3.3.2.6 - Calcul de la valeur terminale

La valeur terminale a été déterminée à l'horizon du plan d'affaires extrapolé (2034) à partir d'un flux de trésorerie disponible normatif, et a été calculée à partir de la formule dite de Gordon-Shapiro, sur la base des hypothèses suivantes :

- un taux de croissance à l'infini estimé à 2,0%, cohérent avec (i) le taux de croissance anticipé de l'économie française et des économies développées européennes sur le long terme et (ii) le taux de croissance du Groupe sur un historique long terme (TCAM de 2,1% sur la période 2015-2025) ;
- un taux de marge d'EBITDA (post-IFRS 16) d'environ 15,9%, correspondant au niveau moyen observé sur le plan d'affaires, incluant l'extrapolation (2026-2034) et l'hypothèse d'une prise en compte à l'infini du flux relatif au site de Pierrefeu-du-Var représentatif d'un niveau d'activité de remplacement du site à compter de sa cessation d'exploitation en 2034 et traduisant la capacité du Groupe à maintenir un niveau d'activité équivalent par la mise en œuvre de leviers de compensation, en l'absence de prise en compte de nouveaux contrats structurants ;
- un taux d'impôt de 25,7%, correspondant à celui observé en fin d'extrapolation (2034) ;
- un niveau d'investissements correspondant à celui observé en fin d'extrapolation soit environ 8,0% du chiffre d'affaires ;
- un besoin en fonds de roulement fixé à -2,4% du chiffre d'affaires (-9 jours de chiffre d'affaires) en ligne avec le niveau ajusté observé au 31 décembre 2025 et retenu sur l'intégralité de la période prévisionnelle (explicite et extrapolée), et une variation de BFR calculée sur le taux de croissance à l'infini.

3.3.2.7 - Résultats chiffrés et analyse de sensibilité

La valeur d'entreprise du Groupe ressortant de la mise en œuvre de la méthode des flux futurs de trésorerie actualisés est de **242,6m€**.

Après prise en compte de la dette financière nette ajustée, la valeur des fonds propres ressort à **219,1m€**, soit une valeur par action ordinaire de **56,70€**, tel que présenté dans le tableau ci-dessous :

Valeur des titres par la méthode du DCF	
En m€	
Flux de trésorerie actualisés cumulés	106,7
Valeur terminale actualisée	135,9
Valeur d'entreprise	242,6
Dette financière nette ajustée	-23,5
Valeur des capitaux propres	219,1
Nombre d'actions (en milliers)	3 864
Valeur par action (€)	56,70 €
Prix d'Offre (€)	62,50 €
Prime offerte par le Prix d'Offre	10,2 %

Le Prix d'Offre de 62,50€ fait ressortir une prime de **10,2%** sur la valeur obtenue par la méthode des flux futurs de trésorerie actualisés.

La mesure de la sensibilité de la valeur de l'action aux valeurs retenues pour la croissance à l'infini et le taux d'actualisation fait ressortir une valeur de l'action comprise entre **52,61€** (taux de croissance à l'infini de 1,50% et taux d'actualisation de 8,25%) et **61,50€** (taux de croissance à l'infini de 2,50% et taux d'actualisation de 8,25%) tel que présenté dans le tableau ci-dessous :

Tableau de sensibilité de la valeur par action (en €)				
		Croissance à l'infini		
		1,50%	2,00%	2,50%
CMPC	7,75%	€ 53,14	€ 57,24	€ 62,05
	8,25%	€ 52,61	€ 56,70	€ 61,50
	8,75%	€ 52,09	€ 56,18	€ 60,97

La mesure de la sensibilité de la valeur de l'action aux valeurs retenues pour le taux de marge d'EBITDA normatif et le taux d'actualisation fait ressortir une valeur de l'action comprise entre **54,22€** (marge d'EBITDA du Groupe de 15,43% et taux d'actualisation de 8,25%) et **59,18€** (marge d'EBITDA du Groupe de 16,43% et taux d'actualisation de 8,25%), tel que présenté dans le tableau ci-dessous :

Tableau de sensibilité de la valeur par action (en €)				
		Marge d'EBITDA		
		15,43%	15,93%	16,43%
CMPC	7,75%	€ 54,76	€ 57,24	€ 59,72
	8,25%	€ 54,22	€ 56,70	€ 59,18
	8,75%	€ 53,70	€ 56,18	€ 58,66

3.3.2.8 - Sensibilité à la continuité d'exploitation et du remplacement du site de Pierrefeu-du-Var

Comme indiqué ci-avant, le plan d'affaires du Groupe n'intègre pas la conclusion de nouveaux contrats significatifs, à l'exception d'un contrat de collecte nouvellement intégré par le Management, générant un chiffre d'affaires annuel d'environ 7m€.

Dans ce contexte, et afin de tenir compte de la valeur potentielle associée à de futurs contrats significatifs non identifiés à ce stade, une approche alternative a consisté à maintenir, dans la modélisation de la valeur terminale, un niveau d'activité et de marge équivalent à celui du site de Pierrefeu-du-Var à l'horizon de la période d'extrapolation.

Cette hypothèse doit toutefois être interprétée avec prudence dans la mesure où elle s'avère potentiellement maximisatrice de valeur, pour les raisons suivantes :

- la poursuite de l'exploitation du site au-delà de 2028 est conditionnée à la réalisation d'un projet de déviation routière dont la concrétisation apparaît, à ce jour, incertaine en l'absence d'autorisations administratives. Les différents recours engagés devant le Tribunal administratif de Toulon, la Cour administrative d'appel de Marseille et le Conseil d'État ont confirmé l'annulation du tracé initialement envisagé, et la Société retenait,

jusqu'en 2024, un scénario de cessation d'exploitation en 2027 dans le cadre de ses tests de dépréciation.

- le site atteindra sa capacité maximale d'enfouissement en 2034, entraînant sa fermeture à cet horizon (au plus tard) ;
- la rentabilité du site est significativement supérieure à celle observée sur le segment Propreté d'une part, et la majorité de l'activité et de la marge du segment Traitement étant réalisée par Pierrefeu-du-Var d'autre part, ce qui conduit mécaniquement à une contribution relative élevée dans la valeur terminale ;
- il n'est pas démontré à ce stade que la Société soit en mesure de substituer le site de Pierrefeu-du-Var par de nouvelles capacités d'enfouissement, compte tenu des contraintes réglementaires et des difficultés d'obtention d'autorisations pour de nouveaux sites.

Dans ce cadre, une modélisation alternative des flux de trésorerie disponibles actualisés a été réalisée en excluant toute hypothèse de maintien à l'infini du niveau d'activité et de marge du site de Pierrefeu-du-Var. Cette approche, dans la continuité des hypothèses du plan d'affaires communiqué par la Société, conduit à retenir un niveau d'activité normatif et une marge terminale ajustés à la baisse dans le calcul de la valeur terminale.

Ainsi, dans l'hypothèse d'une cessation de l'activité du site de Pierrefeu-du-Var à horizon 2034 sans reconstitution à l'infini de son niveau d'activité et de sa contribution en marge, la valeur de la Société ressortirait, selon la méthode des flux de trésorerie actualisés, à 41,82€ par action.

3.3.3 - Référence au cours de bourse (à titre principal)

La Société a été introduite en bourse sur le marché Euronext Paris en 2005. Ses actions sont cotées sous le code ISIN FR0010214064 et ont pour code mnémonique GPE.

La capitalisation boursière à la veille de l'annonce du projet d'OPAS (le 16 janvier 2026) s'élevait à environ 216m€, permettant de classer le Groupe dans la catégorie des « *Small Caps* ».

A notre connaissance, la Société fait l'objet d'un suivi par un seul analyste financier (TP ICAP).

3.3.3.1 - Analyse de la liquidité du cours de bourse

A la date du dépôt du Projet de Note d'Information, l'actionnariat de la Société se répartit comme suit :

Groupe Pizzorno Environnement - Détail des actions en circulation				
Actionnaires	Total des actions	% du capital social	Nombre de droits de vote	% droits de vote
Groupe familial	847 378	21,18%	1 694 756	30,00%
Paprec Holding*	2 025 617	50,64%	2 825 616	50,02%
Public dont Group GMB Invest	991 088	24,78%	992 729	17,57%
Autodétention	135 917	3,40%	135 917	2,41%
Total des actions	4 000 000	100,00%	5 649 018	100,00%

*y compris l'action prêtée par Paprec Holding à M. Mathieu Petithuguenin

Source : Projet de Note d'Information

Le capital flottant représente 24,8% du capital du Groupe, soit 991.088 actions ordinaires.

Une analyse de la liquidité du titre, résumée ci-dessous, a été effectuée :

Groupe Pizzorno Environnement - Analyse de la liquidité de l'action				
	Titres échangés en moyenne quotidienne	Titres échangés en cumul	Volume cumulé en % du total ¹	Volume cumulé en % du flottant ²
Moyenne 1 mois	641	12 817	0,3%	1,3%
Moyenne 3 mois	540	34 037	0,9%	3,4%
Moyenne 6 mois	418	53 974	1,3%	5,4%
Moyenne 9 mois	407	77 694	1,9%	7,8%
Moyenne 12 mois	380	96 934	2,4%	9,8%

Source : Capital IQ, Euronext au 16/01/2026

¹ Ratio entre le nombre de titres échangés et le nombre total d'actions

² Ratio entre le nombre de titres échangés et le nombre d'actions au flottant

Sur la période, les volumes moyens quotidiens échangés se situent entre 380 titres (moyenne 12 mois) et 641 titres (moyenne 1 mois).

Au cours des 12 derniers mois de cotation, le nombre de titres échangés s'élève, en cumul, à 96.934, soit 2,4% du nombre total de titres et 9,8% du flottant.

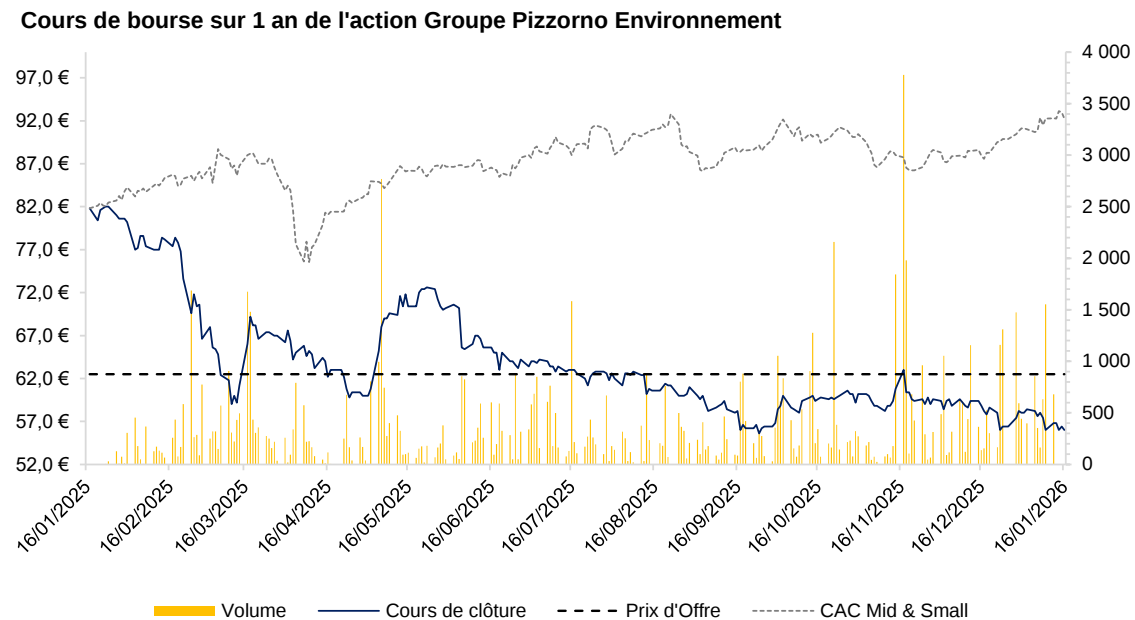
Sur le dernier mois avant l'annonce de l'opération, le nombre total de titres échangés représente 0,3% du nombre total de titres et 1,3% du flottant.

Au regard de ces données, le titre Groupe Pizzorno Environnement, fait l'objet de volumes d'échanges réguliers mais présente une liquidité structurellement limitée. Cette dernière s'explique notamment par la détention de 20% du capital par GMB Invest, laquelle conduit à réduire significativement le flottant effectivement disponible à la négociation et, par conséquent, à minorer mécaniquement le taux de rotation observé rapporté au flottant total incluant cet actionnaire.

Nous retiendrons toutefois cette méthode à titre principal, cette valeur demeurant une référence directement observable pour un actionnaire minoritaire.

3.3.3.2 - Analyse du cours de bourse

L'évolution du cours de bourse de l'action Groupe Pizzorno Environnement sur la dernière année écoulée avant l'annonce de l'opération est présentée ci-dessous :



Entre le 16 janvier 2025 et le 16 janvier 2026, le cours de l'action Groupe Pizzorno Environnement a fluctué entre 81,80€ et 56,00€, affichant une tendance globalement baissière sur la période.

Entre le 16 et le 24 janvier 2025, le cours de Groupe Pizzorno Environnement s'apprécie légèrement pour atteindre son plus haut sur la période à 82,00€ (+3,0%). Le titre enregistre ensuite une correction marquée et recule de 28% entre le 24 janvier et le 11 mars 2025, pour atteindre 59,00€ par action. Il se redresse toutefois rapidement pour s'établir à 66,00€ le 18 mars 2025, soit une progression de 11,9% dans le sillage de la publication du chiffre d'affaires 2024, exercice caractérisé par des renouvellements et des gains de marchés.

A compter du 19 mars 2025, le titre évolue à nouveau dans une tendance baissière graduelle pour atteindre 60,00€ le 29 avril 2025, soit un repli de 9,1% sur cette période. Le cours enregistre ensuite une phase de reprise et atteint 72,60€ le 23 mai 2025 (+21,0%). Cette progression s'explique notamment par la publication de résultats annuels 2024 en amélioration et une communication du Management auprès des investisseurs mettant en avant des perspectives de croissance favorables.

Au cours des mois suivants, le titre entre dans une nouvelle phase de repli effaçant les précédents rebonds, passant de 72,60 € à 55,60 € le 24 septembre 2025, soit une baisse de 23,4 %, correspondant au point bas observé sur la période analysée. S'en suit une dynamique haussière portée dans un premier temps par l'annonce des résultats semestriels en hausse en lien avec la conclusion d'un accord stratégique avec le Royaume du Maroc sur le règlement des créances marocaines. Le titre atteint ainsi 63,00 € le 17 novembre 2025, en hausse de 13,3 % par rapport au 24 septembre, dans un contexte de volumes échangés particulièrement soutenus, avec 3.780 titres traités lors de cette séance (point haut de la période).

A partir du 18 novembre 2025, le cours a entamé une correction en se rétractant de 7,2% (atteignant 56,00€) au 16 janvier 2026, veille de l'annonce du projet d'Offre Publique d'Achat Simplifiée.

3.3.3.3 - Calcul des différentes moyennes de cours de bourse

Le tableau ci-dessous présente les moyennes du cours de bourse à différents horizons sur la base du cours de clôture au 16 janvier 2026, dernier cours précédent l'annonce au marché du projet d'OPAS.

Groupe Pizzorno Environnement - Analyse de la liquidité de l'action		
	€/action	Prime extériorisée en % ¹
Cours de clôture (le 16 janvier 2026)	56,00	11,6%
CMPV* 20 jours	56,89	9,9%
CMPV* 60 jours	58,99	6,0%
CMPV* 120 jours	58,99	6,0%
CMPV* 180 jours	60,72	2,9%
CMPV* 250 jours	62,38	0,2%
Maximum - 1 an	82,00	-23,8%
Minimum - 1 an	55,60	12,4%

¹ Pour un prix d'Offre de 62,50 € par action

*Cours Moyen Pondéré par les Volumes

Source : Euronext au 16/01/2026

Les différentes moyennes du cours de bourse sur des périodes comprises entre 20 et 250 jours sont présentées ci-dessus. Le cours de bourse de la Société s'établit à 56,00€ en cours de clôture au 16 janvier 2026, contre **56,89€** en cours moyen pondéré par les volumes (CMPV) sur une période de 20 jours et **58,99€** en CMPV sur une période de 60 jours.

Nous retiendrons la référence aux périodes de 20 et 60 jours, qui intègrent l'ensemble des dernières informations disponibles par le Groupe au marché et permettent de lisser l'impact d'éventuels épiphénomènes sur le cours de clôture.

Les moyennes de cours de bourse à 120 jours, 180 jours et 250 jours seront également présentées à titre informatif en synthèse.

Le Prix d'Offre de 62,50€ par action présente une prime de **9,9%** sur le cours moyen pondéré par les volumes sur une période de 20 jours de bourse, et **6,0%** sur le cours moyen pondéré par les volumes sur une période de 60 jours de bourse. Pour information, le Prix d'Offre extériorise une prime de 11,6% par rapport au dernier cours de clôture avant annonce (56,00€ le 16 janvier 2026).

3.3.4 - Méthode des comparables boursiers (à titre secondaire)

Cette méthode d'évaluation consiste à appliquer aux agrégats du Groupe les multiples d'évaluation observés sur des sociétés cotées ayant des activités similaires.

Nous avons retenu cette méthode, qui constitue une référence usuelle et connue des investisseurs et actionnaires, dans la mesure où les sociétés identifiées présentent des activités relativement proches de celles du Groupe.

Néanmoins, cette méthode a été retenue à titre secondaire, au regard de l'absence de sociétés cotées répondant à l'ensemble des spécificités du modèle économique du Groupe (activité couvrant la collecte et le traitement principalement de déchets non-dangereux, contrats pluriannuels avec une clientèle majoritairement publique et une exploitation en propre des flottes de véhicules, des centres de tri et de traitement) et présentant des multiples exploitables.

3.3.4.1 - Echantillon des sociétés comparables retenues

Au regard des spécificités du Groupe évoquées ci-avant, nous avons procédé à l'analyse d'une multitude d'acteurs cotés sur la base notamment de critères sectoriels, opérationnels et géographiques, ainsi que des informations communiquées par le Management, des études de marché retenues par nos soins, des rapports annuels des différentes sociétés et de notes d'analystes, et constitué un échantillon de sociétés comparables cotées dans le cadre de la mise en œuvre de la méthode des comparables boursiers.

Dans le cadre de la constitution de notre échantillon, nous avons retenu les critères suivants, les autres spécificités étant soit difficilement observables, soit insuffisamment représentées pour permettre la constitution d'un échantillon suffisamment étoffé :

- un modèle d'affaires comprenant une activité de gestion des déchets, ce qui nous a également conduit à retenir des sociétés intégrant des services environnementaux au sens large mais dont les marges et les profils de croissance sont relativement similaire à ceux du Groupe ;
- une cotation en Europe, ce qui nous a conduit à exclure Waste Management, Republic Services, Casella Waste Systems, Quest Resource Holding Corporation, Waste Connections, GFL Environmental Inc. et Clean Harbors, ces sociétés étant cotées sur des bourses nord-américaines et présentant des profils de croissance et marge significativement différents de ceux des sociétés cotées en Europe ;
- un suivi de la société par au moins 2 analystes ce qui nous a conduit à exclure Woltank Group AG.

Au terme de notre analyse, l'échantillon des sociétés comparables retenues inclut donc les sociétés suivantes :

Présentation des sociétés comparables

Comparables boursiers	Pays	Capitalisation boursière* (en m€)	Chiffre d'affaires 2025 (en m€)
Veolia Environnement SA	France	25 758	44 396
A2A S.p.A.	Italie	7 373	14 063
Hera S.p.A.	Italie	5 879	12 928
Fomento de Construcciones y Contratas, S.A.	Espagne	5 313	10 009
Iren SpA	Italie	3 357	6 520
Derichebourg SA	France	1 498	3 337
Befesa S.A.	Luxembourg	1 368	1 183
Séché Environnement SA	France	647	1 254
Lassila & Tikanoja Plc	Finlande	275	427
Moyenne		5 719	10 457
Médiane		3 357	6 520

Source : Capital IQ

*Moyenne 1 mois au 18/05/2026

Nous avons retenu neuf sociétés comparables à Groupe Pizzorno Environnement opérant principalement sur le marché des services environnementaux, et plus spécifiquement dans les activités de gestion des déchets incluant notamment la collecte, le traitement et la valorisation, à destination des collectivités locales et/ou du secteur privé.

- Iren SpA est un groupe multi-services italien intervenant dans la transition écologique des services publics locaux. Il exerce des activités de gestion des déchets, incluant la collecte, le traitement et l'exploitation d'installations environnementales. Iren gère directement ses infrastructures et flottes de collecte, intégrant l'ensemble du cycle des déchets non dangereux pour une clientèle principalement publique. La société est cotée à la bourse de Milan. Elle a réalisé un chiffre d'affaires de 6,5 milliards d'euros en 2025 et emploie près de 10.600 collaborateurs.
- Befesa SA est une société spécialisée dans le traitement et le recyclage des déchets industriels (acier et aluminium). Elle exploite des installations dédiées à la valorisation des résidus industriels et à la gestion des déchets spécialisés et présente une intégration complète sur la chaîne de valeur. Par ailleurs, elle exploite ses installations en propre. Cotée à la bourse de Francfort (Xetra), la société a réalisé un chiffre d'affaires d'environ 1,2 milliards d'euros en 2025.
- Lassila & Tikanoja Plc est une société finlandaise active dans les services environnementaux. Elle intervient notamment dans la gestion, le traitement et la valorisation des déchets. La société se distingue par une exploitation directe de ses infrastructures et flottes pour la collecte et le traitement des déchets, principalement non dangereux, avec des contrats de long terme pour des clients publics et privés. La société, cotée à la bourse d'Helsinki a réalisé un chiffre d'affaires d'environ 427 millions d'euros en 2025 et emploie plus de 5.500 collaborateurs.
- Fomento de Construcciones y Contratas (FCC) est un groupe espagnol présent dans la construction, les services urbains et environnementaux. Son pôle environnement regroupe des activités de collecte, de traitement et de gestion des déchets pour les collectivités locales. FCC est positionnée sur les déchets non dangereux et présente majoritairement des contrats pluriannuels pour des clients publics, en assurant l'exploitation de ses installations et flottes. La société, cotée à la bourse de Madrid, a réalisé un chiffre d'affaires d'environ 10,0 milliards d'euros en 2025 et emploie plus de 72.000 collaborateurs (dont plus de 50.000 dédiés aux services environnementaux).
- Séché Environnement SA est un groupe français opérant dans les solutions sur la réduction d'impact environnementaux. Ses activités couvrent notamment la collecte, le traitement, la valorisation et le stockage des déchets auprès d'une clientèle publique et privée, avec une exposition significative aux déchets dangereux. La société est cotée sur Euronext Paris. Elle a réalisé un chiffre d'affaires de 1,3 milliards d'euros en 2025 et emploie plus de 7.300 collaborateurs.

- Derichebourg SA est un groupe français spécialisé dans les services à l'environnement notamment le recyclage de déchets. Il intervient principalement dans la collecte, le tri, le recyclage et la valorisation des déchets issus des activités économiques et des collectivités. Derichebourg opère une partie significative de sa chaîne de valeur en propre, avec des contrats pluriannuels auprès d'acteurs publics et privés pour les déchets non dangereux. La société, cotée sur Euronext Paris, a réalisé un chiffre d'affaires d'environ 3,3 milliards d'euros en 2025 et emploie plus de 5.500 collaborateurs.
- A2A S.p.A. est un groupe italien multi-services intervenant notamment dans l'énergie et la gestion des déchets urbains. Son segment environnement comprend le nettoyage des rues et la collecte des déchets notamment auprès des collectivités locales. La société, cotée à la bourse de Milan, a réalisé un chiffre d'affaires d'environ 14,1 milliards d'euros en 2025.
- Veolia Environnement SA est un groupe actif dans les services à l'environnement, structuré autour de la gestion des déchets, de l'eau et de l'énergie. Il intervient sur l'ensemble du cycle de vie des déchets, de la collecte, au traitement, à la valorisation, ainsi que sur la propreté pour des clients publics et privés. Veolia dispose d'une intégration complète sur la chaîne de valeur déchets. Le groupe, coté sur Euronext Paris, a réalisé un chiffre d'affaires d'environ 44,4 milliards d'euros en 2025 et emploie plus de 200.000 collaborateurs.
- Hera S.p.A. est une société italienne active dans les domaines de la gestion des déchets, de l'eau et des services énergétiques. Elle intervient notamment dans la collecte, le traitement et la valorisation des déchets, ainsi que dans la gestion d'infrastructures environnementales. Hera exploite directement ses centres de traitement et de valorisation, avec peu de recours à la sous-traitance, et dispose de contrats long terme avec une clientèle publique et privée. La société est cotée à la bourse de Milan et a réalisé un chiffre d'affaires d'environ 12,9 milliards d'euros en 2025.

3.3.4.2 - Analyse des comparables boursiers

Les taux de croissance de chiffre d'affaires entre 2026 et 2028 des sociétés comparables sont présentés ci-après :

Analyse des sociétés comparables			
Comparables boursiers	Croissance du CA		
	25/26	26/27	27/28
Iren SpA	5,7%	0,8%	2,2%
Befesa S.A.	8,3%	9,5%	-0,4%
Lassila & Tikanoja Plc	3,5%	3,5%	7,0%
Fomento de Construcciones y Contratas, S.A.	1,0%	3,6%	5,7%
Séché Environnement SA	5,6%	9,9%	2,8%
Derichebourg SA	8,1%	5,4%	9,7%
A2A S.p.A.	1,9%	-2,7%	-0,3%
Veolia Environnement SA	4,5%	4,0%	3,4%
Hera S.p.A.	-0,9%	1,0%	2,1%
Moyenne	4,2%	3,9%	3,6%
Médiane	4,5%	3,6%	2,8%
Groupe Pizzorno Environnement	2,1%		

Source : Capital IQ au 18/05/2026

Entre 2025 et 2028, les taux de croissance prévisionnelle médians des sociétés comparables sont stables et s'établissent en moyenne à 3,6%. Le TCAM du Groupe sur la même période est inférieur et s'élève à 2,1%.

Les taux de marge d'EBITDA (pré-IFRS 16) entre 2025 et 2028 des sociétés comparables de l'échantillon sont présentés ci-dessous :

Analyse des sociétés comparables			
Comparables boursiers	Marge d'EBITDA		
	2026	2027	2028
Iren SpA	20,4%	21,1%	21,4%
Befesa S.A.	20,4%	18,9%	20,2%
Lassila & Tikanoja Plc	19,1%	19,8%	19,9%
Fomento de Construcciones y Contratas, S.A.	15,9%	15,9%	15,7%
Séché Environnement SA	17,7%	18,0%	18,4%
Derichebourg SA	8,9%	10,0%	10,3%
A2A S.p.A.	15,1%	16,0%	16,7%
Veolia Environnement SA	15,9%	16,2%	16,3%
Hera S.p.A.	12,1%	12,6%	12,8%
Moyenne	16,2%	16,5%	16,9%
Médiane	15,9%	16,2%	16,7%
Groupe Pizzorno Environnement		15,0%	

Source : Capital IQ au 18/05/2026

Entre 2026 et 2028, les taux de marge d'EBITDA prévisionnels médians des sociétés comparables sont en légère hausse en s'établissant à 16,7% en 2028 contre 15,9% en 2026, soit des taux légèrement supérieurs à ceux du Groupe (15,0% en moyenne, pré-IFRS 16).

Ainsi, les écarts de croissance et de marge d'EBITDA observés entre le Groupe et les sociétés comparables s'expliquent en partie par les différences de positionnement et de modèle économique au sein de l'échantillon retenu. Celui-ci comprend en effet des acteurs des services environnementaux dont l'exposition aux activités de collecte, de traitement et de valorisation des déchets, la structure contractuelle ou encore le degré d'intégration opérationnelle diffèrent de ceux du Groupe. Néanmoins, bien que ce différentiel soit un peu plus marqué en termes de croissance de chiffre d'affaires, les marges observées au sein de l'échantillon demeurent globalement homogènes et s'inscrivent dans des niveaux cohérents avec ceux du Groupe.

3.3.4.3 - Multiples obtenus et choix des multiples

Nous avons retenu le multiple d'EBITDA qui permet d'extérioriser les bénéfices réalisés par les sociétés sans tenir compte des différentiels de politiques d'amortissements. Par ailleurs, l'EBITDA, tel que modélisé par la Société et publié par les sociétés cotées comparables, n'intègre pas les dotations aux provisions lesquelles se constituent notamment des provisions pour remise en état des sites et pour post exploitation.

Comme précisé en section 1.2.6, le Groupe élabore ses comptes consolidés en IFRS, et suit en particulier les directives imposées par la norme IFRS 16 au niveau des contrats de location opérationnelle. Nous avons retenu l'EBITDA pré-IFRS 16 tel que présenté dans le plan d'affaires du Groupe.

Par ailleurs, en vue d'homogénéiser le traitement avec les agrégats de la Société ajustés des effets de la norme IFRS 16, nous avons retraité les impacts de la norme (i) sur l'EBITDA des sociétés cotées comparables et (ii) sur leur valeur d'entreprise, en la retraitant de la dette de loyer opérationnelle.

Nous avons exclu les multiples :

- de chiffre d'affaires car celui-ci n'est applicable que si les niveaux de marge observés chez les comparables sont proches. Or, Groupe Pizzorno Environnement présente des marges opérationnelles légèrement décorrélées des marges des sociétés de notre échantillon ;
- d'EBIT en raison des différences de politiques d'amortissements existantes entre les différentes sociétés de l'échantillon et le Groupe, et des impacts des dotations et reprises sur tel qu'expliqué *supra* ;

- de PER (Price to Earnings Ratio) compte tenu des écarts de structure financière entre les sociétés comparables et des éléments de résultats non courants pouvant affecter les résultats des sociétés.

Le tableau présenté ci-dessous récapitule les multiples d'EBITDA de l'ensemble des sociétés comparables de l'échantillon retenu :

Multiples des sociétés comparables			
Comparables boursiers	VE/EBITDA		
	2026	2027	2028
Iren SpA	5,5x	5,3x	5,1x
Befesa S.A.	7,3x	7,2x	6,8x
Lassila & Tikanoja Plc	4,2x	3,9x	3,6x
Fomento de Construcciones y Contratas, S.A.	5,2x	5,0x	4,8x
Séché Environnement SA	5,7x	5,1x	4,9x
Derichebourg SA	4,7x	4,0x	3,5x
A2A S.p.A.	6,3x	6,1x	5,9x
Veolia Environnement SA	6,0x	5,6x	5,4x
Hera S.p.A.	6,7x	6,3x	6,1x
Moyenne	5,7x	5,4x	5,1x
Médiane	5,7x	5,3x	5,1x

Source : Capital IQ au 18/05/2026

3.3.4.4 - Application de la méthode

Nous avons retenu les multiples médians VE / EBITDA des années 2026 à 2028 pour l'échantillon des sociétés comparables sélectionnées, étant entendu que la valeur d'entreprise (VE) des sociétés comparables correspond à leur capitalisation boursière (sur la base d'une moyenne 1 mois au 18 mai 2026) augmentée de leur dette financière nette consolidée ajustée ou diminuée de leur trésorerie nette ajustée, que nous avons appliqués aux EBITDA prévisionnels (2026-2028) du Groupe.

Par ailleurs, bien que les sociétés comparables de l'échantillon présentent en moyenne une capitalisation boursière supérieure à celle de Groupe Pizzorno Environnement, nous n'observons pas de différence majeure et mécanique entre les multiples des sociétés de taille importante (Veolia, A2A, Hera...) et ceux des sociétés de taille plus réduite, proche de celle du Groupe (Befesa, Derichebourg et Lassila Tikanoja Plc).

Ainsi, nous n'avons pas retenu de décote de taille sur les multiples ressortant de l'échantillon de comparables boursiers retenu, cette dernière n'apparaissant pas justifiée au regard de l'analyse menée *supra*.

3.3.4.5 - Résultats

Le tableau ci-dessous synthétise la valeur implicite du Groupe obtenue par la méthode des comparables boursiers :

GPE - Evaluation par la méthode des comparables boursiers	
En m€	Moyenne 26-28
Valeur d'entreprise	226,1
Dette financière nette ajustée	-23,5
Valeur des fonds propres	202,7
Nombre d'actions (en milliers)	3 864
Valeur par action (€)	€ 52,45
Prix d'Offre (€)	62,50 €
Prime offerte par le Prix d'Offre	19,2%

La valeur de l'action Groupe Pizzorno Environnement ressort, en synthèse, selon la méthode des comparables boursiers, à **52,45€**.

Le Prix d'Offre de 62,50€ fait ressortir une prime de **19,2%** sur la valeur obtenue par cette méthode.

Par ailleurs, la valeur extériorisée par cette méthode apparaît globalement cohérente avec celle obtenue à titre indicatif par l'application de la formule prévue dans le pacte d'actionnaires après ajustement du multiple de référence aux conditions de marché actuelles (5,4x contre 7,0x initialement), laquelle conduit à une valeur de 56,55€ par action, tel que présenté en section 3.3.1.1.

4 - Analyse des éléments d'appréciation du Prix d'Offre de l'Etablissement Présentateur

Les travaux et conclusions de l'Etablissement Présentateur sont présentés dans le Projet de Note d'Information de la présente Offre.

Dans le cadre de l'appréciation du Prix d'Offre, l'Etablissement Présentateur a retenu l'approche suivante pour évaluer les actions de Groupe Pizzorno Environnement.

4.1 - Méthodes d'évaluation écartées :

L'Etablissement Présentateur a écarté les méthodes et références suivantes :

- Méthode de l'actualisation des dividendes futurs ;
- Méthode des transactions comparables ;
- Méthode de l'actif net comptable ;
- Référence aux objectifs de cours des analystes.

Nous avons également écarté ces approches, ainsi que la référence à l'Actif Net Réévalué pour les raisons évoquées en section 3.2 du présent rapport.

4.2 - Méthodes d'évaluation retenues :

Dans le cadre de l'appréciation du Prix d'Offre, l'Etablissement Présentateur a retenu les approches suivantes pour évaluer les actions de la Société :

- Référence aux transactions récentes sur le capital (retenue à titre principal) ;
- Méthode des flux de trésorerie actualisés (retenue à titre principal) ;
- Référence aux cours de bourse historiques (retenue à titre principal) ;
- Méthode des comparables boursiers (retenue à titre secondaire).

Nous avons également retenu, à titre principal, la référence aux transactions récentes sur le capital, la méthode des flux de trésorerie actualisés et la référence aux cours de bourse et à titre secondaire la méthode des comparables boursiers.

Notre approche est décrite en section 3.3 du présent rapport.

L'examen des travaux d'évaluation mis en œuvre par l'Etablissement Présentateur nous conduit à formuler les commentaires suivants :

4.2.1 - Référence aux transactions récentes sur le capital

L'Etablissement Présentateur a fait référence à la cession des 1.225.617 actions de la Société détenues par le Groupe Familial à Paprec en février 2026, au prix de 62,50€ par action en application de la Promesse n°1.

Nous avons pour notre part également fait référence à cette transaction à titre principal pour les raisons évoquées en section 3.3.1.1 du présent rapport, sans extérioriser de divergence d'appréciation de la valeur de l'action GPE par référence à cette transaction.

4.2.2 - Méthode des flux de trésorerie actualisés

Pour mettre en œuvre cette méthode, l'Etablissement Présentateur a :

- utilisé les prévisions d'exploitation établies par le management du Groupe pour les exercices allant du 31 décembre 2026 au 31 décembre 2029 ;
- extrapolé le plan d'affaires sur cinq exercices supplémentaires (2030-2034), sur la base de ses propres hypothèses :
 - o un taux de croissance annuel de 2,0% ;
 - o une convergence de la marge d'EBITDA vers 16,9% en 2034, soit le niveau moyen observé sur la période 2018-2025 ;
 - o un taux d'impôt effectif de 25,8% de l'EBIT ;
 - o une convergence des investissements vers le niveau médian historique observé sur la période 2018-2025 soit 9,1% du chiffre d'affaires ;
 - o un niveau de dotations aux amortissements égal au niveau d'investissements ;
 - o un niveau de BFR correspondant à celui retenu dans le cadre des tests de dépréciation du Groupe soit 12 jours de chiffre d'affaires.
- calculé une valeur terminale sur la base :
 - o d'un taux de croissance normatif de 2,0% ;
 - o d'une marge d'EBITDA normative de 15,2% correspondant au taux de marge observé en 2034 ajusté de la contribution du site de Pierrefeu-du-Var, qui n'est pas projeté à l'infini par l'Etablissement Présentateur ;
 - o une variation nulle de BFR.
- actualisé les flux au taux de 8,30%. Ce taux correspond au coût moyen pondéré du capital et intègre un taux sans risque de 3,70%, une prime de marché de 4,86% à laquelle est appliqué un coefficient bêta de 0,46 et une prime de taille de 3,21%, un *gearing* de 21%, un coût de la dette de 3,50% et un taux d'impôt de 25,83% ; et
- retranché à la valeur d'entreprise ainsi obtenue le montant de la dette financière nette ajustée calculée au 31 décembre 2025 (46,0m€).

La méthode des flux de trésorerie actualisés, telle qu'appliquée par l'Etablissement Présentateur, fait ressortir une valeur centrale de l'action du Groupe à 50,89€, le Prix d'Offre induisant une prime de 22,8% sur cette valeur.

La mesure de la sensibilité de la valeur de l'action à la variation du taux d'actualisation et du taux de croissance à l'infini fait ressortir une valeur par action comprise entre 48,91€ (taux d'actualisation de 8,60% et taux de croissance à l'infini de 2,00%) et 53,02€ (taux d'actualisation de 8,10% et taux de croissance à l'infini de 2,00%).

La mesure de la sensibilité de la valeur de l'action à la variation du taux d'actualisation et de la marge d'EBITDA en fin de période extrapolée (2034) fait ressortir une valeur par action comprise entre 47,71€ (taux d'actualisation de 8,30% et taux de marge d'EBITDA de 16,40%) et 54,06€ (taux d'actualisation de 8,30% et taux de marge d'EBITDA de 17,40%).

En ce qui concerne les éléments du plan d'affaires, les modalités de mise en œuvre que nous avons retenues pour la méthode des flux de trésorerie actualisés diffèrent de celles de l'Etablissement Présentateur en ce qui concerne les points suivants :

- le taux d'actualisation retenu ;
- les impacts (flux de trésorerie et dette financière nette) liés à la norme IFRS 16 ;
- les hypothèses de niveau d'investissement et de BFR ;
- les hypothèses d'extrapolation du plan d'affaires ainsi que la détermination du flux normatif et de la valeur terminale ;
- le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres.

4.2.2.1 - Détermination du taux d'actualisation

Calcul du coût moyen pondéré du capital		Etablissement Présentateur	Crowe HAF
Taux sans risque	(1)	3,70%	3,69%
Prime de risque du marché	(1)	4,86%	5,96%
Beta désendetté	(2)	0,46	0,58
Gearing	(3)	21,4%	68%
Beta endetté		0,54	0,86
Prime de taille		3,2%	3,23%
Coût des capitaux propres	(4)	9,52%	12,07%
Coût de la dette	(5)	3,5%	3,5%
Taux d'IS		25,8%	25,8%
Coût de la dette après impôts		2,6%	2,6%
D/(D+CP)	(6)	18%	40%
CP/(D+CP)		82%	60%
Coût moyen pondéré du capital		8,30%	8,25%

(1) Oddo BHF Equity Strategy (Mai 2025) (4) Formule du MEDAF
(2) Beta 3 ans moyen des comparables (5) Taux d'intérêt moyen des nouvelles lignes de crédit (2024)
(3) Gearing 3 ans moyen des comparables (6) $D/(D+CP) = g/(1+g)$

Le taux d'actualisation retenu par l'Etablissement Présentateur (8,30%) est relativement proche de celui que nous avons retenu (8,25%) pour l'actualisation des flux de trésorerie.

Les écarts observés proviennent principalement des sources de marché utilisées et des horizons temporels considérés pour la détermination de certains paramètres (notamment du taux sans risque, de la prime de risque marché et du bêta).

4.2.2.2 - Hypothèses retenues sur la période explicite

Les hypothèses retenues sur la période explicite du plan d'affaires que nous avons utilisées proviennent du même plan d'affaires que celui utilisé par l'Etablissement Présentateur.

Comme précisé en section 3.3.2.2 de ce rapport, nos prévisions du plan d'affaires sont globalement identiques à celles utilisées par l'Etablissement Présentateur sur la période explicite.

Néanmoins, nous observons des divergences mineures, présentées ci-dessous :

(i) Traitement IFRS 16

Le différentiel de traitement concernant IFRS 16 se traduit par l'intégration dans nos flux de la charge de loyer correspondante.

Néanmoins, en contrepartie, l'Etablissement Présentateur intègre les dettes locatives dans le calcul de la dette financière nette ajustée.

(ii) Variation du BFR

L'Etablissement Présentateur a retenu un niveau de besoin en fonds de roulement correspondant à 12 jours de chiffre d'affaires, reflétant une vision du BFR d'exploitation du Groupe telle que retenue par la Société dans le cadre de ses tests de dépréciation.

Pour notre part, nous avons retenu le niveau de BFR au 31 décembre 2025 que nous avons normalisé et ajusté d'un certain nombre d'éléments à caractère de dette et de trésorerie, conduisant à un BFR négatif de -9 jours de chiffre d'affaires.

Cette divergence de traitement a un impact positif sur la valeur du Groupe en ce qui concerne le traitement effectué par nos soins dans la mesure où un BFR structurellement négatif est générateur de trésorerie.

(iii) *Taux d'impôt*

L'Etablissement Présentateur a retenu un niveau d'impôt de 25,8% (taux d'impôt maximal applicable). Nous avons pour notre part retenu un taux d'impôt compris entre 25,4% et 25,7% correspondant à l'impôt sur les sociétés en France en vigueur augmenté de la contribution additionnelle sur les bénéfices (cette dernière prise en compte avec abattement de 763k€).

(iv) *Impact global*

Ces différences de prévisions entre le plan d'affaires retenu par l'Etablissement Présentateur et les prévisions retenues par nos soins se traduisent par un écart cumulé de 5,7m€ (inférieur à 10% de la somme des flux de trésorerie) sur les flux de trésorerie disponible sur la période explicite du plan d'affaires, en tenant compte de l'ajustement de la dette de loyer (12,8m€).

4.2.2.3 - Extrapolation

L'Etablissement Présentateur a également procédé à l'extrapolation de la période explicite du plan d'affaires sur cinq exercices supplémentaires (2030-2034) en retenant les hypothèses différenciantes suivantes par rapport à notre approche :

- une marge d'EBITDA qui tend vers un niveau cible de 16,9% à l'horizon, tandis que nous avons procédé à une modélisation détaillée de la période postérieure à 2029 en conservant les projections du Management relatives aux sites de Pierrefeu-du-Var, de traitement des DIB et des DASRI ainsi qu'à l'unité de frais de structure jusqu'à leurs horizons respectifs de fin de prévision, se traduisant par une marge d'EBITDA de 15,4% à l'horizon de la période extrapolée ;
- la prise en compte par l'Etablissement Présentateur d'une variation normative du BFR nulle en considérant que le BFR d'exploitation de la Société serait compensé par les dettes fournisseurs sur immobilisations. Nous avons pour notre part retenu une hypothèse de -9 jours de chiffre d'affaires en lien avec l'analyse effectuée en section 1.2.6.2 du présent rapport ;
- un niveau de CAPEX convergeant vers 9,1% du chiffre d'affaires à horizon 2034 contre un niveau de 8,0% du chiffre d'affaires tout au long de la période extrapolée dans nos travaux.

4.2.2.4 - Flux normatif

La construction du flux normatif mise en œuvre par l'Etablissement Présentateur est cohérente avec notre position en matière de taux de croissance perpétuelle (2,0%). Néanmoins, le niveau de flux normatif retenu par l'Etablissement Présentateur diffère par :

- Pierrefeu-du-Var : l'Etablissement Présentateur ne tient pas compte de la contribution du site de Pierrefeu-du-Var, tandis que nous considérons dans nos travaux une substitution du niveau d'activité et de la marge de ce site à l'infini, postérieurement à son arrêt en 2034 ;
- la marge d'EBITDA normative : l'Etablissement Présentateur retient un taux de marge de 15,2% correspondant au taux de marge observé en 2034 diminué de la contribution du site de Pierrefeu-du-Var, contre 15,9% dans nos travaux, correspondant à la moyenne observée sur le plan d'affaires (y compris Pierrefeu-du-Var) ;
- le besoin en fonds de roulement : l'Etablissement retient un BFR égal à celui observé en fin de période d'extrapolation (soit une variation nulle de BFR), tandis que nous avons retenu un niveau de -9 jours correspondant à celui observé sur le reste du plan d'affaires ;

- le niveau de dotations aux amortissements et d'investissements : l'Etablissement Présentateur a retenu des taux normatifs de 9,1% du chiffre d'affaires, tandis que nous avons retenu des taux normatifs pour ces deux postes de 8% du chiffre d'affaires.

4.2.2.5 - Détermination du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

L'Etablissement Présentateur a retenu un passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres de 46,0m€ au 31 décembre 2025, intégrant la dette financière au 31 décembre 2025 (110,0m€), la trésorerie (-80,2m€), les dettes locatives (12,8m€), les intérêts minoritaires (0,2m€), les titres des sociétés mises en équivalence (-0,2m€), les titres immobilisés (-28,7m€ y compris titres de participations ainsi que les dépôts et cautionnements), les engagements envers le personnel net d'impôts (13,4m€) et autres provisions (31,5m€).

Nous avons retenu un passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres correspondant à la dette financière nette ajustée (23,5m€) détaillée dans la section 3.1.2 du présent rapport.

L'écart s'explique par :

(i) la prise en compte par nos soins des éléments suivants :

- l'avance faite à la société Zéphire pour le financement de l'UVE de Toulon pour -17,6m€ ;
- les créances de comptes courants pour -2m€ (en lien avec le retraitement du BFR) ;
- les dettes sur immobilisations pour 4,6m€ (en lien avec le retraitement du BFR) ;
- les passifs destinés à être cédés nets des actifs associés pour 0,6m€ ;
- les dettes relatives à la succursale en Tunisie pour 0,2m€ (en lien avec le retraitement du BFR).

(ii) des divergences de traitements :

- la réévaluation des intérêts minoritaires pour 3,2m€ contre leur prise en compte pour leur valeur comptable par l'Etablissement Présentateur (0,2m€) ;
- la prise en compte de l'impôt différé actif (-3,5m€) contre le calcul de l'économie d'impôt relatives aux provisions pour indemnités de départ à la retraite par l'Etablissement Présentateur.

(iii) le différentiel de traitement concernant IFRS 16

- l'Etablissement Présentateur prend en compte les dettes locatives pour 12,8m€ dans son passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres, tandis que nous les retraitions.

4.2.2.6 - Conclusion sur la méthode des flux de trésorerie actualisés

La valeur centrale extériorisée par l'Etablissement Présentateur ressort en synthèse à 50,89€ et se situe en-deçà de la valeur extériorisée par nos travaux (56,70€). Cet écart résulte des différents points évoqués ci-avant.

Le Prix d'Offre de 62,50€ extériorise une prime de 22,8% sur la valeur centrale extériorisée par l'Etablissement Présentateur dans le cadre de son approche par les flux de trésorerie actualisés.

4.2.3 - Référence au cours de bourse

L'Etablissement Présentateur a retenu la référence au cours de bourse à titre principal. Nous avons également retenu cette méthode à titre principal.

Si nous affichons en synthèse, comme l'Etablissement Présentateur, le cours de clôture au 16 janvier 2026, le cours moyen pondéré 20 jours et, le cours moyen pondéré 60 jours, l'Etablissement Présentateur présente également le cours moyen pondéré 120 jours et 180 jours.

La valeur de l'action de GPE retenue par l'Etablissement Présentateur en appliquant la référence au cours de bourse ressort dans une fourchette comprise entre 56,00€ (cours de clôture à la date d'annonce) et 60,72€ (cours moyen pondéré 180 jours).

Nous retenons, pour notre part, une valeur de l'action du Groupe par la référence au cours de bourse comprise entre 56,89€ (cours moyen pondéré 20 jours) et 58,99€ (cours moyen pondéré 60 jours).

Nous n'avons pas de divergences d'appréciation sur les calculs effectués.

Le Prix d'Offre de 62,50€ extériorise une prime comprise entre 11,6% et 2,9% sur les différentes valeurs (cours et moyennes de cours de bourse) retenues par l'Etablissement Présentateur.

4.2.4 - Méthode des comparables boursiers

4.2.4.1 - Choix de l'échantillon

Afin d'évaluer le Groupe, l'Etablissement Présentateur a retenu un échantillon composé de cinq sociétés du secteur de gestion des déchets (Veolia Environnement, Hera, Derichebourg, Séché Environnement et Lassila & Tikanoja).

Notre échantillon contient également ces quatre sociétés, ainsi que quatre sociétés non retenues par l'Etablissement Présentateur (Iren Spa, Befesa S.A., Fomento de Construcciones y Contratas S.A. et A2A S.p.A).

4.2.4.2 - Choix des multiples et méthodologie

Les ratios moyens retenus par l'Etablissement Présentateur correspondent à la valeur d'entreprise divisée par l'EBITDA.

Nous avons également retenu le multiple de VE/EBITDA.

L'Etablissement Présentateur a, pour le calcul de ses multiples de sociétés comparables, utilisé des données financières au 26 mai 2026, retenant ainsi la capitalisation boursière des sociétés comparables et la dernière dette nette publiée par ces sociétés à cette même date. Nous avons pour notre part également retenu des données financières à une date proche de la remise du présent rapport, soit une capitalisation boursière des sociétés comparables sur la base d'une moyenne 1 mois au 18 mai 2026 et la dette nette la plus récemment publiée.

Par ailleurs, contrairement à nous, l'Etablissement Présentateur n'a pas procédé aux ajustements sur les agrégats opérationnels et les dettes nettes des comparables boursiers, en lien avec la norme IFRS 16. Néanmoins le traitement appliqué est correct dans la mesure où l'Etablissement Présentateur intègre les dettes locatives dans le calcul de la dette financière nette ajustée.

Les multiples moyens retenus par l'Etablissement Présentateur ont été appliqués aux EBITDA 2026 et 2027 intégrant les effets de la norme IFRS 16, en s'appuyant sur les agrégats issus du plan d'affaires correspondants (IFRS). Nous avons pour notre part appliqué les multiples médians aux EBITDA 2026, 2027 et 2028 retraités de la norme IFRS 16 comme expliqué en section 3.3.4 du présent rapport.

L'Etablissement Présentateur a retenu un passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres correspondant à une dette nette ajustée de 46,0m€ au 31 décembre 2025 (incluant 12,8m€ de dettes IFRS 16) alors que nous avons retenu un montant correspondant à une dette financière nette ajustée de 23,5m€. Les principaux écarts étant expliqués en 4.2.2.5 - du présent rapport.

4.2.4.3 - Conclusion sur la méthode des comparables boursiers

La valeur de l'action du Groupe obtenue par l'Etablissement Présentateur en appliquant la méthode des comparables boursiers ressort dans une fourchette comprise entre 49,80€ et 50,02€.

Nous obtenons, pour notre part, une valeur de l'action du Groupe par la méthode des comparables boursiers de 52,45€.

L'écart observé provient essentiellement des multiples retenus qui proviennent d'échantillons différents, de la prise en compte d'agrégats intégrant les effets de la norme IFRS 16 par l'Etablissement Présentateur, ainsi que du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres, comme explicité ci-avant.

Le Prix d'Offre de 62,50€ extériorise une prime comprise entre 24,9% et 25,5% sur les différentes valeurs retenues par l'Etablissement Présentateur.

5 - Analyse des éventuels opérations et accords connexes à l'Offre

Il a été porté à notre connaissance les accords suivants, susceptibles d'avoir une incidence sur l'appréciation des termes de l'Offre ou son issue :

- Le Nouveau Pacte d'Actionnaires conclu entre le Groupe Familial et Paprec en juin 2026 ;
- Le contrat (ci-après le « Contrat de Cession ») conclu entre la Famille Pizzorno-Devalle et Paprec Holding (Paprec Holding ayant la faculté de se substituer Paprec Group) dans le cadre de la cession des actions visées par l'exercice de la Promesse n°1.

Les principaux termes de ces accords sont décrits dans la partie « Accords susceptibles d'avoir une influence sur l'appréciation de l'Offre ou son issue » du Projet de Note d'Information.

5.1 - Nouveau Pacte d'Actionnaires

Comme évoqué en section 1.3.1, l'Offre fait suite à l'exercice, le 6 février 2026, par la Famille Pizzorno-Devalle, de la Promesse d'Achat n°1 consentie par Paprec Holding dans le cadre du pacte d'actionnaires conclu en 2021 entre ces parties à l'occasion de l'entrée initiale de Paprec Holding au capital de la Société.

À la suite de la réalisation de cette acquisition, Paprec Holding et le Groupe Familial ont conclu le Nouveau Pacte d'Actionnaires qui comprend les principales clauses suivantes :

- des stipulations relatives à la gouvernance du Groupe : composition du Conseil d'administration et de la direction, mandats, décisions réservées notamment concernant le maintien des activités du Groupe ;
- une clause de liquidité matérialisée par un droit de préemption réciproque en cas de projet de transfert de titres, sous réserve de certaines exceptions relatives aux transferts intragroupe ou intrafamiliaux (« transferts libres »), ainsi qu'une restriction des cessions à des transferts hors marché ;
- une promesse d'achat consentie au bénéfice de la Famille Pizzorno-Devalle portant sur tout ou partie des actions qu'elle détient dans la Société, exerçable jusqu'au 12 novembre 2036, selon la formule de prix du précédent pacte (ce-compris l'application du prix plancher de 31,25 euros et du prix plafond de 62,50€), assortie d'un prix forfaitaire de 37,50 € par action pour les exercices intervenant entre le 12 novembre 2033 et le 12 novembre 2036. Ainsi l'application de la formule du nouveau pacte ce jour, conduirait à retenir un prix de 62,50€, identique au Prix d'Offre.
- la mise en place d'une politique de distribution encadrée prévoyant (i) l'absence de distribution complémentaire au titre de l'exercice 2025 (ii) une distribution minimale de 5 M€ au titre de l'exercice 2026 et (iii) à compter de 2027, une politique de distribution fondée sur des seuils de résultat distribuable, sous réserve des besoins d'investissement et de développement de la Société ;
- le maintien d'une action de concert entre Paprec et les Actionnaires Familiaux, Paprec exerçant le contrôle exclusif de la Société et assurant seul la conduite et le financement de l'offre publique obligatoire, les Actionnaires Familiaux s'engageant notamment à ne pas apporter leurs titres à l'Offre ni à acquérir de titres supplémentaires avant sa réalisation.

En synthèse, les stipulations du Nouveau Pacte d'Actionnaires nous conduisent à considérer que celui-ci n'est pas de nature à remettre en cause l'équité des conditions financières de l'Offre ni l'égalité de traitement entre les actionnaires de Groupe Pizzorno Environnement dans le cadre de l'Offre.

5.2 - Contrat de Cession

Le Contrat de Cession conclu entre la Famille Pizzorno-Devalle et Paprec Holding faisant suite à l'exercice de la Promesse d'Achat n°1 décrit et prévoit l'acquisition par Paprec Group (ou toute société contrôlée qui lui serait substituée) de 1.225.617 actions de la société Groupe Pizzorno Environnement au prix de 62,50€ par action correspondant au Prix d'Offre.

Notre analyse montre que ce contrat prévoit principalement les modalités usuelles d'une cession de bloc de contrôle, notamment la définition du périmètre des titres cédés, les modalités de paiement du prix, les conditions de réalisation de l'opération, les engagements de coopération des parties ainsi que des déclarations et garanties limitées à la propriété des titres et à la capacité des parties à conclure l'opération.

Le Contrat de Cession ne prévoit notamment ni mécanisme d'ajustement de prix, ni complément de prix (earn-out), ni garantie d'actif et de passif au bénéfice de l'acquéreur, ni avantage financier particulier susceptible de procurer aux cédants une contrepartie additionnelle distincte du prix de cession des actions pouvant remettre en cause l'équité du Prix d'Offre.

6 - Analyse des observations écrites d'actionnaires

Nous avons reçu, plusieurs courriers adressés par le cabinet Julien Visconti Avocat SELARLU, intervenant en qualité de conseil juridique de la société GMB Invest, actionnaire minoritaire de la Société, en date du 13 mai 2026 et du 21 et 22 juillet 2026.

Ainsi, par courrier en date du 13 mai 2026, l'actionnaire concerné nous a communiqué des observations préliminaires relatives au projet d'offre, lesquelles ont été prises en considération dans le cadre de nos travaux tel que présenté dans les sections suivantes. Nous précisons que les analyses présentées dans la section 6.2 ci-après n'ont pas été communiquées audit actionnaire et à son conseil à la date du présent rapport.

Des observations complémentaires nous ont été communiquées en date du 24 juillet 2026, lesquelles portent principalement sur les travaux menés par l'Etablissement Présentateur concernant les éléments suivants :

- La valorisation sur la base du plafond contractuel 2021
- Le cours de bourse
- Le plan d'affaires établi par la Société (y compris le calcul de la dette financière nette)
- La méthode des comparables boursiers
- La méthode des transactions comparables

L'appréciation de ces différents éléments dans le cadre de la mise en œuvre de nos travaux est présentée en section 3.3 du présent rapport. Ce dernier intègre également l'appréciation des travaux de l'Etablissement Présentateur laquelle fait l'objet de la section 4. Plus spécifiquement, le point concernant la valorisation sur la base du plafond contractuel est présenté ci-après (sections 6.1.2).

Par ailleurs le conseil de l'actionnaire a indiqué, par courrier en date du 21 et 22 juillet 2026, que ce dernier souhaitait disposer d'un délai supplémentaire afin de formuler des observations complémentaires et détaillées sur le projet d'offre qui nous seraient communiquées à une date qui pourrait être ultérieure à la date de tenue de la réunion du Comité Ad hoc et du Conseil d'Administration ayant vocation à rendre son avis motivé sur l'Offre (28 juillet 2026).

À la date de communication du présent rapport au Comité Ad hoc (27 juillet 2026), nous n'avons pas reçu d'autres observations que celles communiquées dans le courrier du 24 juillet 2026. Nous précisons par ailleurs avoir précisé au conseil dudit actionnaire notre disponibilité pour prendre connaissance de tout élément complémentaire qui nous aurait été communiqué et, le cas échéant, en apprécier la pertinence au regard de nos travaux et conclusions.

6.1 - Présentation des arguments développés dans les observations

GMB Invest est une société à responsabilité limitée de droit belge, actionnaire de la Société depuis fin 2011, détenant 20,15% du capital social de Groupe Pizzorno Environnement. Le courrier a été simultanément adressé à l'Autorité des Marchés Financiers, à l'expert indépendant ainsi qu'aux membres du comité ad hoc de la Société.

Dans ce courrier, GMB Invest exprime son opposition aux conditions de l'opération et conteste le caractère équitable du prix de 62,50 euros par action proposé par l'Initiateur.

Le courrier développe quatre séries d'arguments articulés de la manière suivante :

6.1.1 - L'offre publique obligatoire résulte des stipulations du pacte conclu par le Concert en 2021

GMB Invest souligne que l'entrée de Paprec Holding au capital de la Société en 2021 s'est accompagnée de la conclusion d'un pacte d'actionnaires prévoyant notamment un droit de préemption au bénéfice de Paprec Holding ainsi que diverses restrictions de transfert applicables aux Actionnaires Historiques. Selon GMB Invest, ces stipulations auraient eu pour effet de limiter significativement la liquidité de la participation détenue par Famille Pizzorno-Devalle jusqu'à l'échéance du pacte.

Dans ce contexte, GMB Invest relève que le pacte prévoyait une promesse d'achat consentie par Paprec Holding permettant à la Famille Pizzorno-Devalle de céder un bloc représentant au minimum 30,01 % du capital de la Société selon une formule de prix encadrée par un prix plancher et un prix plafond fixé à 62,50€ par action (ci-après le « Plafond Contractuel 2021 »).

Selon GMB Invest, la combinaison des restrictions de cession prévues par le pacte et de l'existence de cette promesse d'achat rendait hautement probable la réalisation de cette cession avant l'expiration de la période d'exercice de la promesse (11 novembre 2028). GMB Invest considère ainsi que, dès lors que l'application de la formule contractuelle conduisait à atteindre le plafond contractuel de 62,50€ par action, l'exercice de la promesse d'achat devenait économiquement inéluctable.

GMB Invest en déduit que le prix de 62,50€ par action résulte principalement de mécanismes contractuels définis lors de la conclusion du pacte en 2021 et estime que cette circonstance doit être prise en considération dans l'appréciation de l'équité du prix de l'Offre.

6.1.2 - Le Plafond Contractuel 2021 constitue un prix minimal mais non équitable

GMB Invest soutient que le prix de 62,50€ par action, correspondant au plafond contractuel fixé dans le cadre des accords conclus en 2021, ne saurait constituer en lui-même une référence suffisante pour apprécier le caractère équitable de l'offre publique obligatoire dans la mesure où il résulte d'un mécanisme contractuel intégré à un accord global entre les Membres du Concert, incluant des accords connexes. GMB Invest considère ainsi que ce prix est un prix plafond conventionnel et non une référence intrinsèquement représentative de la valeur de la Société, notamment au regard de ses performances financières et des conditions de marché.

6.1.3 - Le multiple de valorisation convenu par les Membres du Concert en 2021 est obsolète

GMB Invest relève que l'acquisition initiale (2021) avait été réalisée sur la base d'un multiple induit de 6,9x l'EBITDA, dans le contexte de la crise sanitaire qui avait eu un impact négatif sur l'activité. Le courrier soutient que les perspectives de la Société se sont considérablement améliorées depuis lors, illustrant cette affirmation par la croissance du carnet de commandes.

6.1.4 - Le cours de bourse n'est pas représentatif de la valeur intrinsèque

GMB Invest avance plusieurs motifs pour écarter la référence au cours de bourse :

(i) les Actionnaires Historiques sont désintéressés de l'évolution du cours du fait de l'illiquidité contractuelle de leur participation et du mécanisme de liquidité indépendant de la capitalisation boursière ;

(ii) Paprec Holding est exposée à un conflit d'intérêts dès lors qu'elle avait intérêt à une évolution défavorable du cours préalablement à l'offre obligatoire ;

(iii) la perspective quasi-certaine du changement de contrôle au Plafond Contractuel 2021 a créé un « *point de fixation* » du cours autour de 62,50 euros ;

(iv) illiquidité du titre (flottant et rotation limités).

Le courrier relève enfin que le cours de bourse s'est presque toujours établi à un niveau supérieur au Plafond Contractuel 2021 au cours des deux années précédant l'annonce de l'Offre.

6.2 - Analyse et appréciation des observations

6.2.1 - Sur le caractère prédéterminé de l'Offre et le rôle du pacte d'actionnaires de 2021

Le pacte d'actionnaires prévoyait notamment (i) un droit de préemption de sorte que la Famille Pizzorno-Devalle aurait pu vendre ses actions hors marché à un prix plus élevé, ou à Paprec à ce prix plus élevé en cas d'exercice de son droit de préemption, (ii) un engagement interdisant à la Famille Pizzorno-Devalle de céder ses actions sur le marché et (iii) une promesse d'achat au bénéfice de la Famille Pizzorno-Devalle, exerçable au plus tard le 11 novembre 2028, avec un prix encadré par un plancher de 31,25 euros et un plafond de 62,50 euros par action ne permettant donc pas de tenir compte, en cas d'application de l'un de ces prix, de la performance financière de la Société (au travers de la prise en compte de la formule de valorisation et plus précisément de l'EBITDA).

Ces éléments ont été pris en compte dans nos travaux d'évaluation, ce qui justifie que notre appréciation du caractère équitable ne repose pas sur cette seule référence transactionnelle. C'est dans ce cadre que nous avons conduit une analyse multicritère, fondée sur les critères d'évaluation objectifs usuellement retenus et les caractéristiques propres de la Société. Les résultats de cette analyse, présentés dans les sections précédentes du présent rapport, permettent de situer le Prix d'Offre au regard de la valeur de la Société déterminée selon les méthodologies usuelles (notamment intrinsèque et analogique), indépendamment de la genèse contractuelle du prix retenu.

Néanmoins nous avons tout de même considéré cette opération comme une transaction de référence et nous renvoyons à la section 3.3.1.1 du présent rapport dans laquelle nous avons analysé la transaction intervenue et formulé les raisons conduisant à retenir cette référence à titre principal.

6.2.2 - Sur l'obsolescence alléguée du multiple de valorisation de 7x l'EBITDA

GMB Invest fait valoir que le multiple de 7,0x⁶ l'EBITDA de la promesse d'achat a été fixé dans un contexte de crise sanitaire et que l'amélioration substantielle des perspectives de la Société, illustrée par la croissance du carnet de commandes entre 2021 et 2025, justifierait un multiple plus élevé.

Nous avons examiné cet argument au regard de nos propres travaux d'évaluation lesquels s'appuient sur des méthodes qui reflètent les conditions de marché actuelles et les perspectives de la Société. A ce titre, et comme indiqué en section 3.3.1.1, notre analyse des sociétés cotées comparables fait ressortir une contraction des niveaux de valorisation sectoriels depuis 2021, le multiple d'EBITDA médian observé étant passé de 8,3x à 6,4x entre 2021 et 2025. Dans ce contexte, et en raisonnant par extrapolation, le multiple contractuel de 7,0x retenu en 2021 s'apparenterait aujourd'hui à un multiple d'environ 5,4x l'EBITDA, conduisant à une valeur théorique de 56,55€ par action par application de la formule du pacte d'actionnaires.

⁶ Le multiple contractuel de 7,0x étant supérieur au multiple de 6,9x extériorisé dans le cadre de l'acquisition initiale.

Concernant la dynamique commerciale invoquée par GMB Invest, nous confirmons avoir pris en considération l'évolution du carnet de commandes et, plus généralement, les perspectives de croissance de la Société telles qu'elles ressortent du plan d'affaires retenu pour nos travaux d'évaluation.

A ce titre, la situation actuelle et future du carnet de commandes est prise en compte dans le plan d'affaires de la Société et donc de facto dans les résultats extériorisés par la méthode DCF et la méthode des comparables boursiers, cette dernière permettant également d'appréhender l'évolution du multiple d'EBITDA au cours de la période.

6.2.3 - Sur l'absence alléguée de pertinence du cours de bourse

GMB Invest développe un argumentaire circonstancié visant à écarter la référence au cours de bourse, fondé d'une part sur le désintérêt allégué des Membres du Concert pour l'évolution du cours et leur possible conflit d'intérêts, d'autre part sur l'effet de « *point de fixation* » qu'aurait exercé la perspective de l'offre au prix du Plafond Contractuel 2021, et enfin sur les indicateurs d'illiquidité du titre.

(i) Concernant les indicateurs de liquidité, l'effet allégué de point de fixation du cours et le fait que le cours de bourse s'est « presque toujours établi à un niveau supérieur au Plafond Contractuel 2021 » au cours des deux années précédant l'annonce : nous avons analysé la liquidité du titre Groupe Pizzorno Environnement (volumes échangés, flottant, rotation du capital) ainsi que l'évolution du cours sur la période considérée. Cette analyse met en évidence une liquidité structurellement limitée et une certaine convergence du cours vers le niveau de 62,50€, sans qu'il puisse toutefois être établi de manière univoque l'existence d'un point de fixation autour de ce niveau. En particulier, la période étudiée (1 an précédent l'annonce) fait apparaître de multiples points bas inférieurs à ce seuil. Par ailleurs, l'échéance d'exercice de la promesse (11 novembre 2028, soit près de 3 ans à compter de la date d'exercice de la promesse) ne permet pas de conclure à l'absence de formation autonome du cours sur la période considérée.

(ii) Concernant le conflit d'intérêts allégué : L'argument relatif au conflit d'intérêts des Membres du Concert vis-à-vis de l'évolution du cours de bourse est noté. Nous observons toutefois que cet élément relève de l'appréciation de l'AMF et non de la mission de l'expert indépendant.

A ce titre, la référence au cours de bourse est présentée à titre principal dans nos travaux, avec les réserves méthodologiques appropriées eu égard aux caractéristiques de liquidité du titre. Nous observons par ailleurs que cette approche est conforme aux pratiques de place en matière d'expertise indépendante pour des titres présentant un flottant réduit.

6.3 - Conclusion sur l'impact du courrier sur l'appréciation du caractère équitable du prix

Au terme de l'examen du courrier de GMB Invest en date du 13 mai 2026 et de l'analyse détaillée de chacun des arguments qui y sont développés, nous concluons que les observations formulées par cet actionnaire minoritaire ne sont pas de nature à remettre en cause l'appréciation que nous avons portée sur le caractère équitable du prix de l'offre pour les actionnaires minoritaires de Groupe Pizzorno Environnement.

Cette conclusion est motivée par les considérations suivantes :

- Premièrement, les préoccupations exprimées par GMB Invest concernant l'origine contractuelle du prix de l'offre et la qualification du Plafond Contractuel 2021 comme prix minimal sont justifiées et ont été pleinement appréhendées dans le cadre de nos travaux.

Notre appréciation de la valeur de l'action de la Société ne repose pas sur la validation du prix contractuel en tant que tel, mais sur une approche multicritère.

- Deuxièmement, l'argument relatif à l'obsolescence du multiple de valorisation de 2021 est pris en compte par construction dans nos travaux, dès lors que notre évaluation repose sur les données financières actuelles et les perspectives futures de la Société par le biais de la méthode DCF et de la méthode des comparables boursiers.
- Troisièmement, les réserves formulées concernant la pertinence du cours de bourse ont été intégrées à notre analyse tenant notamment compte des caractéristiques objectives de liquidité du titre.
- Quatrièmement, l'ensemble des arguments soulevés par GMB Invest ont été confrontés aux résultats de nos travaux d'évaluation et n'ont pas mis en évidence d'éléments de nature à modifier les conclusions auxquelles nous sommes parvenues par la mise en œuvre de notre approche multicritère.

En conséquence, nous confirmons que le courrier de GMB Invest, dont nous avons pris connaissance et analysé l'intégralité du contenu, ne modifie pas notre appréciation telle que présentée dans les conclusions du présent rapport d'expertise indépendante.

7 - Conclusion sur le caractère équitable du prix offert

Le tableau ci-dessous présente l'ensemble des résultats obtenus par nous-mêmes et l'Etablissement Présentateur et fait ressortir les primes suivantes par rapport aux valeurs résultant des méthodes d'évaluation que nous avons jugées pertinentes :

En €/action	Etablissement Présentateur			Expert	Primes offertes par le prix d'Offre de 62,50€
	Bas	Valeur centrale	Haut	Valeur centrale	
Méthodes retenues à titre principal :					
Référence à la transaction de juin 2026		62,50 €		62,50 €	0,0%
Méthode des flux de trésorerie actualisés	47,72 €	50,89 €	54,06 €	56,70 €	10,2%
Référence au cours de bourse					
Cours de clôture au 16 janvier 2026		56,00 €		56,00 €	11,6%
Cours moyen pondéré 20 jours*		56,89 €		56,89 €	9,9%
Cours moyen pondéré 60 jours*		58,99 €		58,99 €	6,0%
Cours moyen pondéré 120 jours*		58,99 €		58,99 €	6,0%
Cours moyen pondéré 180 jours*		60,72 €		60,72 €	2,9%
Cours moyen pondéré 250 jours*		n/a		62,38 €	0,2%
Méthode retenue à titre secondaire :					
Méthode des comparables boursiers (VE/EBITDA)	49,80 €	n/a	50,02 €	52,45 €	19,2%

n/a : non applicable

* Calcul des cours moyens pondérés au 16/01/2026

L'Offre fait suite à la réalisation de l'acquisition par Paprec, le 9 juin 2026, de 1.225.617 actions représentant 30,64% du capital de la Société, au prix de 62,50€, auprès de la Famille Pizzorno-Devalle. Cette acquisition résulte de l'exercice, le 6 février 2026, par la Famille Pizzorno-Devalle, de la promesse d'achat qui lui avait été consentie par Paprec, dans le cadre du pacte concertant conclu en 2021, à l'occasion de la prise de participation initiale de Paprec Holding dans la Société pour 20% du capital.

L'Offre revêt un caractère obligatoire et sera réalisée selon la procédure simplifiée régie par les articles 233-1 et suivants et 234-2 et suivants du règlement général de l'AMF.

A l'issue de l'Offre, l'Initiateur n'a pas l'intention de demander à l'AMF la mise en œuvre d'un retrait obligatoire.

L'analyse des accords connexes à l'Offre ne fait pas apparaître d'élément susceptible de remettre en cause le prix d'Offre offert aux actionnaires.

L'Offre est facultative pour les actionnaires de Groupe Pizzorno Environnement et permet aux actionnaires qui le souhaitent d'apporter tout ou partie de leurs actions à l'Offre, tout en laissant la possibilité à ceux qui le souhaitent de rester au capital.

Notre analyse de la valeur de l'action du Groupe fait ressortir des valeurs :

- de 62,50€ au titre de la transaction de référence intervenue sur le capital (méthode retenue à titre principal) ;
- de 56,70€ selon la méthode des flux de trésorerie actualisés (méthode retenue à titre principal) ;
- comprises entre 56,89€ (cours moyen pondéré 20 jours) et 58,99€ (cours moyen pondéré 60 jours) pour la référence aux moyennes de cours de bourse (méthode retenue à titre principal) ;
- de 52,45€ selon la méthode des comparables boursiers (méthode retenue à titre secondaire).

Le prix offert de 62,50€ par action dans le cadre de l'Offre :

- ne présente ni prime ni décote sur le prix de transaction de référence intervenue sur le capital de la Société ;
- présente une prime de 10,2% sur la valeur ressortant de la méthode des flux de trésorerie actualisés ;
- présente une prime comprise entre 6,0% (cours moyen pondéré 60 jours) et 9,9% (cours moyen pondéré 20 jours) pour la référence au cours de bourse ;
- présente une prime de 19,2% sur la valeur ressortant de la méthode des comparables boursiers.

En synthèse, l'Offre constitue pour les actionnaires du Groupe qui le souhaitent une possibilité de bénéficier d'une liquidité immédiate de leur participation à un prix similaire à la transaction de juin 2026, et présentant une prime sur les différentes moyennes de cours de bourse, sur la valeur extériorisée par la méthode d'évaluation intrinsèque (méthode des flux de trésorerie actualisés) et la méthode analogique mise en œuvre (méthode des multiples observés sur des sociétés cotées comparables retenue à titre secondaire).

Sur la base de l'ensemble de ces éléments d'appréciation, notre opinion est que le prix de 62,50€ par action proposé par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée, est équitable, du point de vue financier, pour les actionnaires minoritaires de Groupe Pizzorno Environnement.

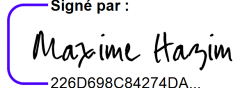
Fait à Levallois-Perret, le 27 juillet 2026

L'expert indépendant
Crowe HAF
Membre de Crowe Global

Signé par :

1BE261BC0E384A6...

Olivier Grivillers

Signé par :

226D698C84274DA...

Maxime Hazim

8 - Annexe – Lettre de mission



www.crowe-haf.fr

Proposition de mission relative à la
réalisation d'une expertise indépendante
sur la valeur des titres de la société
Groupe Pizzorno Environnement
dans le cadre d'une offre publique d'achat
simplifiée initiée par Paprec Holding

19 Janvier 2026

Audit / Tax / Advisory

Smart decisions. Lasting value.

Sommaire

- 1. Définition de la mission 1
- 2. Présentation de nos activités et de notre expertise 4
- 3. Notre approche de la mission 10
- 4. Notre proposition d'intervention 12
- 5. Conditions particulières 13
- 6. Acceptation de la mission 14
- Annexes : 15
- Annexe 1 : Estimation du budget..... 16
- Annexe 2 : Curriculum vitae des intervenants 17
- Annexe 3 : Références 22



Crowe HAF
16 rue Camille Pelletan
92300 Levallois-Perret
Tél +33 (0)1 41 05 98 40
contact@crowe-haf.fr
www.crowe-haf.fr

Groupe Pizzorno Environnement
109 rue Jean Aicard
83300 Draguignan

Levallois-Perret, le 19 janvier 2026

PERSONNEL ET CONFIDENTIEL

Madame, Monsieur,

Nous avons le plaisir de vous adresser notre proposition de mission relative à la mission d'expertise indépendante portant sur l'évaluation des titres de la société Groupe Pizzorno Environnement, dans le cadre de l'offre publique d'achat simplifiée (« OPAS » ou l'« Offre ») envisagée par Paprec Holding (ci-après l'« Initiateur »).

Notre compréhension du contexte et de l'objectif de la mission que vous envisagez de nous confier, ainsi que les travaux à effectuer sont exposés dans le document joint.

Nous vous en souhaitons bonne réception et restons à votre entière disposition pour vous fournir toutes informations complémentaires que vous pourriez souhaiter ou pour adapter notre lettre de mission.

Si les termes de cette lettre vous conviennent, nous vous invitons, pour marquer votre accord, à nous retourner un exemplaire dûment signé.

Avec nos remerciements pour ce témoignage de votre confiance, nous vous prions de croire, Madame, Monsieur, en l'expression de notre considération distinguée.

L'Expert indépendant

Crowe HAF
Membre de Crowe Global

Olivier Grivillers
Associé

Maxime Hazim
Associé

1. Définition de la mission

1.1. Contexte de l'opération

La société Groupe Pizzorno Environnement (ci-après « Groupe Pizzorno Environnement » ou la « Société ») est une Société Anonyme, dont le siège social est à Draguignan (83300), 109 rue Jean Aicard, immatriculée au RCS de Draguignan (France) sous le N° 429.574.395 (2000B33) depuis le 18 février 2000.

Introduite en bourse le 8 juillet 2005, la Société est cotée à Paris sur le marché Euronext Paris, Compartiment B.

Groupe Pizzorno Environnement figure parmi les principaux prestataires français de services à l'environnement. Le chiffre d'affaires par activité se répartit comme suit :

- collecte, transport, tri et nettoyage de déchets (environ 80%) : collecte d'ordures ménagères, commerciales et industrielles, prestations de transfert par compaction, par pressage ou par transport en camions, mise à disposition de caissons auprès d'industriels pour évacuer les déchets vers des plates-formes de pré tri, etc.
En outre, le groupe propose des prestations d'assainissement (curage d'égouts et de fosses septiques, entretien de réseaux d'eaux propres et sales, pompage de cuves, de caves et d'autres sites inondés, etc.) et de nettoyage industriel (entretien de locaux, de centres commerciaux, de bureaux et de bâtiments publics) ;
- traitement des déchets (environ 20%) : exploitation d'installations de stockage et de traitement des ordures ménagères, des déchets industriels, des boues et des mâchefers.

En 2024, la Société qui clôture ses comptes au 31 décembre, a réalisé 273m€ de chiffre d'affaires et dégagé un Excédent Brut d'exploitation d'environ 50m€.

La société est détenue à 51,82% par Mesdames Eliane PIZZORNO (usufruit) et Magali DEVALLE (nue-propriété). Le reliquat, soit 48,18% du capital, est principalement détenu par Paprec Holding qui détient 20% du capital et par le groupe GMB Invest qui détient 20,15% du capital.

La famille Pizzorno-Devalle envisage aujourd'hui d'exercer la première promesse d'achat sur les actions Pizzorno, que lui a consentie le groupe Paprec dans le cadre du pacte d'actionnaires concertant conclu en novembre 2021, tout en restant un actionnaire de référence.

En cas d'exercice de cette promesse et de réalisation de la cession en résultant, la famille Pizzorno-Devalle céderait 30,64 % du capital de Pizzorno Environnement au groupe Paprec, à un prix de 62,50 euros par action, et le groupe Paprec viendrait à détenir, 50,64 % du capital et 50,02% des droits de vote de Pizzorno Environnement, tandis que la famille Pizzorno-Devalle conserverait 21,18% du capital et 30% des droits de vote, devenant le second actionnaire de Pizzorno Environnement. La famille Pizzorno-Devalle resterait présente au cœur de ce nouveau projet.

L'exercice de la promesse et la conclusion de l'accord de cession définitif interviendraient après information et consultation du comité social et économique de Pizzorno Environnement, la réalisation de la cession demeurant soumise à l'obtention de l'autorisation de l'Autorité de la Concurrence.

En cas d'exercice de la promesse et de réalisation de la cession conformément à ce qui est indiqué ci-dessus, le groupe Paprec déposerait auprès de l'Autorité des marchés financiers, un projet d'offre publique d'achat simplifiée (ci-après l'« OPAS »), à caractère obligatoire, visant les actions Pizzorno Environnement, au prix de 62,50 euros par action. Le groupe Paprec et la famille Pizzorno-Devalle agissant de concert n'ont pas l'intention de demander la mise en œuvre d'un retrait obligatoire concernant Pizzorno Environnement à l'issue de l'offre.

En cas d'exercice de la promesse à l'issue du processus d'information consultation du comité social et économique de Pizzorno Environnement, la réalisation de la cession est envisagée pour le courant du deuxième trimestre 2026, après obtention de l'autorisation de l'Autorité de la Concurrence. Le dépôt du projet d'offre auprès de l'Autorité des marchés financiers devrait se faire peu de temps après.

Dans le cadre du projet d'offre publique d'achat simplifiée visant les actions de Groupe Pizzorno Environnement, la Société est tenue de désigner un expert indépendant, en application de l'article 261-1-I du Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers.

Le Conseil d'Administration a constitué, à cette fin, un comité ad-hoc composé des trois administrateurs suivants dont deux indépendants : M. Frédéric Devalle, M. Reynald Gorini (administrateur indépendant) et Mme Maria Chatti-Gautier (administratrice indépendante).

1.2. Objectif de la mission

Dans ce cadre et conformément à la réglementation de l'AMF, le caractère équitable de l'OPAS, d'un point de vue financier pour les actionnaires de la société Groupe Pizzorno Environnement, fera l'objet d'une attestation par un expert indépendant nommé par le Conseil d'administration de la Société.

Conformément à l'article 261-1 III du règlement général de l'AMF, l'expert indépendant sera désigné sur proposition d'un comité ad hoc composé d'au moins trois membres du Conseil d'Administration et comportant une majorité de membres indépendants, ce comité assurant le suivi des travaux de l'expert et préparant un projet d'avis motivé.

La mission d'expert indépendant que vous envisagez de nous confier s'inscrit donc dans ce contexte et viserait ainsi à apprécier le prix des titres de la Société qui sera proposé aux actionnaires minoritaires et à se prononcer sur l'équité des conditions financières de l'offre.

Lorsque l'expert sera désigné, il lui sera remis, conformément à l'instruction DOC-2006-08 de l'AMF, une lettre de mission contenant les contours précis de la mission envisagée, les situations de conflits d'intérêts et le fondement réglementaire de la mission.

1.3. Calendrier de l'opération

L'expert indépendant serait désigné prochainement d'ici fin janvier 2026 par le Conseil d'Administration sur recommandation du comité Ad-hoc.

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

L'acquisition des titres de la société par Paprec Holding pourrait par ailleurs faire l'objet de conditions suspensives relatives à l'obtention des autorisations nécessaires auprès de l'autorité de la concurrence qui pourraient influencer le calendrier envisagé.

A ce stade, nous comprenons que la note en réponse de la Société incluant le rapport de l'expert indépendant pourrait donc être déposée au troisième trimestre 2026. Le calendrier définitif et détaillé de l'opération nous sera communiqué ultérieurement.

Nous vous informons que nous avons d'ores et déjà pris nos dispositions pour respecter ce calendrier. L'équipe pressentie sera entièrement disponible pour réaliser cette mission. En cas de changement et de décalage du calendrier, nous nous adapterons en fonction du calendrier définitif de l'opération.

1.4. Cadre réglementaire de notre mission

Nos diligences seront donc effectuées selon les dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF, en vigueur depuis le 8 février 2020, de son instruction d'application n°2006-08 relative à l'expertise indépendante elle-même complétée des recommandations de l'AMF, l'instruction et les recommandations ayant été modifiés le 10 février 2020.

1.5. Déclaration d'indépendance

Olivier Grivillers, Maxime Hazim et le cabinet Crowe HAF sont indépendants des sociétés concernées ainsi que de leurs actionnaires. Ils n'ont pas de lien juridique ou financier avec les sociétés et ne se trouvent dans aucune des situations de conflit d'intérêt visées à l'article 1 de l'instruction 2006-08 du 25 juillet 2006¹ prise en application du titre VI du livre II du Règlement Général de l'AMF.

En particulier, nous vous indiquons que Crowe HAF, comme ses associés et collaborateurs :

- n'entretiennent pas de liens juridiques ou en capital avec les personnes concernées par l'opération ou avec leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance,
- n'ont conseillé aucune des sociétés concernées par l'opération, ou toute personne que ces sociétés ou personnes physiques contrôlent, au sens de l'article L 233-3 du Code de Commerce au cours des dix-huit derniers mois,
- n'ont procédé à aucune évaluation pour le compte de la société cible au cours des dix-huit derniers mois,
- ne détiennent aucun intérêt dans la réussite de l'offre, ni créance ou dette sur l'une quelconque des personnes morales ou physiques concernées par l'opération ou sur l'une quelconque des personnes contrôlées par les personnes concernées par l'opération.

Olivier Grivillers, Maxime Hazim et le cabinet Crowe HAF attestent donc de l'absence de tout lien avec les personnes concernées, susceptible d'affecter leur indépendance et l'objectivité de leur jugement lors de l'exercice de cette mission.

¹ Modifiée le 10 février 2020

3. Notre approche de la mission

3.1. Notre analyse

Nos travaux correspondant à la mission que vous envisagez de nous confier comporteront de manière non exhaustive les étapes suivantes :

1. Des entretiens avec le management de la Société ainsi qu'avec les conseils (Etablissement présentateur, avocats, conseil de la cible...),
2. L'analyse de l'acquisition du bloc d'actions par l'Initiateur auprès d'actionnaires de la Société représentant environ 30% du capital de la Société, qui sera réalisé préalablement à l'Offre,
3. L'analyse des états financiers historiques des comptes consolidés clos le 31 décembre 2025, 2024, 2023 et 2022 et des comptes semestriels au 30 juin 2025 et 2024,
4. L'analyse du budget 2026 et du plan d'affaires prévisionnel de la Société,
5. L'analyse des opérations et accords connexes à l'Offre,
6. L'analyse du cours de bourse de la société ,
7. L'analyse des transactions récentes intervenues dans le secteur où opère la Société et des multiples boursiers des sociétés comparables cotées,
8. L'élaboration d'un modèle d'actualisation des flux de trésorerie ainsi qu'une analyse de sensibilité aux paramètres clés,
9. L'analyse des éventuelles synergies issues du rapprochement de la Société et de l'Initiateur,
10. L'analyse des notes des analystes suivant la valeur de la Société,
11. La présentation des résultats de nos travaux reprenant les principales hypothèses retenues et les méthodes utilisées pour aboutir à notre fourchette de valeurs,
12. L'analyse des éléments d'appréciation du prix d'Offre de l'Etablissement présentateur,
13. L'analyse de la note en réponse à l'Offre (hors rapport de l'expert indépendant),
14. La rédaction de notre rapport et les échanges avec l'AMF et le cas échéant avec les actionnaires minoritaires.

Notre mission ne prévoit pas de travaux de nature juridique et fiscale, ni d'expertise immobilière et technique. Des points d'avancement réguliers seront effectués avec les conseils afin d'anticiper au mieux les problématiques rencontrés.

Des points réguliers sur notre mission et nos travaux seront réalisés avec le comité ad-hoc avec à minima une réunion de lancement (Kick-off), une à deux réunions relatives au plan d'affaires et aux travaux d'évaluation et autres sujets relatifs à l'Offre (synergies, accords connexes, etc.) et une réunion de conclusion précédant la réunion du conseil d'administration chargé d'émettre l'avis motivé sur l'Offre.

Notre analyse s'appuiera sur des informations publiques et sur l'étude de documents obtenus auprès du management de la Société et de ses conseils. Une liste de documents nécessaires à la réalisation de notre mission vous sera fournie au démarrage de notre mission.

3.2. Notre Méthodologie

Notre méthodologie sera fondée sur une approche multicritère qui reprendra les méthodes couramment utilisées et admises par l'AMF pour valoriser la Société. Les méthodes suivantes pourraient être retenues :

- Référence au prix de l'Acquisition du bloc d'actions

Il sera effectué une analyse de l'Acquisition du bloc d'actions par l'Initiateur auprès d'actionnaires de la Société représentant environ 30% du capital de la Société qui sera réalisé préalablement ou concomitamment au dépôt de l'Offre, incluant le prix proposé.

- Actualisation des flux de trésorerie disponibles (« Discounted Cash-Flow »)

Cette méthode repose sur l'actualisation de flux nets de trésorerie d'exploitation, après investissements et financement du besoin en fonds de roulement. Le taux d'actualisation sera déterminé et justifié par référence au marché et aux spécificités de la société. La valeur de la société sera obtenue en déduisant de la valeur des actifs, les dettes financières nettes.

- Analyse de sociétés cotées comparables

Cette approche par comparaison est fondée sur l'analyse des ratios et multiples pertinents entre la capitalisation boursière de sociétés cotées ayant des activités similaires et leurs principaux indicateurs financiers (CA, EBITDA, EBIT, résultat net...).

- Comparaison avec des transactions récentes du secteur

Cette approche analogique consiste à déterminer une fourchette d'évaluation par référence à des transactions récentes ayant eu lieu dans le secteur, en comparant le prix payé, qui constitue une référence objective, aux principaux indicateurs financiers (EBITDA, EBIT...) des sociétés cibles.

- Analyse du cours de bourse

Une analyse de la liquidité du titre et du cours de bourse sera effectuée.

- Analyse des notes d'analystes

Une analyse des notes des analystes suivant la valeur de la société sera réalisée. Il sera fait référence aux objectifs de cours des analystes.

4. Notre proposition d'intervention

4.1. Equipe

L'équipe proposée a une forte séniorité et une pratique développée sur ce type de missions et dans le secteur d'activité dans lequel opère le Groupe.

Olivier Grivillers et Maxime Hazim, Associés de Crowe HAF, seront cosignataires de l'expertise indépendante. Ils prendront en charge la rédaction du rapport et les relations avec les tiers (société cible, banque présentatrice, avocats et Autorité des Marchés Financiers).

Trois autres personnes seront affectées à cette mission :

- Yassine Chennaoui, manager ;
- Un analyste senior ;
- Un(e) analyste junior.

Tous les intervenants de l'équipe sont diplômés de l'enseignement supérieur et ont réalisé de nombreuses missions d'évaluation et d'expertise indépendante. Les CV des principaux intervenants sont présentés en Annexe 2.

Marc de Prémare, associé, procédera à la revue indépendante du rapport. Managing Partner de Crowe HAF en charge du département audit du cabinet Crowe HAF, Marc de Prémare a déjà réalisé des contrôles qualité en tant que contrôleur délégué pour le compte du Haut Conseil du Commissariat aux Comptes et de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes.

Il a plus de 25 ans d'expérience en transaction services et en audit de sociétés cotées et non cotées. Il a participé à un grand nombre de revues indépendantes dans le cadre d'expertises indépendantes sur des offres publiques réalisées par le cabinet Crowe HAF.

4.2. Honoraires

Les travaux seront facturés d'après les temps passés. Les temps proposés ci-dessous sont indiqués en fonction de notre connaissance actuelle du dossier.

Les honoraires varient selon la taille et la complexité de la société concernée, sachant que l'AMF recommande un plancher minimum d'honoraires 50.000€ pour que l'expert indépendant puisse allouer les ressources nécessaires afin de réaliser ses travaux d'évaluation en bonne et due forme.

Le budget estimé, et dont la répartition est indiquée en Annexe 1 « Estimation du budget », est compris entre 33 et 36 jours, soit un montant d'honoraires compris entre 66.000€ et 72.000€, compte tenu d'un taux de vacation journalière moyen global des différents intervenants de 2.000€.

En cas d'acceptation de votre part de notre lettre de mission et au démarrage de nos travaux, un acompte de 35.000€ vous sera demandé, tandis que le règlement du solde des honoraires interviendra à la remise de notre rapport.

La répartition de ce budget est indiquée en Annexe 1 « Estimation du budget ».

En cas d'interruption de la mission, à votre demande, pour quelque motif que ce soit, les honoraires resteront dus à concurrence de la somme obtenue sur la base du décompte des temps passés depuis le début de nos travaux jusqu'à l'avis d'interruption de la mission.

5. Conditions particulières

5.1. Limitation de responsabilité

Crowe HAF s'engage à mettre en œuvre les moyens et compétences nécessaires à la bonne réalisation de la mission telle que définie ci-avant.

En cas de dommages qui résulteraient directement d'un manquement à l'une de nos obligations ou de négligences dans la réalisation des diligences convenues, le montant total des dommages qui pourrait nous être réclamé, ne saurait excéder, toutes causes de préjudice confondues, une somme correspondant au double du montant des honoraires encaissés par Crowe HAF au titre des travaux résultant de la présente lettre de mission.

Ces conditions de responsabilité constituent le plafond des obligations. Toute autre responsabilité est expressément exclue, notamment pour pertes de chance d'économies ou de bénéfices ou pour baisse des résultats. Toute action légale devrait être entreprise au plus tard un an à partir de la date de connaissance des faits et dans tous les cas au plus tard trois ans à compter de la date de notre rapport.

5.2. Secret professionnel

Les règles déontologiques de la profession et les procédures internes de Crowe HAF garantissent la stricte observation du secret professionnel.

6. Acceptation de la mission

Pour Crowe HAF

Olivier Grivillers
Associé

Maxime Hazim
Associé

La signature ci-dessous, précédée de « Bon pour accord », vaut pour acceptation de la lettre de mission :

Accord au nom de la société Groupe Pizzorno Environnement

Signature

Nom

Fonction

Date



BON POUR ACCORD

Frédéric DEVALLE
Directeur Général

06/02/2026



Collecte



Propreté

Centre
de tri

Biodéchets

Valorisation
énergétiqueValorisation
matièresTraitement
des déchets**CROWE HAF**

A l'attention de Monsieur Olivier GRIVILLERS
16 rue Camille Pelletan
92300 Levallois Perret

Draguignan, le 6 février 2026

Objet : Expertise indépendante dans le cadre d'une offre publique simplifiée visant les actions de la société Groupe Pizzorno Environnement initiée par Paprec Group

Cher Monsieur,

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 233-1 et suivants et 234-2 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** »), la société Paprec Group, société anonyme à conseil d'administration dont le siège social est situé 7, rue du Docteur Lancereaux, 75008 Paris, immatriculée au Registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 489 455 360 (l'« **Initiateur** » ou « **Paprec Group** »), filiale de la société Paprec Holding (« **Paprec Holding** »)¹ agissant tous deux de concert vis-à-vis de la Société (au sens de l'article L. 233-10 du Code de commerce), avec Madame Éliane Pizzorno, Madame Magali Devalle (la « **Famille Pizzorno-Devalle** ») et Monsieur Frédéric Devalle (ensemble avec la Famille Pizzorno-Devalle le « **Groupe Familial** » et ensemble avec Paprec Holding et Paprec Group, le « **Concert** »), envisage d'offrir de manière irrévocable aux actionnaires de Groupe Pizzorno Environnement, société anonyme à conseil d'administration dont le siège social est situé 109, rue Jean Aicard, 83300 Draguignan, immatriculée au Registre du commerce et des sociétés de Draguignan sous le numéro 429 574 395 (« **Groupe Pizzorno Environnement** » ou la « **Société** »), d'acquérir exclusivement en numéraire l'intégralité des actions de la Société (les « **Actions** ») non détenues par les membres du Concert au prix de 62,50 euros par Action (le « **Prix de l'Offre** »), dans le cadre d'une offre publique d'achat simplifiée (l'« **Offre** »).

Groupe Pizzorno Environnement, anciennement Dragui-Transports, a été fondé en 1974 à Draguignan (Var) par Francis Pizzorno. C'est un groupe familial français d'envergure nationale. Il accompagne les collectivités et les professionnels dans la transition écologique des territoires grâce à la maîtrise de l'ensemble de la chaîne de valeur du déchet, de la propreté à la collecte, du tri à la valorisation, jusqu'au traitement.

A la suite de réflexions stratégiques engagées entre la Société et son principal actionnaire la Famille Pizzorno-Devalle, un processus compétitif de recherche de partenaire a été organisé en 2021. Il a conduit à la conclusion d'un accord entre la Famille Pizzorno-Devalle et Paprec Holding par lequel Paprec Holding a acquis, le 12 novembre 2021, une participation de 20 % du capital de la Société (soit 800.000 actions) et à la conclusion d'un pacte d'actionnaires constitutif d'une action de concert (le « **Pacte Initial** »), ayant pris effet le 12 novembre 2021.

¹ Paprec Holding est une société anonyme à conseil d'administration dont le siège social est situé 7, rue du Docteur Lancereaux, 75008 Paris, immatriculée au Registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 753 994 805, qui contrôle Paprec Group, et qui sont toutes deux ultimement contrôlées par M. Jean-Luc Petithuguenin et ses enfants.



Collecte



Propreté

Centre
de tri

Biodéchets

Valorisation
énergétiqueValorisation
matièresTraitement
des déchets

Au titre du Pacte Initial, Paprec Holding avait notamment consenti à la Famille Pizzorno-Devalle deux promesses d'achat, l'obligeant, en cas d'exercice de ces promesses, à (i) acquérir des actions de la Société au titre de la promesse d'achat n°1 (la « **Promesse d'Achat Tranche n°1** ») portant sa détention à au moins 50,01 % du capital et des droits de vote de la Société (après prise en compte de la perte des droits de vote double résultant de la réalisation de la cession), puis (ii) à acquérir au titre de la promesse d'achat n°2, le reliquat des actions de la Société détenues par la Famille Pizzorno-Devalle. Le prix d'exercice des promesses résultait de l'application d'une formule fondée sur un multiple de l'EBITDA consolidé, encadrée par un prix plancher de 31,25 euros et un prix plafond de 62,50 euros par action.

Le 19 janvier 2026, la Famille Pizzorno-Devalle a annoncé qu'elle envisageait d'exercer la Promesse d'Achat Tranche n°1 à hauteur de 1.225.617 actions de la Société, au prix de 62,50 euros par Action (prix qui résulte de l'application de la formule prévue par la Promesse d'Achat Tranche n°1), ce qui conduirait le groupe Paprec à détenir 50,64 % du capital et 50,02 % des droits de vote de la Société . Paprec Holding et le Groupe Familial ont également annoncé par le même communiqué de presse, qu'en cas d'exercice de la Promesse d'Achat Tranche n°1 et de la réalisation de l'acquisition correspondante, un nouveau pacte d'actionnaires concertant entrerait en vigueur, et que le groupe Paprec déposerait, un projet d'offre publique à titre obligatoire, à un prix de 62,50 euros par Action. Ce communiqué de presse a marqué l'ouverture d'une période de pré-offre qui a fait l'objet d'un avis de l'AMF le 19 janvier 2026 (D&I n°226C0082).

Le conseil d'administration de la Société (le « **Conseil d'Administration** ») a annoncé le même jour avoir accueilli favorablement la transaction proposée, en rappelant que cela ne préjugerait pas de ses conclusions sur l'étude détaillée des modalités de l'opération, à la lumière notamment du rapport qui sera établi par l'expert indépendant.

Le Conseil d'Administration de la Société a constitué, le 16 janvier 2026, un comité ad hoc, conformément aux dispositions de l'article 261-1, III du Règlement général de l'AMF, composé de (i) Madame Maria Chatti-Gautier, administratrice indépendante, désignée Présidente du comité ad hoc, de (ii) Monsieur Reynald Gorini, administrateur indépendant, et de (iii) Monsieur Frédéric Devalle, administrateur non-indépendant et directeur général (le « **Comité Ad Hoc** »), ayant pour mission de proposer la nomination d'un expert indépendant, de suivre et de faciliter les travaux de l'expert indépendant, ainsi que de préparer un avis motivé sur les conditions de l'Offre et ses conséquences pour la Société, ses actionnaires et ses employés.

Sur recommandation du Comité Ad Hoc, le Conseil d'Administration de la Société a décidé, le 6 février 2026, de désigner le cabinet Crowe HAF, situé 16, rue Camille Pelletan, 92300 Levallois-Perret, représenté par Monsieur Olivier Grivillers, en qualité d'expert indépendant (l'« **Expert Indépendant** »), en application des dispositions des articles 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF, afin d'établir un rapport sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre.

C'est dans ce contexte que nous vous faisons parvenir cet ordre de mission, ainsi que votre proposition de mission en date du 19 janvier 2026, dont le contenu a été validé par le Comité Ad Hoc, contresignée par mes soins.



Collecte



Propreté



Centre
de tri



Biodéchets



Valorisation
énergétique



Valorisation
matières



Traitement
des déchets

Veillez agréer, Cher Monsieur, en l'expression de mes salutations distinguées.



Monsieur Frédéric DEVALLE
Directeur Général de Groupe Pizzorno Environnement

