AUTORITÉ
DES MARCHÉS FINANCIERS

226C1881
FR0010214064-OP013-AS05

26 octobre 2026

Décision de conformité du projet d'offre publique d'achat simplifiée visant les actions de la société.

GROUPE PIZZORNO ENVIRONNEMENT

(Euronext Paris)

1. Dans sa séance du 26 octobre 2026, l'Autorité des marchés financiers a examiné le projet d'offre publique d'achat simplifiée visant les actions de la société GROUPE PIZZORNO ENVIRONNEMENT (« la **Société** »), déposé le 2 juillet 2026 par Natixis, agissant pour le compte de la société Paprec Group[1] (« l'**Initiateur** »), agissant de concert avec (i) la société Paprec Holding, avec laquelle elle forme un sous-concert (« le **Sous-concert** ») et (ii) avec Mme Eliane Pizzorno, Mme Magali Devalle et M. Fréderic Devalle (« la **Famille Pizzorno-Devalle** ») (ensemble avec le Sous-Concert, « le **Concert** »). Le projet d'offre publique d'achat simplifiée est déposé en application de l'article 233-1, 1° du règlement général. Il est rappelé que l'Initiateur ayant franchi le seuil de 30% du capital de la Société[2] (cf. D&I 226C0943 du 30 juin 2026), l'offre présente un caractère obligatoire en application des dispositions de l'article 234-2 du règlement général (cf. D&I 226C0959 du 02 juillet 2026).

2. À ce jour, l'Initiateur (i) détient directement 1 225 617 actions GROUPE PIZZORNO ENVIRONNEMENT, représentant autant de droits de vote, soit 30,64% du capital et 21,70% des droits de vote théoriques de la Société[3], et (ii) détient, de concert, avec les autres membres du Concert, après assimilation des 135 917 actions autodétenues par la Société[4], 3 008 912 actions GROUPE PIZZORNO ENVIRONNEMENT représentant 4 656 289 droits de vote, soit 75,22% du capital et 82,43% des droits de vote théoriques de la Société.

3. L'Initiateur s'engage irrévocablement à acquérir au prix unitaire de **62,50€**, la totalité des actions GROUPE PIZZORNO ENVIRONNEMENT en circulation non détenues par le Concert, représentant 991 088 actions GROUPE PIZZORNO ENVIRONNEMENT, soit 24,78 % du capital de la Société[5].

4. Il est rappelé que l'Initiateur n'a pas l'intention de demander la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire sur les actions de la Société à l'issue de l'offre publique d'achat simplifiée, même dans le cas où les conditions requises seraient réunies.

---

[1] Société anonyme, filiale de la société Paprec Holding, sociétés toutes deux ultimement contrôlées par M Jean-Luc Petithuguenin et ses enfants, M. Mathieu Petithuguenin, M. Sébastien Petithuguenin et M. Thibault Petithuguenin.

[2] Ce franchissement de seuil résulte de l'acquisition par Paprec Group d'actions de la Société dans le cadre de l'exercice par la Famille Pizzorno-Devalle de la première promesse d'achat consentie par Paprec Holding au titre du pacte d'actionnaires conclu le 12 novembre 2021 (D&I AMF n° 221C2741 du 15 octobre 2021) en application du contrat de cession conclu le 6 février 2026. Il est rappelé que Paprec Holding a exercé sa faculté de substitution au profit de Paprec Group pour la réalisation de l'acquisition, conformément au contrat de cession et que Paprec Group a adhéré au nouveau pacte d'actionnaires conclu entre Paprec Holding et le Groupe Familial qui est entré en vigueur du fait de la réalisation de l'Acquisition le 9 juin 2026.

[3] 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 théoriques, 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] Actions autodétenues par la Société assimilées au titre des dispositions de l'article L.233-9, 2° du code de commerce.

[5] Après assimilation des actions auto-détenues à celles détenues par le concert et sur la base du nombre total d'actions et de droits de vote rappelés ci-dessus - Cf. section 2.2 du projet de note d'information de l'initiateur.

5. Il est rappelé que :

   - le cabinet Crowe HAF, représenté par Monsieur Olivier Grivillers, a été mandaté, le 6 février 2026, par le conseil d'administration de la société GROUPE PIZZORNO ENVIRONNEMENT en qualité d'expert indépendant (sur proposition du comité *ad hoc* comprenant une majorité de membres indépendants), en application des dispositions de l'article 261-1 I, 1°, 2°, et 4° du règlement général, pour se prononcer sur les conditions financières de l'offre publique d'achat ;

   - à l'appui du projet d'offre, conformément aux articles 231-13, 231-16 et 231-26 du règlement général, le projet de note d'information de l'Initiateur a été déposé et diffusé le 2 juillet 2026 (cf. D&I 226C0959 du 02 juillet 2026) et le projet de note en réponse de la société GROUPE PIZZORNO ENVIRONNEMENT a été déposé et diffusé le 29 juillet 2026 (cf. D&I 226C1159 du 29 juillet 2026). Ces documents ont été établis respectivement en application des articles 231-18 et 231-19 du règlement général.

6. Dans le cadre de l'examen de la conformité du projet d'offre, en application des articles 231-20 à 231-22 du règlement général, l'Autorité a pris connaissance :

   - du projet de note d'information de l'Initiateur, en ce compris les éléments d'appréciation des conditions financières de l'offre publique d'achat simplifiée, à caractère obligatoire, visant les actions GROUPE PIZZORNO ENVIRONNEMENT retenus par la banque présentatrice, et a notamment constaté que le prix proposé de 62,50 euros par action :

     i. remplit la condition posée à l'article 234-6 du règlement général en ce qu'il est au moins égal au prix le plus élevé payé par l'Initiateur, agissant seul ou de concert au sens de l'article L. 233-10 du code de commerce, sur une période de douze mois précédant le fait générateur de l'obligation de déposer le projet d'offre, étant précisé que ce fait générateur est intervenu le 4 juin 2026, date à laquelle l'Initiateur a acquis 1 225 617 actions GROUPE PIZZORNO ENVIRONNEMENT auprès de la Famille Pizzorno-Devalle, au prix de 62,50 euros par action, soit le prix de l'offre, et l'Initiateur déclarant par ailleurs n'avoir acquis aucun autre titre au cours des 12 mois précédant cette date ;

     ii. remplit la condition posée à l'article 233-3 du règlement général en ce qu'il est supérieur au prix déterminé par le calcul de la moyenne des cours de bourse, pondérée par les volumes de transactions pendant les soixante jours de négociation précédant l'annonce des caractéristiques du projet d'offre intervenue le 19 janvier 2026, soit 58,99 euros par action.

   - du projet de note en réponse de la société GROUPE PIZZORNO ENVIRONNEMENT, ce dernier comportant notamment :

     i. en application des dispositions de l'article 231-19, 3° du règlement général, (a) le rapport de l'expert indépendant Crowe HAF en date du 27 juillet 2026, lequel conclut à l'équité du prix proposé dans le cadre de l'offre publique d'achat simplifiée et (b) l'addendum à ce rapport en date du 9 octobre 2026 (et diffusé le 12 octobre 2026) au sein duquel l'expert indépendant confirme cette conclusion. Concernant les accords connexes à l'offre[6], l'Autorité des marchés financiers relève également que l'expert indépendant indique dans son rapport que « *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* » ;

     ii. en application des dispositions de l'article 231-19, 4° du règlement général, l'avis motivé du conseil d'administration de la société GROUPE PIZZORNO ENVIRONNEMENT en date du 28 juillet 2026.

   - des arguments soulevés par un actionnaire minoritaire, faisant principalement valoir que le prix d'offre de 62,50 euros par action GROUPE PIZZORNO ENVIRONNEMENT serait insuffisant au regard notamment des éléments suivants :

     i. que la promesse d'achat consentie par la société Paprec Holding à la Famille Pizzorno-Devalle ne pouvait être retenue à titre principal par la banque présentatrice et l'expert indépendant, au titre de leurs travaux de valorisation de la Société, dès lors que le prix de cession de 62,50 euros par action résultant de l'exercice de cette promesse a été déterminé par l'application d'une formule contractuelle et qu'il représente, aux termes de cette formule, un prix plafond ;

[6] Aux termes d'un nouveau pacte mis en place à l'issue de l'exercice de la promesse d'achat prévu dans le Pacte Initial, Paprec Holding (avec faculté de substitution au profit d'une entité majoritairement contrôlée, notamment Paprec Group) consent à la Famille Pizzorno-Devalle une nouvelle promesse d'achat irrévocable portant sur un montant d'actions représentant jusqu'à l'intégralité des actions de la Société détenues par celle-ci. La formule de détermination du prix de cession par action au titre de la promesse d'Achat reste inchangée par rapport à celle définie dans le Pacte Initial.

ii. que, s'agissant de la méthode des flux de trésorerie actualisés, le plan d'affaires utilisé serait « très pessimiste », et intégrerait la projection d'une croissance et d'une rentabilité qui serait, de son point de vue, très dégradée par rapport à la performance réalisée par la Société au cours des années récentes alors que la Société indique dans sa communication financière récente un carnet de commandes d'un montant d'1 milliard d'euros. Pour les mêmes raisons, l'actionnaire minoritaire considère que la méthode des comparables boursiers est réalisée sur la base l'agrégat de l'EBITDA prévisionnel 2026 et de l'EBITDA prévisionnel 2028 issus du plan d'affaires que l'actionnaire minoritaire estime « très pessimiste » ;

iii. que, s'agissant de la méthode du cours de bourse retenue à titre principal, le titre ne serait pas suffisamment liquide pour en faire une référence pertinente permettant d'apprécier la valeur intrinsèque de la société, d'autant plus que, selon l'actionnaire minoritaire, les membres du Concert sont « *soient désintéressés de l'évolution du cours de bourse soit intéressés à une évolution défavorable de ce dernier* » du fait de l'existence de la promesse d'achat consentie par l'Initiateur au profit de la Famille Pizzorno-Devalle.

7. L'Autorité a relevé que :

- l'expert indépendant, le cabinet Crowe HAF, a répondu de manière détaillée aux arguments soulevés par l'actionnaire minoritaire dans son rapport du 27 juillet 2026 et de son addendum en date du 9 octobre 2026 (et diffusé le 12 octobre 2026) et a expliqué de manière claire la démarche qui l'a conduit à privilégier une méthode par rapport à une autre et à justifier sa décision d'exclure toute méthode ou référence de valorisation ;

- s'agissant de la prise en compte, à titre principal, du prix de cession du bloc de 62,50 euros par action résultant de l'exercice, le 6 février 2026, de la promesse d'achat consentie par la société Paprec Holding à la famille Pizzorno-Devalle, en application de la formule contractuelle convenue entre les parties (le prix de 62,50 euros par action correspondant, aux termes de cette formule, à un montant plafond) :

  i. l'expert indépendant indique dans son addendum en date du 9 octobre 2026 (et diffusé le 12 octobre 2026) que « *le fait que le prix de cette transaction résulte de l'application d'une formule contractuelle négociée en 2021 n'ôte rien à sa réalité économique, la Famille Pizzorno-Devalle n'ayant pas l'obligation de céder ses titres à Paprec au prix de 62,50€* » *;*

  ii. cette transaction sur le capital de la Société, intervenue le 9 juin 2026, est une opération contemporaine à l'offre publique d'achat simplifiée, réalisée entre deux actionnaires avisés contrôlant de concert la Société, à savoir entre la société Paprec Holding et la famille Pizzorno-Devalle, et porte sur une part significative du capital, à savoir 30,64% du capital de la Société ;

  iii. la promesse d'achat était exerçable à la discrétion de la famille Pizzorno-Devalle, et que cette dernière conservait, aux termes du pacte d'actionnaires existant, la faculté de céder toute ou partie de sa participation à un tiers ;

  iv. dès lors, l'Autorité des marchés financiers considère que la référence à cette opération récente sur le capital de la Société, si elle ne permet pas à elle seule de justifier les conditions de l'offre publique d'achat simplifiée, demeure toutefois une référence pertinente dans le cadre d'une analyse multicritères sur la base de méthodes usuelles et objectives, telle que réalisée par l'expert indépendant, étant par ailleurs relevé que cette référence apparaît cohérente avec le résultat des autres méthodes de valorisation retenues.

- s'agissant du plan d'affaires préparé par le management de la Société et utilisé au sein de la méthode des flux de trésorerie actualisés dont les hypothèses de croissance et de rentabilité seraient trop pessimistes au regard de la performance réalisée par la Société au cours des dernières années :

  i. la valeur terminale calculée par l'expert indépendant, qui représente 56% de la valeur d'entreprise issue de cette méthode d'évaluation, repose, d'une part, sur une hypothèse d'un taux de croissance à l'infini de 2,0%, ce qui correspond aux usages de la profession en termes de valorisation des sociétés, et, d'autre part, sur l'hypothèse d'un maintien à l'infini de la contribution du site de Pierrefeu-du-Var, contribuant actuellement à hauteur de 40% de l'EBITDA de la Société, alors que ce site devra, selon la Société, nécessairement fermer au plus tard en 2034 compte tenu de l'atteinte des capacités maximales d'enfouissement et qu'aucun site de remplacement n'a été à ce jour identifié ;

  ii. concernant le calcul des flux de trésorerie par l'expert indépendant sur la période explicite 2026-2029 et la période d'extrapolation jusqu'en 2034, qui représentent 44% de la valeur d'entreprise issue de cette méthode d'évaluation, la différence entre la croissance effectivement réalisée par la Société au cours des

dernières années et l'hypothèse de croissance future retenue dans le plan d'affaires, sensiblement inférieure[7], s'explique essentiellement, selon la Société, par des éléments non-récurrents enregistrés au cours des exercices passés et notamment la diminution significative des tonnages exceptionnels sur le site Ecopôle Azur Valorisation sur la période de 2024 à 2027, comme cela ressort de sa communication financière[8]. Dès lors, il apparaît cohérent que ces éléments, qualifiés d'exceptionnels par la Société, ayant contribué à sa performance des dernières années, ne soient pas intégrés à l'hypothèse de croissance future du plan d'affaires, et *a fortiori* ne soient pas considérés comme une hypothèse normative ;

iii. l'expert indépendant indique dans son addendum en date du 9 octobre 2026 (et diffusé le 12 octobre 2026) que « *nous considérons que le plan d'affaires retenu ne présente pas un caractère excessivement prudent : l'absence de gains de nouveaux contrats est compensée, au moins en partie, par plusieurs hypothèses favorables à la valeur. Les réalisations du premier semestre 2026 apparaissent en outre cohérentes avec le plan d'affaires* » et s'agissant plus particulièrement du carnet de commandes de 1,0 milliard d'euros au 10 septembre 2026 mentionné par l'actionnaire minoritaire, « *qu'il s'agit d'un indicateur d'ores et déjà pris en compte dans la modélisation du plan d'affaires* », et « *qu'il s'affiche en diminution par rapport à la situation du carnet de commandes telle que publiée en date du 6 mai 2026, pour un montant de 1,12 milliard d'euros* ».

– s'agissant de la prise en compte de la référence au cours de bourse à titre principal :

i. l'expert indépendant justifie dans son addendum en date du 9 octobre 2026 (et diffusé le 12 octobre 2026) son choix de retenir cette méthode à titre principal en indiquant notamment que « *dans le cas d'une offre facultative pour les actionnaires minoritaires, la comparaison entre le Prix d'Offre et le prix auquel ceux-ci pourraient céder leurs titres sur le marché constitue une information économiquement pertinente* » et cite plusieurs offres publiques *« portant sur des sociétés présentant un niveau de liquidité comparable (volume cumulé en pourcentage du total inférieur à 10% et volume cumulé en pourcentage du flottant inférieur à 50%, sur les 12 derniers mois), dans lesquelles la référence au cours de bourse a été retenue à titre principal* » ;

ii. la Famille Pizzorno-Devalle conservait la possibilité de céder tout ou partie de sa participation à un tiers de sorte que l'allégation de l'actionnaire minoritaire sur un désintéressement des membres du Concert à l'évolution du cours de bourse n'est pas suffisamment caractérisé pour écarter la référence au cours de bourse.

8. Sur ces bases, connaissance prise des objectifs et intentions de l'Initiateur, l'Autorité des marchés financiers **a déclaré conforme** le projet d'offre publique d'achat simplifiée, en application des dispositions de l'article 231-23 du règlement général, cette décision emportant visa du projet de note d'information de l'Initiateur sous le **n°26-375** en date du 26 octobre 2026.

   En outre, l'Autorité a apposé le visa n°**26-376** en date du 26 octobre 2026 sur le projet de note en réponse de la Société GROUPE PIZZORNO ENVIRONNEMENT.

9. Une nouvelle information sera publiée pour faire connaître le calendrier de l'offre publique d'achat simplifiée après que la note d'information de l'Initiateur et la note en réponse de la société GROUPE PIZZORNO ENVIRONNEMENT ayant reçu le visa de l'Autorité, ainsi que les informations mentionnées à l'article 231-28 du règlement général, auront été diffusées.

   Il est rappelé que les dispositions relatives aux interventions sur les titres GROUPE PIZZORNO ENVIRONNEMENT (articles 231-38 à 231-43 du règlement général) et celles relatives aux déclarations des opérations sur lesdits titres (articles 231-44 à 231-52 du règlement général) sont applicables.

_____

[7] Le taux de croissance annuel moyen entre 2020 et 2025 était de 6,7% contre un taux de croissance annuel moyen de 2,1 % retenu sur la période 2026-2029.

[8] Cf. communiqué de presse du 29 avril 2026.