

LEDOUBLE

8 rue Halévy
75009 Paris

Gilles de Courcel

RICOL LASTEYRIE
2 avenue Hoche
75008 Paris

Société Anonyme d'Explosifs et de Produits Chimiques
EPC GROUPE
61 rue Galilée
75008 Paris

Rapport du Collège d'Experts

sur le taux de conversion des Parts de fondateur en actions

30 septembre 2020

Sommaire

| | |
|---|-----------|
| 1. Présentation de l'Opération et de la Mission | 4 |
| 1.1 Contexte de l'Opération | 4 |
| 1.2 Mission des Experts | 4 |
| 1.21 Mission et désignation des Experts | 4 |
| 1.22 Limites de la Mission | 6 |
| 1.23 Indépendance des Experts | 7 |
| 2. Conduite de la Mission | 7 |
| 2.1 Diligences effectuées | 7 |
| 2.2 Principales sources d'informations exploitées | 8 |
| 3. Présentation des Parts de fondateur | 9 |
| 3.1 Structure de détention | 9 |
| 3.2 Cadre réglementaire | 9 |
| 3.3 Principales caractéristiques des Parts de fondateur émises par EPC | 10 |
| 4. Analyse des trajectoires boursières des Parts de fondateur et des actions EPC | 10 |
| 4.1 Examen de la liquidité | 10 |
| 4.2 Cours de bourse historique des Parts de fondateur et des actions EPC | 11 |
| 4.3 Parité des Parts de fondateur et des actions EPC issue de leur cours respectif | 12 |
| 5. Méthodes employées pour déterminer le taux de conversion en actions | 13 |
| 5.1 Présentation de la méthode retenue | 13 |
| 5.2 Données prévisionnelles exploitées | 13 |
| 5.3 Hypothèses clés retenues par les Experts | 14 |
| 5.4 Résultats et analyses de sensibilité | 16 |
| 6. Analyse du positionnement du taux de conversion | 18 |
| 6.1 Prime implicite par rapport à la parité de marché | 18 |
| 6.2 Décote implicite par rapport au Ratio d'affectation des bénéfices distribués | 18 |
| 6.21 Absence de droits de vote | 19 |
| 6.22 Absence de prime de contrôle | 19 |
| 6.23 Invariabilité de la répartition statutaire | 19 |
| 6.24 Fiscalité des plus-values | 19 |
| 6.25 Différentiel de liquidité | 20 |
| 6.26 Synthèse | 20 |

| | |
|--|-----------|
| 7. Observations formulées par les porteurs de Parts de fondateur et les Représentants de la Masse | 20 |
| 7.1 Sur la désignation des Experts | 20 |
| 7.2 Sur la valorisation des Parts de fondateur | 21 |
| 7.21 Synthèse des observations formulées sur la valorisation des Parts de fondateur | 21 |
| 7.22 Réponses apportées par les Experts | 21 |
| 7.3 Sur le taux de conversion des Parts de fondateur en actions EPC | 21 |
| 7.31 Synthèse des observations formulées sur le taux de conversion | 21 |
| 7.32 Réponses apportées par les Experts | 22 |
| 8. Conclusion | 23 |

1. Présentation de l'Opération et de la Mission

1.1 Contexte de l'Opération

Créée en 1893 par Monsieur Eugène-Jean Barbier, la Société Anonyme d'Explosifs et de Produits Chimiques (ci-après la « **Société** » ou « **EPC** ») est la société de tête du groupe éponyme (ci-après le « **Groupe** ») spécialisé dans le stockage, la fabrication, et la distribution d'explosifs, notamment dans le secteur du forage-minage.

EPC est une société anonyme dont le capital social est composé de 168.400 actions d'une valeur nominale unitaire de 31 € détenues majoritairement par la famille du fondateur par l'intermédiaire d'une société holding, la société EJ Barbier (ci-après « **EJ Barbier** »), qui possède 113.603 actions représentant environ 67% du capital et 78% des droits de vote de la Société.

Par ailleurs, la Société a émis 29.473 Parts de fondateur (ci-après « **Parts de fondateur** ») sans valeur nominale, pour l'essentiel dès son origine, dont 3.777 parts sont détenues par EJ Barbier, ce qui représente 13% des Parts de fondateur.

Par un communiqué de presse en date du 15 novembre 2019, la Société annonçait que les actionnaires d'EJ Barbier étaient entrés en négociation exclusive pour la cession de la totalité du capital et des droits de vote d'EJ Barbier à 4 Décembre SAS (ci-après « **4 Décembre** »), société de reprise contrôlée par quatre fonds gérés par la société de gestion Argos Wityu SAS (ci-après « **Argos** » ou « **l'Acquéreur** ») et dans laquelle certains actionnaires actuels d'EJ Barbier et dirigeants d'EPC détiendraient une participation minoritaire (ci-après « **l'Opération** » ou « **la Transaction** »).

La réalisation de l'Opération est soumise à certaines conditions suspensives, dont notamment, la convocation d'une assemblée générale extraordinaire des actionnaires d'EPC aux fins de se prononcer sur le rachat des Parts de fondateur dans les conditions et à un prix fixé en application de l'article 8ter de la loi de 1929 sur les parts de fondateur¹ et aux dispositions du décret n°67-452 du 6 juin 1967.

Conformément à la réglementation applicable en cas de réalisation de l'Opération, 4 Décembre déposera une offre publique d'achat simplifiée (ci-après « **OPAS** ») sur le solde des actions composant le capital d'EPC sans qu'Argos n'ait l'intention de solliciter un retrait obligatoire.

1.2 Mission des Experts

1.21 Mission et désignation des Experts

Dans le contexte de l'Opération précédemment décrit, il était procédé à la désignation des deux experts (ci-après « **le Collège** » ou « **les Experts** ») chargés d'établir « *un rapport commun exposant les méthodes employées pour calculer le prix de rachat des parts ou le taux de conversion desdites parts [indiquant] en conclusion du rapport, le prix de rachat ou le taux de conversion en actions qui leur paraît*

¹ Article 8ter de la loi de 1929 sur les parts de fondateur : « À compter de la vingtième année de leur émission, la société est en droit de procéder au rachat ou à la conversion en actions de l'ensemble des parts existantes, sur la seule décision de l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires. À dater de cette décision, les droits attachés aux parts sont éteints et les anciens porteurs de parts exercent des droits attachés aux actions provenant de la conversion ou deviennent créanciers du prix de rachat. Le taux de conversion ou le prix de rachat sont déterminés par voie d'expertise. Est réputée non écrite toute clause contraire aux dispositions du présent article, dont les modalités d'application seront fixées par décret. »

équitable » (ci-après « **la Mission** ») conformément aux dispositions de l'article 8ter de la loi de 1929 sur les parts de fondateur et du décret n°67-452 du 6 juin 1967 :

- Le Conseil d'administration de la Société du 13 janvier 2020, sur recommandation du comité *ad hoc* d'administrateurs constitué le 14 novembre 2019, désignait le cabinet Ledouble, représenté par Madame Agnès Piniot, en tant qu'expert appelé à se prononcer sur le taux de conversion et la valorisation des Parts de fondateur. En accord avec l'Autorité des Marchés Financiers et sur la recommandation du comité *ad hoc*, le cabinet Ledouble était également désigné en qualité d'expert indépendant au sens des articles 261-1 et suivants du Règlement Général de l'AMF (ci-après « **l'Expert Indépendant** ») chargé d'établir un rapport sur le caractère équitable des conditions financières de l'OPAS portant sur le solde du capital d'EPC.
- L'assemblée générale des porteurs de Parts de fondateur, réunie le 26 février 2020 :
 - désignait Monsieur Gilles de Courcel, associé du cabinet Ricol Lasteyrie, en qualité d'expert chargé d'évaluer le taux de conversion et le prix de rachat des Parts de fondateur, conjointement avec le cabinet Ledouble ;
 - nommait des représentants des porteurs de Parts de fondateur (ci-après « **les Représentants de la Masse** »).

Les Experts devaient remettre leur rapport dans un délai de deux mois à compter de la désignation du dernier d'entre eux, soit au plus tard le 24 avril 2020.

Dans son communiqué du 30 mars 2020 relatif aux résultats 2019, la Société mentionnait que la crise sanitaire mondiale liée à la Covid-19 aurait nécessairement des impacts très significatifs tant en termes de production que de marché, notamment en Europe où le Groupe est très présent. Elle indiquait par ailleurs que, dans ces circonstances, elle procédait à une étude de l'impact de la crise sanitaire sur l'activité, la performance et les perspectives du Groupe. À la demande des Experts, la date limite de dépôt de leur rapport commun a été reportée au **8 juin 2020**².

Ultérieurement, et par un communiqué de presse du 3 juin 2020, la Société indiquait que les mesures prises en France et au Luxembourg pour proroger les délais échus pendant la période d'urgence sanitaire ne permettaient plus la réalisation de l'ensemble des conditions suspensives, indispensable à la finalisation de la Transaction, dans le calendrier initialement prévu par les parties.

À cette même date, le Conseil d'administration de la Société :

- prenait acte de l'avenant conclu entre les parties à la Transaction et du nouveau calendrier qui y est prévu ;
- rappelait qu'une condition suspensive de la Transaction était la convocation d'une assemblée générale extraordinaire de la Société statuant sur la conversion et/ou le rachat des Parts de fondateur dont la tenue était toutefois susceptible d'intervenir après réalisation de la Transaction ;
- considérait alors qu'il était dans l'intérêt de la Société et de l'ensemble des parties prenantes, que le rapport commun des Experts soit établi à une date la plus proche possible de la réalisation de la Transaction et sur le fondement de l'information la plus à jour, afin de garantir le caractère équitable de la parité de conversion des Parts de fondateur en actions et/ou du prix de rachat des Parts de fondateur proposés à l'assemblée générale extraordinaire de la Société.

² Communiqué de presse d'EPC Groupe du 22 avril 2020.

Le communiqué de presse du 3 juin 2020 rappelait également que, dans l'hypothèse où le rapport de l'Expert Indépendant ne conclurait pas au caractère équitable du prix d'offre, 4 Décembre pourrait encore décider de ne pas réaliser la Transaction.

Dans ce contexte modifié, la mission des Experts a été interrompue, et le Conseil d'administration a convoqué une nouvelle assemblée générale des porteurs de Parts de fondateur ayant pour ordre du jour la désignation, à nouveau, de Monsieur Gilles de Courcel en qualité d'expert chargé d'évaluer le taux de conversion et le prix de rachat des Parts de fondateur.

En conséquence, par une assemblée générale des porteurs de Parts de fondateur en date du 22 juillet 2020, Monsieur Gilles de Courcel a été à nouveau désigné en qualité d'expert chargé d'évaluer le taux de conversion et le prix de rachat des Parts de fondateur.

Le Conseil d'administration de la Société s'est réuni le 31 juillet 2020, et a désigné, à nouveau, le cabinet Ledouble représenté par Madame Agnès Piniot en qualité d'expert ayant la même mission.

À l'issue de ces désignations, les Experts doivent rendre leur rapport commun le 30 septembre 2020 au plus tard.

Le Conseil d'administration de la Société, qui s'est réuni le 29 septembre 2020, a décidé de ne pas soumettre à l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires de proposition tendant au rachat des Parts de fondateur.

Suite à cette décision du Conseil d'administration de la Société, le présent rapport porte exclusivement sur le taux de conversion des Parts de fondateur en actions EPC³.

Notre mission prenant fin avec le dépôt du présent rapport, il ne nous appartient pas de le mettre à jour pour tenir compte des faits et circonstances postérieurs à sa date de signature.

1.22 Limites de la Mission

Conformément à la pratique en matière d'évaluation, nos travaux n'ont pas pour objet de valider les informations historiques et prévisionnelles qui nous ont été communiquées, et dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence.

À cet égard, nous avons considéré que les informations qui nous ont été communiquées par nos interlocuteurs étaient fiables et transmises de bonne foi.

Le présent rapport n'a pas de valeur de recommandation aux actionnaires sur leur vote des résolutions soumises à l'assemblée générale extraordinaire de la Société, et portant sur la conversion des Parts de fondateur en actions.

³ Étant précisé que, préalablement à la décision du Conseil d'administration de renoncer au rachat des Parts de fondateur, le Collège n'avait communiqué aucune estimation du prix de rachat qui aurait pu trouver à s'appliquer.

1.23 Indépendance des Experts

Nous confirmons notre indépendance :

- vis à vis d'EPC, d'Argos, de 4 Décembre, d'EJ Barbier, ainsi que de leurs conseils juridique et financier respectifs ;
- au sens des articles 261-1 et suivants du Règlement Général de l'AMF.

Nous attestons de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu avec les personnes morales et physiques impliquées dans l'Opération, susceptible d'affecter notre indépendance et l'objectivité de notre jugement dans l'exercice de la Mission.

Nous rappelons que le cabinet Ledouble a été également désigné en qualité d'Expert Indépendant (§ 1.21).

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

2. Conduite de la Mission

2.1 Diligences effectuées

Nos diligences ont essentiellement consisté :

- en la prise de connaissance (i) des caractéristiques juridiques et financières des Parts de fondateur, (ii) de l'activité et des données financières du Groupe et (iii) des caractéristiques de l'Opération ;
- à partir de ces informations, en la détermination du taux de conversion des Parts de fondateur en actions EPC.

Nous avons notamment :

- examiné le contexte spécifique dans lequel se situe l'Opération et la documentation juridique qui la sous-tend ;
- pris connaissance des statuts d'EPC et étudié les caractéristiques financières et juridiques des Parts de fondateur ;
- réalisé un diagnostic stratégique et financier approfondi du Groupe incluant :
 - un examen de ses activités ;
 - une analyse du marché et de l'environnement concurrentiel d'EPC ;
 - une revue approfondie des comptes historiques de la Société ;
 - un examen détaillé du dernier plan d'affaires prévisionnel de la Société établi après la crise sanitaire avec différents *scenarii* de reprise de l'activité⁴ ;
 - la comparaison de ce plan d'affaires avec les précédentes projections établies avant la crise sanitaire.
- mené une analyse boursière des actions et des Parts de fondateur ;
- revu les travaux d'évaluation réalisés par la Société dans le cadre de ses tests de dépréciation ;

⁴ Plan d'affaires approuvé le 25 août 2020 par le Conseil d'administration d'EPC.

- défini une méthode permettant de déterminer de manière parfaitement homogène le taux de conversion des Parts de fondateur en actions EPC ;
- pris connaissance des observations et des remarques formulées par certains porteurs de Parts de fondateur afin d’y répondre ;
- déterminé le taux de conversion des Parts de fondateur en actions EPC ;
- apprécié le positionnement du taux de conversion par rapport à la parité induite par les cours de bourse ainsi que par rapport au ratio d’affectation des bénéfices distribués entre les porteurs de Parts de fondateur et les actionnaires (ci-après « **Ratio d’affectation des bénéfices distribués** »).

Ces diligences ont été conduites parallèlement aux réunions, entretiens et échanges de courriels et documents que nous avons eus avec :

- les représentants de la Société ;
- les représentants d’Argos et des vendeurs ;
- les représentants de la masse des porteurs de Parts de fondateur ;
- les conseils juridiques et financiers en charge du suivi de l’Opération.

2.2 Principales sources d’informations exploitées

Nous avons obtenu auprès de la Direction de la Société les éléments significatifs exploités dans le cadre de la Mission. Les principaux documents obtenus⁵ auprès de la Direction de la Société et d’Argos sont présentés ci-après :

- Offres présentées par Argos et les accords connexes :
 - Offre indicative du 22 février 2020,
 - Lettres d’intention des 20 mai 2019 et 23 juillet 2019,
 - Offres fermes des 30 septembre 2019 et 21 octobre 2019,
 - Promesse d’achat et *Management Term sheet* du 14 novembre 2019,
 - Contrat de cession d’actions du 13 janvier 2020,
 - Première lettre avenant au contrat de cession d’actions, en date du 29 mai 2020⁶,
 - Seconde lettre avenant au contrat de cession d’actions, en date du 25 septembre 2020 ;
- Informations juridiques relatives à la Société (organigramme juridique, répartition du capital, extrait KBis, statuts, procès-verbaux des Conseils d’administration de 2019 et 2020) ;
- Rapports de *due diligence* établis à la demande de la Société dans le cadre du processus de cession de la participation détenue par EJ Barbier dans la Société (financières, stratégiques et juridiques) ;
- Comptes sociaux et consolidés de la Société de 2009 à 2019 et projet des comptes consolidés semestriels au 30 juin 2020 présenté au Conseil d’administration de la Société le 22 septembre 2020 ;
- Synthèse des commissaires aux comptes au Comité d’audit, Rapport des commissaires aux comptes, lettres d’affirmation signées par la direction d’EPC au titre de l’exercice clos le 31 décembre 2019 ;
- Travaux de test de valeur de ses actifs réalisés par la Société du 31 décembre 2015 au 30 juin 2020 ;

⁵ Sans que cette liste indicative ne soit exhaustive.

⁶ Contresignée le 30 mai 2020.

- Plan d'affaires prévisionnel de la Société établi dans le cadre de la clôture des comptes de l'exercice 2019 ;
- Plan d'affaires prévisionnel intégrant différents *scenarii* de reprise de l'activité qui a été approuvé par le Conseil d'administration d'EPC du 25 août 2020 ;
- Comptes des sociétés mises en équivalence au 31 décembre 2019.

Nos travaux reposent également sur :

- des informations financières disponibles sur nos bases de données financières (S&P Capital IQ, Bloomberg) ;
- des études de marché et des notes d'analystes établies sur des sociétés concurrentes du Groupe.

3. Présentation des Parts de fondateur

3.1 Structure de détention

Constituée le 1^{er} octobre 1892, la Société a émis 168.400 actions d'une valeur nominale de 31 € chacune et 29.473 Parts de fondateur⁷, sans fixation de valeur nominale.

Les structures de détention respectives des actions et des Parts de fondateur, disponibles à la date la plus récente, se présentent comme suit :

Détention des Parts de fondateur

| Noms des détenteurs | Nb d'actions ordinaires | % | Nb de Parts de fondateur | % |
|-----------------------------------|-------------------------|--------------|--------------------------|--------------|
| Détenteurs connus | | | | |
| EJ Barbier | 113 610 | 67,5% | 3 775 | 12,8% |
| Autodétention | 16 102 | 9,6% | n/c | |
| Allan Green et affiliés | 19 035 | 11,3% | 450 | 1,5% |
| Hubert Jeannin-Naltet | n/c | | 5 005 | 17,0% |
| HMG | n/c | | 4 752 | 16,1% |
| Famille de Brancion | n/c | | 59 | 0,2% |
| Denis Hanotin | n/c | | 2 037 | 6,9% |
| Jean-Pierre Berthier (indivision) | n/c | | 1 930 | 6,5% |
| SSE - Sté des explosifs | n/c | | 2 747 | 9,3% |
| <i>Sous total</i> | <i>148 747</i> | <i>88,3%</i> | <i>20 755</i> | <i>70,4%</i> |
| Flottant | 19 653 | 11,7% | 8 718 | 29,6% |
| TOTAL GENERAL | 168 400 | | 29 473 | |

Source : Comptes annuels EPC Groupe 2019, Feuille de présence de l'Assemblée Générale des Porteurs de parts du 24/02/2020

n/c : non communiqué

3.2 Cadre réglementaire

Les Parts de fondateur sont des titres négociables réglementés par la loi du 23 janvier 1929 sur les parts de fondateur émises par les sociétés, qui a été modifiée par la loi n°53-148 du 25 février 1953 relative à diverses dispositions d'ordre financier intéressant l'épargne.

Il peut leur être attribué un droit fixe ou proportionnel dans les bénéfices sociaux.

⁷ La Société a attribué, en représentation partielle des apports en nature dont elle a bénéficié lors de sa constitution, 2.800 Parts de fondateur, depuis divisées en 28.000 parts sans fixation de valeur nominale. Pour satisfaire aux prescriptions de l'ordonnance du 15 août 1945, il a été créé le 5 février 1946 un total de 1.473 parts nouvelles.

L'article 264 de la loi n°66-537 du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales interdit l'émission de parts de fondateur nouvelles à compter de son entrée en vigueur le 1^{er} avril 1967. Les parts de fondateur antérieurement émises restent soumises aux textes les concernant.

L'article 6 de la loi n° 66-538 du 24 juillet 1966 permet aux sociétés de procéder au rachat des parts de fondateur existantes ou à leur conversion en actions, à compter de la vingtième année suivant leur émission, sur la seule décision de l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires. Les prix de rachat ou le taux de conversion sont le cas échéant déterminés par voie d'expertise.

3.3 Principales caractéristiques des Parts de fondateur émises par EPC

Les caractéristiques détaillées des Parts de fondateur, qui sont rappelées dans les statuts de la Société, peuvent se résumer comme suit.

Les Parts de fondateur sont des instruments financiers *sui generis* à durée indéterminée. Elles ne bénéficient d'aucun droit de présence aux assemblées générales des actionnaires, ni d'immixtion dans les affaires de la Société. Elles ne donnent non plus aucun droit de propriété sur l'actif social.

Conformément aux dispositions prévues aux articles 33, 34 et 36 des statuts de la Société :

- les Parts de fondateur perçoivent, en cas de distribution de dividendes, 25% des bénéfiques distribués ;
- les droits des Parts de fondateur à leur part de bénéfiques sont invariables, quelles que soient les variations du capital social, et leur diminution ne peut avoir lieu qu'après l'approbation d'une assemblée générale des porteurs de Parts de fondateur ;
- en cas de dissolution anticipée, les Parts de fondateur bénéficient de 25% du produit net de liquidation.

Compte tenu de la structure actuelle du capital d'EPC et du nombre d'actions autodétenues par la Société, la répartition des dividendes prévue statutairement conduit à un ratio de dividendes par titre de 1,72⁸.

4. Analyse des trajectoires boursières des Parts de fondateur et des actions EPC

4.1 Examen de la liquidité

L'analyse boursière met en évidence une faible liquidité des actions et des Parts de fondateur, se traduisant par :

- un nombre de journées de cotation limité ;
- un volume restreint d'échanges impliquant des délais de rotation du flottant et des titres en circulation relativement longs.

⁸ 1,72 = [(quote-part revenant aux Parts de fondateur / nombre de Parts de fondateur)] / [(quote-part revenant aux actionnaires / nombre d'actions hors autocontrôle)].

Nous constatons que :

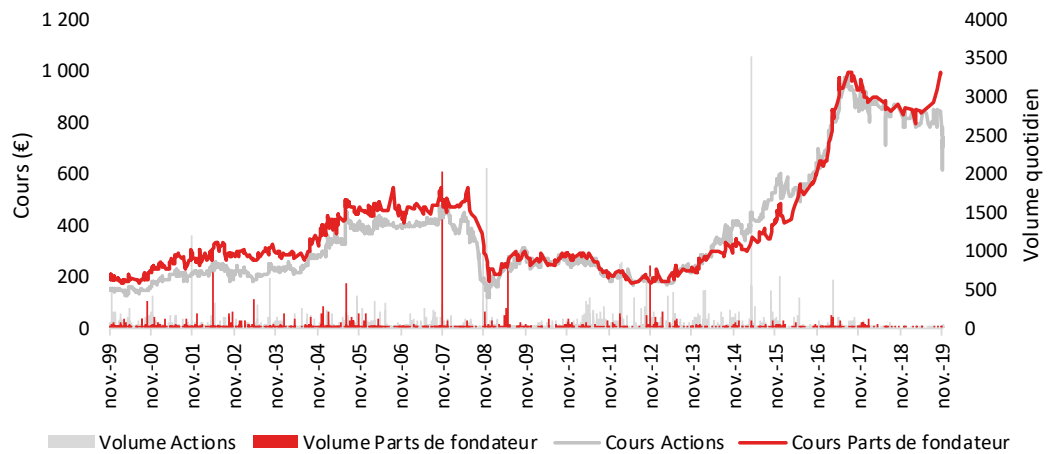
- avant annonce de l'Opération, le délai de rotation du flottant des Parts de fondateur est compris entre 5 et 6 ans⁹ ;
- le délai de rotation de la totalité des Parts de fondateur est d'environ 14 ans¹⁰.

Les actions EPC présentent également une faible liquidité avec un délai de rotation de l'ordre de 19 ans¹¹ pour la totalité des titres en circulation.

4.2 Cours de bourse historique des Parts de fondateur et des actions EPC

Nous présentons, ci-après, l'évolution du cours de bourse des Parts de fondateur et des actions EPC sur la période historique de 1999 à 2019¹² :

Cours de bourse historique des Parts de fondateur et des actions



Source : Bloomberg

Malgré la faible liquidité du titre (§ 4.1), nous observons une forte corrélation entre l'évolution du cours des actions EPC et de celui des Parts de fondateur¹³. Ce constat nous permet de considérer raisonnablement que le marché a apprécié historiquement la valeur relative des deux catégories de titres.

⁹ Ce délai est donné à titre purement indicatif, certains échanges ayant pu être réalisés sur le marché par des porteurs situés en dehors du flottant tel que présenté *supra* § 3.1.

¹⁰ Sur la période 2006 à 2019, 29.469 Parts de fondateur ont été échangées sur le marché.

¹¹ Source : Bloomberg.

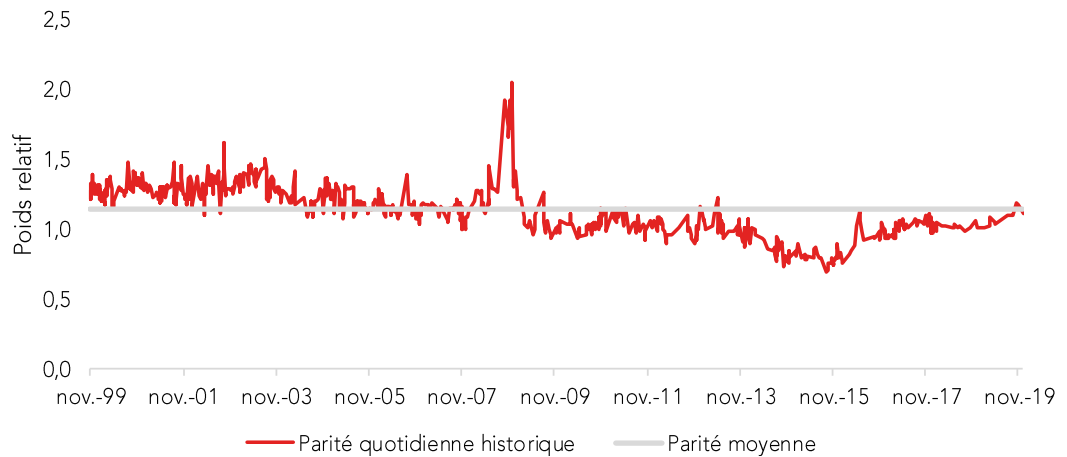
¹² Soit un historique de 20 ans jusqu'à la date d'annonce de l'Opération.

¹³ Sur la période examinée, le coefficient de détermination (R²), correspondant au carré du coefficient de corrélation linéaire, permettant de juger de la qualité d'une régression linéaire, est égal à 93%.

4.3 Parité des Parts de fondateur et des actions EPC issue de leur cours respectif

Nous présentons, ci-après, l'évolution de la parité¹⁴ observée entre la cotation des Parts de fondateur et celle des actions EPC sur la période 1999 à 2019 :

Parité du cours des Parts de fondateur et du cours des actions EPC



Source : Bloomberg

Sur la période examinée, nous observons que :

- le pic constaté en 2008 s'inscrit dans un contexte de marché perturbé¹⁵, la faible liquidité des Parts de fondateur et des actions EPC ne permettant pas des ajustements rapides des cours respectifs ;
- environ deux tiers des échanges extériorisent une parité comprise entre 1,0 et 1,3¹⁶ ;
- la parité moyenne ressort à 1,15¹⁷.

¹⁴ La parité est exprimée en nombre d'actions EPC Groupe pour 1 Part de fondateur. Ainsi, une parité de 1,15 à un instant T signifie que le cours des Parts de fondateur extériorise une prime de 15% par rapport au cours de l'action EPC Groupe.

¹⁵ Crise financière mondiale de 2007-2008.

¹⁶ Cours des Parts de fondateur ramené au cours de l'action EPC Groupe.

¹⁷ Cours des Parts de fondateur ramené au cours de l'action EPC Groupe.

5. Méthodes employées pour déterminer le taux de conversion en actions

Nous exposons dans la présente partie la méthodologie mise en œuvre par les Experts pour déterminer le taux de conversion des Parts de fondateur en actions EPC.

Celle-ci a été définie au regard des caractéristiques propres des Parts de fondateur et des actions EPC, étant précisé qu'un taux de conversion doit être déterminé **sur la base de méthodes et de données homogènes afin d'aboutir à un résultat pertinent**.

Certaines méthodes d'évaluation, habituellement mises en œuvre pour estimer la valeur d'une action¹⁸, ne peuvent être appliquées aux Parts de fondateur compte tenu de la nature de ces titres et de la spécificité des droits qui leur sont attachés (§ 3).

5.1 Présentation de la méthode retenue

Le rendement des Parts de fondateur est constitué :

- sur la période de leur détention, par les dividendes revenant aux porteurs de parts selon la répartition prévue statutairement, sous réserve de la distribution effective de bénéfices ou de réserves distribuables dont la décision revient aux seuls actionnaires ;
- de leur valeur de sortie, correspondant :
 - en cas de procédure de rachat au prix de rachat ou en cas de conversion au taux de conversion rapporté à la valeur d'une action EPC, fixés de manière équitable par les experts désignés conformément à la législation en vigueur ;
 - en l'absence d'une telle procédure à la main de la Société, au prix pouvant être obtenu dans le cadre d'une transaction de gré à gré ou, au cas d'espèce, par une cession sur le marché.

Afin de prendre en compte les caractéristiques et les droits des Parts de fondateur, nous avons mis en œuvre une méthode d'évaluation du Groupe par actualisation des flux prévisionnels de dividendes (« **DDM**¹⁹ »), puis calculé les rendements obtenus par les porteurs de Parts de fondateur qui :

- perçoivent pendant « X » années 25% des bénéfices distribuables prévisionnels ;
- sortent au bout de « X » années sur la base d'une parité observée sur le marché.

La comparaison des rendements obtenus, par les porteurs de Parts de fondateur, d'une part, et par les actionnaires, d'autre part, permet d'obtenir, pour un horizon d'investissement donné, un taux de conversion en actions EPC équitable.

Nous présentons, ci-après, les principales données employées et les hypothèses structurantes du modèle.

5.2 Données prévisionnelles exploitées

La méthode DDM a été mise en œuvre à partir du plan d'affaires révisé qui nous a été transmis et présenté par la Direction du Groupe, traduisant les perspectives opérationnelles du Groupe sur la période prévisionnelle 2020-2025 (ci-après l'« **Horizon Explicite** »).

¹⁸ À titre d'exemples : valorisation intrinsèque par actualisation des flux prévisionnels de trésorerie (DCF), valorisation analogique par application de multiples boursiers.

¹⁹ *Dividend Discount Model*.

À l'appui d'une étude réalisée par un cabinet de conseil en stratégie, la Direction du Groupe a établi plusieurs *scenarii* tablant sur des niveaux de croissance et de rentabilité plus ou moins élevés sur l'Horizon Explicite (scénario de « reprise lente », scénario « intermédiaire » et scénario de « reprise rapide »).

Au regard des réalisations observées sur les dernières années, nous sommes d'avis que l'ensemble de ces *scenarii*, présentés et approuvés par le Conseil d'administration d'EPC du 25 août 2020, traduisent des objectifs de développement volontaristes. À titre indicatif, le scénario de « reprise lente » table sur :

- une croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires de l'ordre de 3% sur l'Horizon Explicite²⁰ ; associée à
- une amélioration de plus de 250 points de base du taux de marge d'EBITDA par rapport à la moyenne des trois derniers exercices²¹.

Nous avons intégré dans nos analyses de sensibilité différents *scenarii*, étant précisé que le choix du scénario a une incidence marginale²² sur le taux de conversion obtenu.

5.3 Hypothèses clés retenues par les Experts

Le modèle construit pour déterminer le taux de conversion des Parts de fondateur en actions EPC intègre, en sus des données prévisionnelles transmises par la Direction, des hypothèses sur :

- le taux de distribution des dividendes ;
- le coût des fonds propres retenu pour actualiser les dividendes futurs et la valeur de sortie ;
- le taux de croissance normatif des dividendes ;
- le multiple théorique de sortie ;
- la durée moyenne de détention des Parts de fondateur ;
- la parité de sortie.

Taux de distribution des dividendes

Le taux de distribution des dividendes sur l'Horizon Explicite a été déterminé au regard notamment :

- du taux de distribution historique compris, sur la période 2010-2019, entre 15% et 55% du résultat net distribuable de la Société ; sur les dix dernières années, le taux de distribution moyen ressort à environ 30%²³ ;
- du niveau actuel d'endettement net de la Société et de ses résultats prévisionnels.

Sur la base de l'ensemble des informations mises à notre disposition, nous avons retenu un taux de distribution croissant sur l'Horizon Explicite, évoluant dans une fourchette comprise entre 0% et 40%.

²⁰ Au cours des 5 derniers exercices, le Groupe a enregistré une croissance annuelle moyenne de 2%.

²¹ Nous comparons l'EBITDA prévisionnel hors quote-part des sociétés mises en équivalence avec le résultat opérationnel historique retraité de la part du résultat des mises en équivalence et des dotations aux amortissements et aux provisions.

²² À titre indicatif, les *scenarii* « intermédiaire » et « dégradé » conduisent à un écart sur la parité obtenue inférieur à 2%.

²³ Moyenne intégrant les exercices clôturés en situation de perte nette, sans distribution de dividendes.

L'hypothèse du taux de distribution au-delà de l'Horizon Explicite a un impact limité sur la valorisation²⁴ car les résultats non distribués sont réputés :

- être réinvestis et contribuer à la croissance future des résultats distribuables²⁵ ;
ou
- contribuer au désendettement du Groupe et réduire ainsi le coût des fonds propres²⁶.

Coût des fonds propres

Le coût des fonds propres (« COE²⁷ ») a été calculé à l'aide de la formule suivante issue du modèle d'évaluation des actifs financiers (MEDAF) :

$$\text{COE} = R_f + \beta * \text{PRM} + \text{primes spécifiques}$$

Où :

- R_f est le taux sans risque ;
- β est le coefficient beta actions, indicateur du risque systématique ;
- PRM correspond à la prime de risque de marché ;
- les primes spécifiques intègrent le risque pays.

Le coût des fonds propres ainsi estimé ressort, en fonction des *scenarii* de plan d'affaires et du niveau moyen d'endettement²⁸, entre 11% et 14%.

Taux de croissance des dividendes au-delà de l'Horizon Explicite

Le taux de croissance « g » des dividendes au-delà de l'Horizon Explicite a été déterminé à partir de la formule de Gordon Shapiro suivante :

$$g = \text{ROE} * (1 - \text{taux de distribution})$$

Où ROE²⁹ correspond au rendement attendu des fonds propres étant précisé qu'à long terme le rendement attendu des fonds propres (ROE) est supposé converger vers le coût des fonds propres (COE)³⁰.

Compte tenu de nos hypothèses de taux de distribution et du coût des fonds propres, le taux de croissance annuel normatif des dividendes ressort entre 6% et 9%.

²⁴ À titre indicatif, une variation de +/- 1000 points de base sur le taux de distribution normatif a un impact d'environ 2% sur le taux de conversion obtenu.

²⁵ Ainsi, en cas d'abaissement du taux de distribution, les résultats futurs du Groupe sont ajustés à la hausse par le modèle, conduisant *in fine* à un montant distribué similaire.

²⁶ Le coût des fonds propres a été calculé à l'aide de la formule issue du modèle d'évaluation des actifs financiers (MEDAF). Selon cette formule, une baisse (hausse) de l'endettement financier diminue (augmente) le coût des fonds propres utilisé pour actualiser les dividendes futurs.

²⁷ *Cost of Equity*.

²⁸ Le coefficient beta varie en fonction du poids de la dette, qui est lui-même conditionné par le scénario modélisé et les hypothèses de taux de distribution retenues.

²⁹ *Return on Equity*.

³⁰ Un rendement supérieur au coût des fonds propres entraîne à long terme l'entrée de nouveaux concurrents sur le marché, ce qui a pour effet de diminuer le rendement des acteurs déjà présents. À l'inverse, un rendement inférieur conduit à des phénomènes de concentration sur le marché.

Multiple théorique de sortie

La valeur à terme des capitaux propres d'EPC a été déterminée à partir :

- des résultats nets prévisionnels³¹ ;
- des multiples cibles de résultat net (« **PER**³² »).

Afin d'aboutir à des résultats parfaitement cohérents par rapport aux paramètres d'actualisation retenus par ailleurs, nous avons estimé le multiple de PER cible entre 10x et 13x, à partir de la formule de Gordon Shapiro d'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie³³.

Durée moyenne de détention des Parts de fondateur

La masse des porteurs de Parts de fondateur regroupe des profils d'investissement différents compte tenu notamment de leurs objectifs de détention, de leur aversion au risque, des contraintes de gestion de leur patrimoine, de la période à laquelle ils ont acquis leurs titres ou encore de leurs attentes quant aux perspectives opérationnelles du Groupe.

Le taux de conversion, pour être qualifié d'équitable, ne peut être déterminé en fonction du seul point de vue d'un profil d'investissement particulier (*i.e.* stratégie de détention à court terme ou, au contraire, à très long terme).

Nous avons par conséquent retenu une durée de détention de 14 ans, correspondant au délai de rotation observé historiquement sur le marché pour la totalité des Parts de fondateur en circulation³⁴ (§ 4.1).

Parité de sortie

Nous avons retenu une parité de sortie de 1,15³⁵, correspondant au poids relatif des cours observés sur le marché sur une période historique de 20 ans (§ 4.3).

5.4 Résultats et analyses de sensibilité

Résultats

La comparaison des rendements obtenus par les porteurs de Parts de fondateur, d'une part, et les actionnaires d'EPC, d'autre part, extériorise une parité comprise entre :

- 1,15 correspondant à la parité marché pour une détention à très court terme, inférieure à 1 an³⁶ ;
- 1,72 correspondant à la parité issue de la répartition statutaire des dividendes distribués pour une détention à l'infini³⁷.

³¹ Ayant servi au calcul des dividendes prévisionnels.

³² *Price Earning Ratio*.

³³ Pour une entreprise générant un flux de trésorerie F croissant à un taux g , il est possible d'écrire la relation suivante : $VE = F / (WACC - g)$ où VE est la valeur d'entreprise et $WACC$ le coût du capital.

En considérant à long terme une variation de BFR négligeable et une convergence des investissements et des dotations aux amortissements, la formule précédente peut s'écrire : $VE / EBIT = (1-T) / (WACC - g)$.

En supposant par ailleurs une structure d'endettement neutre et l'absence de résultat exceptionnel, la formule précédente peut s'écrire : $PER = 1 / (WACC-g)$.

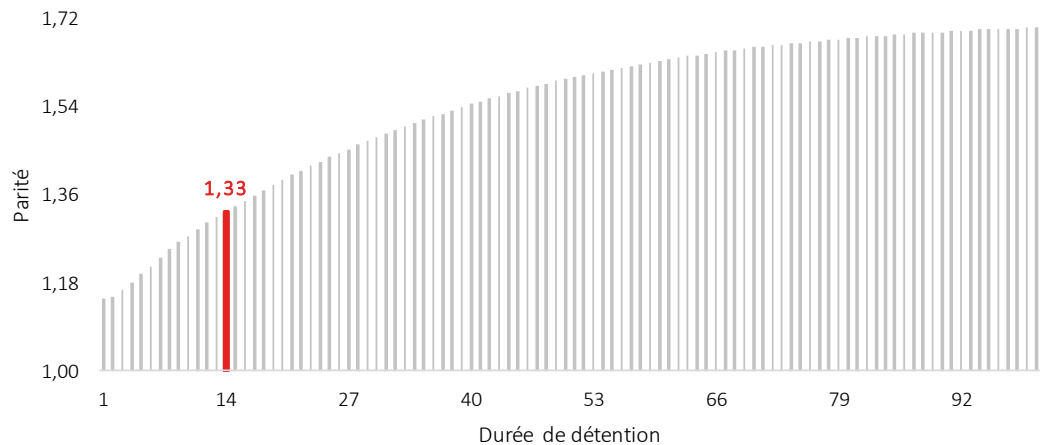
³⁴ Ne pouvant préjuger de la structure de détention et du délai de rotation qui pourraient être observés dans le futur en l'absence de conversion des Parts de fondateur, nous n'avons procédé à aucun retraitement.

³⁵ Soit 1,15 actions EPC pour 1 Part de fondateur.

³⁶ Parité obtenue pour un porteur dont le rendement résulte en totalité du prix de sortie.

³⁷ Parité obtenue pour un porteur dont le rendement résulte en totalité des dividendes perçus pendant la période de détention, la valeur de sortie actualisée étant alors négligeable.

Parité obtenue en fonction de la durée de détention



Source : Société, Bloomberg, Experts

La parité déterminée sur un horizon moyen de détention de 14 années, calculée à partir de nos hypothèses centrales, ressort à 1,33³⁸, et constitue le taux de conversion des Parts de fondateur en actions.

Analyses de sensibilité

Nous avons réalisé des analyses de la sensibilité du taux de conversion aux paramètres et aux hypothèses sous-tendant notre modèle et, en particulier :

- au scénario de plan d'affaires modélisé ;
- au taux de distribution des dividendes ;
- au coût des fonds propres ;
- à la parité de sortie ;
- à la durée moyenne de détention.

Il convient de noter que la parité est peu sensible aux paramètres techniques d'évaluation (coût des fonds propres, taux de distribution des dividendes, taux de croissance des dividendes) ainsi qu'au scénario modélisé.

Les hypothèses de parité de sortie et de durée moyenne de détention ont été fixées à partir de l'ensemble des informations dont nous disposons, sans toutefois pouvoir préjuger de l'évolution future de ces paramètres en l'absence de rachat ou de conversion des Parts de fondateur.

À titre indicatif :

- les différents *scenarii* de plan d'affaires modélisés par les Experts conduisent, toutes choses égales par ailleurs, à un impact sur la parité de l'ordre de 2%, soit une parité comprise entre 1,32 et 1,34 ;
- une variation du taux de distribution normatif de +/- 1.000 points de base a un impact sur la parité compris entre 2% et 3%, soit une parité comprise entre 1,29 et 1,38 ;

³⁸ Soit 1,33 actions EPC pour 1 Part de fondateur.

- une variation du coût des fonds propres de +/-100 points de base a un impact sur la parité inférieur à 1%, soit une parité comprise entre 1,32 et 1,34, selon les *scenarii* étudiés ;
- une variation de la parité de sortie de +/- 50 points de base a un impact sur la parité de l'ordre de 3%, soit une parité comprise entre 1,28 et 1,38, selon les *scenarii* étudiés ;
- une variation de la durée moyenne de détention de 3 ans a un impact sur la parité de l'ordre de 3%, soit une parité comprise entre 1,28 et 1,38, selon les *scenarii* étudiés.

6. Analyse du positionnement du taux de conversion

Le taux de conversion ainsi calculé entre les Parts de fondateur et les actions EPC de 1,33 (§ 5) extériorise :

- une prime d'environ 19%³⁹ par rapport à la parité envisagée initialement par les parties, à l'issue d'un processus de négociation ;
- une prime d'environ 16%⁴⁰ par rapport à la parité de marché observée sur longue période ;
- une décote d'environ 23%⁴¹ par rapport au Ratio d'affectation des bénéfices distribués (§ 3.3).

Nous analysons, ci-après, le positionnement du taux de conversion de 1,33 par rapport à la parité de marché historique (§ 6.1) et au Ratio d'affectation des bénéfices distribués (§ 6.2).

6.1 Prime implicite par rapport à la parité de marché

Le taux de conversion de 1,33 s'inscrit dans la fourchette des parités induites historiquement par les cours de bourse des Parts de fondateur et des actions EPC. Nous constatons toutefois que la parité de marché se situe, en moyenne, en retrait par rapport à ce taux de conversion.

Ce décalage est notamment lié à la prise en compte de la durée de détention des Parts de fondateur et des bénéfices perçus par ces derniers pendant la période de détention.

6.2 Décote implicite par rapport au Ratio d'affectation des bénéfices distribués

Le Ratio d'affectation des bénéfices distribués, égal à 1,72, ne tient pas compte des facteurs suivants :

- **Absence de droits de vote** (§ 6.21)
- **Absence de prime de contrôle** (§ 6.22)
- **Invariabilité de la répartition statutaire des dividendes** (§ 6.23)
- **Fiscalité des plus-values** (§ 6.24)
- **Différentiel de liquidité** (§ 6.25)

³⁹ Prime déterminée par comparaison entre 1,33 et 1,12 (parité implicite ressortant des modalités envisagées dans le contrat de cession d'actions signé le 13 janvier 2020).

⁴⁰ Prime déterminée par comparaison entre 1,33 et 1,15.

⁴¹ Décote déterminée par comparaison entre 1,33 et 1,72.

L'examen de ces facteurs permet d'apprécier le positionnement du taux de conversion de 1,33 par rapport au Ratio d'affectation des bénéfiques distribués de 1,72 (§ 6.26).

6.21 Absence de droits de vote

Contrairement aux actionnaires, les porteurs de parts ne disposent d'aucun droit de vote et ne participent notamment pas aux décisions relatives aux distributions de dividendes.

L'examen des primes et décotes dans le cadre des évaluations financières a conduit le groupe de travail de la SFEV⁴² à considérer que la valeur du droit de vote est conditionnée par :

- la « *probabilité qu'un droit de vote marginal affecte le transfert du contrôle* » ;
- l' « *importance des bénéfiques additionnels [...] qui peuvent être captés en détenant le contrôle de la société (i.e. en supprimant les coûts explicites et implicites liés à la présence d'actionnaires minoritaires)* ».

Compte tenu de la structure actuelle de l'actionnariat d'EPC Groupe, la probabilité qu'un droit de vote marginal affecte le transfert du contrôle est nulle ou quasiment nulle.

Toutefois, la Société a la possibilité de procéder à tout moment⁴³ au rachat des Parts de fondateur existantes ou à leur conversion en actions, permettant le cas échéant, à ses actionnaires, de capter des bénéfiques additionnels et en particulier, la totalité des bénéfiques distribuables ainsi qu'une éventuelle prime de contrôle en cas de revente ultérieure de leurs actions (§ 6.22).

6.22 Absence de prime de contrôle

Les actions sont susceptibles de bénéficier d'une prime en cas de changement de contrôle, alors que les porteurs de Parts de fondateur ne bénéficient pas d'une telle opportunité.

6.23 Invariabilité de la répartition statutaire

La clause d'invariabilité prévue statutairement constitue une mesure de protection des droits des porteurs de Parts de fondateur. Sur le plan théorique, ce mécanisme pourrait justifier une prime ; nous observons toutefois, qu'en pratique, cette clause est susceptible d'avoir freiné le développement du Groupe et, en conséquence, d'avoir pénalisé à la fois les porteurs de Parts de fondateur et les actionnaires.

En tout état de cause, cette protection a été intégrée dans notre estimation de la parité, le modèle que nous avons mis en œuvre prévoyant un prélèvement systématique de 25% des dividendes prévisionnels au bénéfice des Parts de fondateur.

6.24 Fiscalité des plus-values

Les Parts de fondateur ne sont pas éligibles aux plans d'épargne en actions et sont soumises par conséquent à une fiscalité moins avantageuse que les actions pour les petits porteurs sans que l'on puisse mesurer si cette différence a un impact sur les cours.

⁴² Société Française des Evaluateurs (SFEV) (2018), Prime et décotes dans le cadre des évaluations financières, 42-44.

⁴³ À compter de la vingtième année suivant la date d'émission des Parts de fondateur.

6.25 Différentiel de liquidité

Nous observons que les Parts de fondateur ont historiquement coté moins souvent que les actions. *A contrario*, le volume total échangé, exprimé en pourcentage du nombre de titres en circulation, est légèrement supérieur pour les Parts de fondateur.

Le volume médian quotidien échangé (permettant d'écarter l'incidence des transactions non récurrentes) est également légèrement supérieur pour les Parts de fondateur.

Nous sommes par conséquent d'avis que le différentiel de liquidité entre les actions EPC et les Parts de fondateur ne constitue pas un facteur déterminant dans l'appréciation de leurs valeurs relatives.

6.26 Synthèse

Bien que l'incidence des différents facteurs non pris en compte dans le Ratio d'affectation des bénéfices distribués soit difficilement chiffrable, eu égard aux caractéristiques spécifiques des Parts de Fondateur⁴⁴, nous sommes d'avis que la décote implicite de 23% est cohérente par rapport à l'ensemble des caractéristiques juridiques et financières respectives des Parts de fondateur et des actions EPC.

7. Observations formulées par les porteurs de Parts de fondateur et les Représentants de la Masse

Dans le cadre de nos travaux, nous avons eu des échanges avec les Représentants de la Masse et nous avons reçu des courriers de la part de certains porteurs de Parts de fondateur.

Nous présentons, ci-après en synthèse, les éléments qui nous ont été adressés concernant les modalités de désignation des Experts (§ 7.1), la valeur des Parts de fondateur (§ 7.2) et le taux de conversion des Parts de fondateur en actions EPC (§ 7.3).

7.1 Sur la désignation des Experts

Un porteur de Parts de fondateur a notamment attiré notre attention sur la difficulté liée à la double mission prévue initialement, à savoir la détermination (i) d'une parité de conversion des Parts de fondateur en actions EPC et (ii) d'un prix de rachat des Parts de fondateur, situation qui ne lui paraissait pas conforme aux dispositions de l'article 3 alinéa 2 du décret du 6 juin 1967 car pouvant laisser la possibilité aux actionnaires majoritaires d'EPC de retenir l'option qui leur serait la plus favorable.

Nous rappelons qu'en définitive notre rapport ne porte que sur la détermination du taux de conversion des Parts de fondateur en actions EPC.

⁴⁴ En particulier, les décotes pour absence de droits de vote, observées sur d'autres catégories de titres, ne peuvent être directement appliquées aux Parts de fondateur compte tenu de la nature juridique de ces titres qui diffère des autres instruments actuellement observables sur le marché. Néanmoins, à titre d'information, nous avons mené une étude sur les décotes observées sur sociétés cotées lors d'opérations de conversion d'Actions de préférence sans droit de vote et de certificats d'investissement en actions ordinaires réalisées en France sur la période 1988 à 2009. Les résultats de cette étude confortent notre synthèse (§ 6.26).

7.2 Sur la valorisation des Parts de fondateur

7.21 Synthèse des observations formulées sur la valorisation des Parts de fondateur

S'agissant de la valorisation des Parts de fondateur, certains porteurs ont analysé les références et les méthodes de valorisation suivantes :

- référence au cours de bourse actuel des Parts de fondateur, en soulignant que celui-ci est significativement supérieur au prix de rachat unitaire envisagé des Parts de fondateur ;
- référence aux capitaux propres consolidés part du groupe, dont ils relèvent qu'ils impliquaient, au 31 décembre 2019, une valeur unitaire des titres significativement supérieure au prix d'offre et au prix de rachat envisagé des Parts de fondateur ;
- méthode des transactions comparables :
 - ils relèvent un cas de rachat de Parts de fondateur par la Banque Ottoman tout en considérant que la pertinence de cette référence est limitée ;
 - ils estiment par ailleurs que la méthode des transactions comparables peut être considérée comme pertinente pour les actions EPC dans la mesure où des transactions ont été réalisées au cours des 15 dernières années sur le marché des explosifs.

Dans la référence au Prix relevé dans le cadre de la transaction entre Argos et les actionnaires d'EJ Barbier, certains porteurs de Parts de fondateur ont mis en avant un risque d'asymétrie entre leur traitement en cas de rachat et celui des actionnaires d'EPC qui peuvent arbitrer entre un apport à l'Offre et leur maintien au capital d'EPC.

7.22 Réponses apportées par les Experts

La Société ayant renoncé au rachat des Parts de fondateur et n'envisageant plus qu'une conversion des Parts de fondateur en actions, le Collège ne se prononce pas sur la valeur intrinsèque des Parts de fondateur.

Après conversion, les Porteurs de Parts de fondateur auront des droits identiques aux autres actionnaires de la Société.

7.3 Sur le taux de conversion des Parts de fondateur en actions EPC

7.31 Synthèse des observations formulées sur le taux de conversion

Certains porteurs considèrent que :

- le taux de conversion pourrait être égal à environ 1,9, en comparant le montant des dividendes rapporté par unité de titre ;
- la référence aux cours de bourse n'est pas pertinente pour déterminer le taux de conversion, dès lors que ce critère ne serait pas retenu pour déterminer le prix de rachat. Par ailleurs, la parité de marché ne reflèterait pas correctement les caractéristiques des Parts de fondateur, dont les droits seraient méconnus du public ;
- une décote pour absence de droit sur l'actif net de la Société serait infondée ;
- s'agissant de la décote pour absence de droit de vote, les porteurs de Parts de fondateur relèvent que certaines décotes ont pu être observées sur des opérations précédentes concernant des certificats d'investissements. Ils considèrent toutefois que, compte tenu de la structure de l'actionariat de la Société, la décote pour absence de droits de vote devrait être écartée ;

- l'absence d'éligibilité des Parts de fondateur aux PEA pourrait expliquer une partie de la décote observée sur le marché ; toutefois, ils estiment que la fiscalité constitue un facteur exogène qui ne devrait pas interférer dans notre appréciation du taux de conversion ;
- une décote pour absence de prime de contrôle pourrait en revanche trouver à s'appliquer ;
- *a contrario*, les porteurs de Parts de fondateur considèrent qu'ils pourraient bénéficier d'une prime liée à l'invariabilité de la répartition statutaire qui constitue un mécanisme anti-dilutif.

7.32 Réponses apportées par les Experts

Ratio d'affectation des bénéfices distribués

Le ratio de 1,9 mentionné par certains porteurs ne tient pas compte du fait que les dividendes revenant aux actions autodétenues par EPC Groupe ne sont en réalité pas décaissés. Ces dividendes demeurent dans l'actif social et viennent accroître le patrimoine des actionnaires.

Le ratio corrigé s'établit à 1,72. Ce ratio ne tient toutefois pas compte d'un certain nombre de facteurs, que nous avons listés *supra* § 6.2.

Référence au cours de bourse

Notre analyse du cours de bourse respectif des Parts de fondateur et des actions EPC est présentée *supra* § 4.1.

À l'issue de nos diligences, nous sommes d'avis que, bien que la référence au cours de bourse ne soit pas un critère pertinent pour apprécier la valeur absolue des actions EPC et des Parts de fondateur, le marché a historiquement apprécié les valeurs relatives des deux catégories de titres.

Nous n'avons toutefois pas retenu en l'état la parité de marché pour fixer le taux de conversion, la fixation d'un taux équitable devant intégrer d'autres facteurs et reposer également sur une approche de valorisation intrinsèque des deux catégories de titres. Nous avons examiné, *in fine*, le positionnement du taux de conversion par rapport à la parité de marché (§ 6.1).

Sur les décotes et primes applicables

Nous rappelons que le taux de conversion des Parts de fondateur en actions EPC a été calculé par la méthode d'évaluation DDM qui permet de prendre correctement en compte les caractéristiques propres des Parts de fondateur.

En outre, le positionnement du taux de conversion par rapport (i) à la parité de marché et (ii) au Ratio d'affectation des bénéfices distribués a été examiné par nos soins, afin de nous assurer du traitement équitable des actionnaires et des porteurs de Parts de fondateur (§ 6).

8. Conclusion

Sur la base de nos travaux, conformément aux dispositions de la loi du 23 janvier 1929 et du décret du 6 juin 1967, nous avons déterminé un taux de conversion des Parts de fondateur en actions EPC de 1,33⁴⁵. Ce taux nous paraît équitable, tant pour les porteurs de Parts de fondateur que pour les actionnaires d'EPC Groupe.

Fait à Paris, le 30 septembre 2020

LEDOUBLE SAS

Agnès Piniot

Gilles de Courcel

⁴⁵ Soit 1,33 action EPC pour 1 Part de fondateur.