

PROJET DE NOTE D'INFORMATION

ÉTABLIE PAR LA SOCIÉTÉ



EN RÉPONSE

À L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIÉE VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIÉTÉ APRIL
INITIÉE PAR LA SOCIÉTÉ

Andromeda Investissements SAS



Le présent projet de note en réponse a été déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») le 14 juin 2019, conformément aux dispositions de l'article 231-26 de son règlement général. Il a été établi conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF.

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'AMF.

Avis Important

En application des articles 231-19 et 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet Associés en Finance, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans le présent projet de note en réponse.

Le présent projet de note en réponse (le « **Projet de Note en Réponse** ») est disponible sur le site internet de la société APRIL (<http://groupe.april.fr/investisseurs/opa>) ainsi que sur celui de l'AMF (www.amf-france.org) et peut être obtenu sans frais au siège social d'APRIL sis 114, boulevard Marius Vivier Merle – 69003 Lyon.

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 APRIL seront déposées auprès de l'AMF et mises à la disposition du public, au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre publique d'achat, dans les mêmes conditions.

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

SOMMAIRE

1.	RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES DE L'OFFRE	4
2.	CONTEXTE ET CARACTÉRISTIQUES DE L'OFFRE	5
2.1	Contexte de l'Offre.....	5
2.2	Décisions et actions préalables de la Société et de son Conseil d'administration dans le cadre de l'Offre	6
2.3	Actions détenues par l'Initiateur	8
2.4	Nombre et nature des titres visés par l'Offre.....	8
2.4.1	Actions ordinaires existantes	9
2.4.2	Actions auto-détenues par la Société ou détenues pour le compte de la Société.....	9
2.4.3	Actions gratuites.....	9
2.5	Termes de l'Offre.....	10
2.5.1	Principaux termes de l'Offre.....	10
2.5.2	Autorisations au titre du contrôle des concentrations	11
2.5.3	Intentions de l'Initiateur concernant le maintien de la cotation de la Société à l'issue de l'Offre.....	11
2.5.4	Visa de l'AMF	12
2.6	Modalités de l'Offre.....	12
2.6.1	Procédure d'apport à l'Offre	12
2.6.2	Publication des résultats de l'Offre et règlement-livraison de l'Offre semi-centralisée	14
2.6.3	Restrictions concernant l'Offre à l'étranger.....	14
2.7	Mécanisme de Liquidité.....	16
3.	AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION D'APRIL	16
4.	INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION D'APRIL	21
5.	INTENTIONS DE LA SOCIÉTÉ RELATIVE AUX ACTIONS AUTO- DÉTENUES OU D'AUTOCONTRÔLE	21
6.	ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRÉCIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE	21
6.1	Pacte d'associés.....	21
6.1.1	Règles applicables aux transferts de titres	22
6.1.2	Règles spécifiques applicables à la gouvernance d'Andromeda Holding	22
6.1.3	Règles spécifiques applicables à la gouvernance d'APRIL.....	22
6.2	Investissement des Managers.....	23
7.	ELÉMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE	23
7.1	Structure et répartition du capital.....	23
7.2	Restrictions 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.....	24

7.2.1	Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote ou aux transferts d'Actions.....	24
7.2.2	Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance pouvant entraîner des restrictions sur le transfert d'Actions ou l'exercice des droits de vote.....	25
7.2.3	Clauses 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.	25
7.3	Participations directes et indirectes au sein du capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil ou d'une déclaration d'opération sur titres	25
7.4	Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci.....	26
7.5	Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier.....	26
7.6	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration et à la modification des statuts d'APRIL	26
7.6.1	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration	26
7.6.2	Règles applicables à la modification des statuts	27
7.7	Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres	27
7.8	Accords significatifs conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société	28
7.9	Accords prévoyant des indemnités de départ et de licenciement pour les membres du Conseil d'administration de la Société ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique	29
8.	RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT	29
9.	MODALITÉS DE MISE À DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES À LA SOCIÉTÉ.....	29
10.	PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE EN RÉPONSE	29

1. RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES DE L'OFFRE

En application du Titre III du Livre II, et plus particulièrement des articles 231-13, 233-1, 2° et 234-2 et suivants du règlement général de l'AMF (le « **RGAMF** »), Deutsche Bank, Lazard Frères Banque et Natixis, agissant pour le compte de la société Andromeda Investissements SAS, société par actions simplifiée au capital de 137.535.155 euros, dont le siège social est sis au 4, rue de Marivaux – 75002 Paris, et immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 843 902 867 (l'« **Initiateur** »), ont déposé le 14 juin 2019 auprès de l'AMF un projet d'offre publique d'achat simplifiée (l'« **Offre** ») dont les conditions sont décrites dans le projet de note d'information préparé par l'Initiateur (le « **Projet de Note d'Information** ») et au paragraphe 2 du présent Projet de Note en Réponse, portant sur les actions (les « **Actions** ») de la société APRIL, société anonyme à Conseil d'administration au capital de 16.416.584,40 euros divisé en 41.041.461 actions ordinaires de 0,40 euro de valeur nominale chacune, entièrement libérées, dont le siège social est sis au 114, boulevard Marius Vivier Merle – 69003 Lyon, et immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Lyon sous le numéro 377 994 553 (« **APRIL** » ou la « **Société** »).

Les Actions sont admises aux négociations sur le compartiment B d'Euronext Paris (« **Euronext** ») sous le code ISIN FR0004037125 (mnémonique : APR).

L'Initiateur est une filiale indirecte de Financière Andromeda S.à r.l, une société à responsabilité limitée de droit luxembourgeois, dont le siège social est sis au 20, Avenue Monterey, L-2163 Luxembourg, et immatriculée au Registre de Commerce et des Sociétés de Luxembourg sous le numéro B229461 (« **Financière Andromeda** »), détenue à 100 % par des fonds gérés par une filiale indirecte de CVC Capital Partners SICAV-FIS SA.

L'Offre fait suite à (i) la cession par Evolem à l'Initiateur de 24.594.715 Actions (les « **Actions Cédées** ») et à (ii) la cession par Evolem à Andromeda Holding SAS, société par actions simplifiée dont le siège social est sis au 4, rue de Marivaux – 75002 Paris, et immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 843 912 577 (« **Andromeda Holding** »), elle-même détenue à 100% par Financière Andromeda, de 2.045.207 Actions, immédiatement suivie de leur cession par Andromeda Holding à l'Initiateur (les « **Actions Cédées Indirectement** »), soit l'acquisition par l'Initiateur, à la Date de Réalisation (tel que ce terme est défini au paragraphe 2.1), d'un total de 26.639.922 Actions (le « **Bloc de Contrôle** ») auxquelles étaient attachés 50.819.922 droits de vote préalablement au transfert du Bloc de Contrôle (« **le Transfert du Bloc de Contrôle** »). Le Bloc de Contrôle représentait préalablement au Transfert du Bloc de Contrôle 64,91 % du capital et 77,83 % des droits de vote théoriques¹ de la Société, et représente à la date du Projet de Note en Réponse 64,91 % du capital et 64,79 % des droits de vote théoriques² de la Société.

¹ Calculés conformément aux dispositions de l'article 223-11 du RGAMF sur la base du nombre total d'Actions et de droits de vote au 25 avril 2019. 24.180.020 Actions du Bloc de Contrôle bénéficiaient d'un droit de vote double qui a disparu par l'effet du Transfert du Bloc de Contrôle.

² Sur la base d'un nombre total de 41.041.461 Actions représentant 41.120.231 droits de vote théoriques au sens de l'article 223-11 du RGAMF postérieurement au Transfert du Bloc de Contrôle.

Conformément aux dispositions de l'article 231-6 du RGAMF, l'Offre porte sur la totalité des Actions en circulation non détenues directement ou indirectement par l'Initiateur (soit, à la connaissance de la Société, 14.401.539 Actions à la date du Projet de Note en Réponse), à l'exclusion :

- (i) des 105.694 actions auto-détenues par la Société ou détenues pour le compte de la Société par Exane BNP-Paribas dans le cadre d'un contrat de liquidité, lequel a été suspendu le 31 décembre 2018 ;
- (ii) d'un maximum de 155.699 Actions Indisponibles tel que ce terme est défini au paragraphe 2.4.3 ci-dessous (qui ne pourront pas être apportées à l'Offre en application de l'article L.225-197-1 du Code de commerce) ;
- (iii) d'un maximum de 242.749 Actions gratuites sans période de conservation qui pourront être assimilées aux Actions détenues par l'Initiateur en application de l'article L.233-9, I. 4° du Code de commerce, si leurs titulaires souscrivent au mécanisme de liquidité décrit au paragraphe 2.7 ci-après.

Il n'existe aucun titre de capital, ni aucun instrument financier émis par la Société ou droit conféré par la Société pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société, autres que les Actions.

Dans la mesure où l'Initiateur a, en conséquence du Transfert du Bloc de Contrôle, franchi les seuils de 30 % du capital et des droits de vote de la Société, l'Offre revêt un caractère obligatoire en application des dispositions de l'article L.433-3, II du Code monétaire et financier et de l'article 234-2 du RGAMF. L'Offre est réalisée selon la procédure simplifiée régie par les articles 233-1 et suivants du RGAMF. L'attention des actionnaires est attirée sur le fait que, l'Offre étant réalisée selon la procédure simplifiée, elle ne pourra être réouverte en application de l'article 232-3 du RGAMF. Elle sera ouverte pendant 20 jours de négociation en France correspondant à 20 jours ouvrés aux États-Unis d'Amérique au prix de 21,60 euros par Action (le « **Prix d'Offre** »).

Dans l'hypothèse où les conditions de l'article L.433-4, III. du Code monétaire et financier et où les conditions alors applicables des articles 237-14 à 237-19 du RGAMF seraient réunies à l'issue de l'Offre, l'Initiateur a l'intention de demander à l'AMF, dès la clôture de l'Offre ou dans un délai de trois mois suivant la clôture de l'Offre, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les Actions non apportées à l'Offre (à l'exception des Actions auto-détenues par la Société et des Actions visées par le mécanisme de liquidité décrit au paragraphe 2.7 ci-après) (le « **Retrait Obligatoire** »). Dans cette hypothèse, les Actions qui n'auront pas été apportées à l'Offre (autres que (i) celles détenues directement ou indirectement par l'Initiateur, (ii) les Actions auto-détenues par la Société et (iii) celles faisant l'objet d'un mécanisme de liquidité) seront transférées à l'Initiateur moyennant une indemnisation en numéraire égale au Prix d'Offre (soit 21,60 euros par Action), nette de tout frais.

2. CONTEXTE ET CARACTÉRISTIQUES DE L'OFFRE

2.1 Contexte de l'Offre

L'Offre fait suite au franchissement par l'Initiateur de tous les seuils légaux entre 5 % et 50 % du capital social et des droits de vote de la Société dans le cadre du Transfert du Bloc de Contrôle intervenu le 13 juin 2019 (la « **Date de Réalisation** ») en application d'un contrat d'acquisition conclu le 28 janvier 2019 entre l'Initiateur et Evolem (le « **Contrat**

d'Acquisition ») et dont la mise en œuvre était soumise à la réalisation des conditions suspensives suivantes :

- l'obtention des autorisations au titre de la réglementation de l'assurance et de la réassurance ; et
- l'obtention de l'autorisation au titre du contrôle des concentrations.

À la Date de Réalisation, suite à la levée des conditions suspensives, l'Initiateur et Evolem ont conclu un acte réitératif du Contrat d'Acquisition entérinant l'acquisition par l'Initiateur des 24.594.715 Actions Cédées, et par Andromeda Holding des 2.045.207 Actions Cédées Indirectement au prix de 21,60 euros par Action (le « **Prix d'Achat par Action du Bloc de Contrôle** »).

Aux termes du Contrat d'Acquisition, Evolem bénéficie d'un droit de suite (le « **Droit de Suite** ») applicable dans l'hypothèse où, dans les douze mois suivant la signature du Contrat d'Acquisition, l'Initiateur s'engagerait, au titre d'un accord écrit, à transférer à un tiers plus des deux tiers des Actions (une « **Vente Tierce** »), à un prix par Action (le « **Prix de Revente** ») supérieur au Prix d'Achat par Action du Bloc de Contrôle. En cas de Vente Tierce, les Actions Cédées et les Actions Cédées Indirectement seront réputées être cédées en priorité. La somme à payer au titre du Droit de Suite sera égale, pour chaque Action Cédée ou Action Cédée Indirectement ainsi revendue à un tiers, à la différence positive entre (x) le Prix de Revente, et (y) le Prix d'Achat par Action du Bloc de Contrôle.

L'Initiateur a précisé à ce titre qu'il n'a aucune intention de céder plus des deux tiers des Actions pendant cette période de douze mois, et s'est engagé irrévocablement à ne pas le faire.

Le Transfert du Bloc de Contrôle fait suite à des discussions engagées entre l'Initiateur et la Société sur l'intérêt de leur rapprochement et la mise à disposition par la Société d'un certain nombre d'informations la concernant dans le cadre d'une procédure dite de « data room » conformément aux recommandations de l'AMF sur les procédures de data room figurant dans le Guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée DOC-2016-08. La Société considère que cette data room ne contenait aucune information privilégiée concernant la Société qui n'aurait pas été rendue publique à la date des présentes.

2.2 **Décisions et actions préalables de la Société et de son Conseil d'administration dans le cadre de l'Offre**

À l'issue d'un processus compétitif initié par Evolem, détentrice de 64,91 % du capital de la Société, l'Initiateur a remis à Evolem une offre finale en vue de l'acquisition du Bloc de Contrôle.

Parallèlement aux négociations relatives au Transfert de Bloc de Contrôle, l'Initiateur et la Société ont engagé des discussions afin d'évaluer l'intérêt stratégique d'un rapprochement. À l'issue des négociations entre l'Initiateur et Evolem, le Conseil d'administration de la Société s'est réuni le 28 décembre 2018 afin d'être informé des termes de la transaction et a :

- (i) accueilli favorablement le principe de la prise de participation majoritaire par l'Initiateur au capital de la Société et de l'Offre,
- (ii) mis en place un comité *ad hoc* composé de l'ensemble des administrateurs indépendants de la Société, conformément à la recommandation de l'AMF n° 2006-15 relative à l'expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières, à l'effet de recommander un expert indépendant en vue de sa désignation par le Conseil d'administration, déterminer l'étendue de sa mission et assurer le suivi de ses travaux dans la perspective

de l'avis motivé du Conseil d'administration sur l'Offre et ses conséquences pour la Société, ses actionnaires et ses salariés, et

- (iii) sur la base de la recommandation du comité *ad hoc*, désigné le cabinet Associés en Finance, représenté par Monsieur Philippe Leroy et Madame Catherine Meyer, en qualité d'expert indépendant à charge d'émettre, en application des dispositions de l'article 261-1, I. et II. du RGAMF, un rapport sur les conditions financières de l'Offre et du Retrait Obligatoire, tel qu'indiqué au paragraphe 8 du présent Projet de Note en Réponse.

Il est précisé que ces décisions du Conseil d'administration ont été prises à l'unanimité des votants (seuls les représentants d'Evolem n'ayant pas pris part au vote).

L'accueil favorable du principe de l'Offre par le Conseil d'administration et la nomination du cabinet Associés en Finance en qualité d'expert indépendant ont été annoncés par voie de communiqué de presse publié le 29 décembre 2018.

Le 29 décembre 2018, Evolem et l'Initiateur sont entrés en négociations exclusives.

Conformément aux dispositions des articles L.23-10-1 et suivants du Code de commerce, l'ensemble des salariés de la Société a été informé préalablement à la conclusion du Contrat d'Acquisition.

Le 28 janvier 2019, le Conseil d'administration a examiné les engagements mis à la charge de la Société dans le Contrat d'Acquisition et autorisé la conclusion de ce dernier par la Société. La Société est dès lors intervenue au Contrat d'Acquisition conclu le 28 janvier 2019 et s'est engagée à ce titre à :

- (i) coopérer pleinement avec l'Initiateur dans le cadre de la préparation de toute documentation liée à l'Offre et plus généralement afin de faciliter l'Offre,
- (ii) coopérer avec l'expert indépendant,
- (iii) convoquer une réunion du Conseil d'administration de la Société dans les meilleurs délais suivant la remise du rapport de l'expert indépendant afin de rendre son avis motivé sur l'Offre,
- (iv) faire ses meilleurs efforts et coopérer avec Evolem et l'Initiateur, afin, dans la mesure du possible et dans le strict respect de l'intérêt social de la Société, de rechercher la conclusion d'une transaction avec l'administration fiscale dans le cadre de la procédure de contrôle en matière d'impôts réalisée par la Direction des Vérifications Nationales et Internationales (DVNI) à l'encontre de la société Axeria Re Ltd, société de droit maltais dont le siège social est sis 380, Canon Road, St Venera – SVR 9033 MALTA, immatriculée sous le numéro C 43228 (« **Axeria Re** »), société détenue indirectement par la Société,
- (v) faire en sorte qu'Axeria Re dépose dans les délais légaux, auprès de l'administration fiscale française, les déclarations en matière d'impôts au titre de l'exercice clos au 31 décembre 2018, et
- (vi) communiquer à l'Initiateur ses rapports d'activité mensuelle dans les trente (30) jours suivant la fin de chaque mois et ce jusqu'à la Date de Réalisation.

Le 13 juin 2019, préalablement à la réalisation du Transfert du Bloc de Contrôle, le Conseil d'administration a notamment décidé de coopter des représentants de l'Initiateur au Conseil d'administration de la Société en remplacement de certains administrateurs démissionnaires, avec effet à compter de la réalisation définitive du Transfert du Bloc de Contrôle afin de tenir compte de la nouvelle structure de l'actionariat du groupe APRIL suite au Transfert du Bloc de Contrôle.

Compte tenu de la réalisation définitive du Transfert du Bloc de Contrôle au profit de l'Initiateur, le Conseil d'administration est désormais composé comme suit :

- M. Nicolas BONNARD
- M. Edouard CONQUES
- Mme Dominique DRUON
- Mme Muriel FAGES
- M. Jean-Christophe GERMANI
- Mme Rachael HUGHES
- Mme Meritxell MAESTRE
- M. Bruno ROUSSET
- Mme Dominique TAKIZAWA
- M. Jacques TASSI
- M. Didier VALET
- M. Arron WU

2.3 Actions détenues par l'Initiateur

Le Projet de Note d'Information précise que l'Initiateur ne détenait, avant la Date de Réalisation, directement ou indirectement, seul ou de concert, aucune Action. Par ailleurs, en dehors du Transfert du Bloc de Contrôle, l'Initiateur n'a acquis aucune Action au cours des douze derniers mois.

À la date du Projet de Note en Réponse, l'Initiateur détient, à la connaissance de la Société, 26.639.922 Actions et droits de vote de la Société représentant 64,91% du capital social et 64,79 % des droits de vote théoriques de la Société³.

2.4 Nombre et nature des titres visés par l'Offre

Conformément aux dispositions de l'article 231-6 du RGAMF, l'Offre porte sur la totalité des Actions en circulation non détenues directement ou indirectement à cette date par l'Initiateur (soit, à la connaissance de la Société, 14.401.539 Actions à la date du Projet de Note en Réponse), à l'exclusion :

- (i) des 105.694 actions auto-détenues par la Société ou détenues pour le compte de la Société par Exane BNP-Paribas dans le cadre d'un contrat de liquidité, lequel a été suspendu le 31 décembre 2018⁴ ;
- (ii) d'un maximum de 155.699 Actions Indisponibles tel que ce terme est défini au paragraphe 2.4.3 ci-dessous (qui ne pourront pas être apportées à l'Offre en application de l'article L.225-197-1 du Code de commerce) ;
- (iii) d'un maximum de 242.749 Actions gratuites sans période de conservation qui pourront être assimilées aux Actions détenues par l'Initiateur en application de l'article L.233-9, I. 4° du Code de commerce, si leurs titulaires souscrivent au mécanisme de liquidité décrit au paragraphe 2.7 ci-après.

³ Sur la base d'un nombre total de 41.041.461 Actions représentant 41.120.231 droits de vote théoriques au sens de l'article 223-11 du RGAMF.

⁴ En effet, le Conseil d'administration d'APRIL a décidé, dans sa décision du 13 juin 2019, de ne pas apporter ces Actions à l'Offre.

Soit, à la connaissance de la Société et à la date du Projet de Note en Réponse, un nombre maximal de 14.295.845 Actions déterminé comme suit :

Actions existantes	41.041.461
<i>Moins</i> les Actions détenues par l'Initiateur	26.639.922
<i>Moins</i> les Actions auto-détenues par la Société	39.821
<i>Moins</i> les Actions détenues par Exane BNP-Paribas pour le compte de la Société dans le cadre d'un contrat de liquidité	65.873
<i>Moins</i> les Actions gratuites en période de conservation (incessibles en application de l'article L.225-197-1 du Code de commerce)	Un maximum de 155.699
<i>Moins</i> les Actions gratuites sans période de conservation dont les bénéficiaires auront souscrit au mécanisme de liquidité visé au paragraphe 2.7	Un maximum de 242.749
Soit un maximum de :	14.295.845

A l'exception des Actions ordinaires et des Actions gratuites visées ci-dessous, il n'existe aucun autre droit en cours de validité, titre de capital ou instrument financier émis par APRIL susceptibles de donner, immédiatement ou à terme, accès au capital social ou aux droits de vote de APRIL.

2.4.1 Actions ordinaires existantes

Au 13 juin 2019, le capital social de la Société était composé de 41.041.461 actions ordinaires, dont 26.639.922 ont été acquises, directement ou par voie d'apport, par l'Initiateur dans le cadre du Transfert du Bloc de Contrôle.

2.4.2 Actions auto-détenues par la Société ou détenues pour le compte de la Société

Au 13 juin 2019, 39.821 Actions étaient auto-détenues par la Société, et 65.873 étaient détenues par Exane BNP-Paribas pour le compte de la Société dans le cadre d'un contrat de liquidité, qui a été suspendu le 31 décembre 2018.

Ces Actions ne seront pas apportées à l'Offre et ne sont pas visées par l'Offre.

2.4.3 Actions gratuites

L'assemblée générale extraordinaire du 28 octobre 2015 a autorisé le Conseil d'administration de la Société à procéder à l'attribution gratuite d'Actions pour une durée de 38 mois.

Le Conseil d'administration a décidé dans ce cadre de procéder aux attributions d'Actions gratuites suivantes :

- le 28 avril 2016, 470.850 Actions gratuites ont été attribuées comme suit :
108.350 Actions gratuites ont été attribuées au profit des collaborateurs du groupe

APRIL ; 162.500 Actions gratuites au profit d'un collectif de directeurs et de dirigeants des sociétés liées (périmètre groupe) et 200.000 Actions gratuites au profit de Monsieur Emmanuel Morandini, Directeur général délégué. Parmi ces Actions gratuites, 242.749 ont été attribuées définitivement le 1^{er} avril 2019, sans période de conservation et font ainsi intégralement partie du capital social de la Société à la date du Projet de Note en Réponse.

- le 7 mars 2018, 211.300 Actions gratuites ont été attribuées comme suit : 21.300 Actions gratuites ont été attribuées au profit des collaborateurs du groupe dans un périmètre France et DOM-TOM ; 115.000 Actions gratuites ont été attribuées au profit d'un collectif de directeurs et dirigeants des sociétés liées (périmètre groupe) et 75.000 Actions gratuites ont été attribuées au profit de Monsieur Emmanuel Morandini, Directeur général. Parmi ces Actions gratuites, 155.699 ont été attribuées définitivement le 1^{er} avril 2019, avec une période de conservation jusqu'au 7 mars 2020 et font ainsi intégralement partie du capital social de la Société à la date du Projet de Note en Réponse.

L'Offre visera uniquement les Actions gratuites définitivement attribuées et sans période de conservation, si leurs bénéficiaires n'ont pas signé de contrat de liquidité. Sur 398.448 Actions gratuites définitivement attribuées le 1^{er} avril 2019, 155.699 sont soumises à une période de conservation, sous réserve des éventuels cas d'expiration anticipée de l'obligation de conservation fixée par la loi (les « **Actions Indisponibles** »). L'Offre vise donc un maximum de 398.448 Actions gratuites. Il est ici précisé que les Actions gratuites, en ce compris les Actions Indisponibles, seront visées par le Retrait Obligatoire, le cas échéant, dès lors que leur bénéficiaire ne les aura pas apportées à l'Offre et n'aura pas non plus souscrit au mécanisme de liquidité.

Nombre d'Actions gratuites définitivement attribuées le 1^{er} avril 2019	398.448
dont nombre maximum d'Actions gratuites sans période de conservation (sous réserve de la souscription de certains titulaires d'Actions gratuites au mécanisme de liquidité)	242.749
dont nombre maximum d'Actions Indisponibles (sous réserve des éventuels cas d'expiration anticipée de l'obligation de conservation légale)	155.699

À l'exception des Actions gratuites décrites ci-dessus, aucune autre Action gratuite en cours de période d'acquisition ou de conservation n'a été attribuée par la Société.

2.5 Termes de l'Offre

2.5.1 Principaux termes de l'Offre

En application de l'article 231-13 du RGAMF, Deutsche Bank, Lazard Frères Banque et Natixis, agissant pour le compte de l'Initiateur en qualité d'établissements présentateurs, ont déposé auprès de l'AMF, le 14 juin 2019, le projet d'Offre sous la forme d'une offre publique d'achat simplifiée portant sur la totalité des Actions non encore détenues à ce jour par l'Initiateur.

Seule Natixis, en qualité d'établissement présentateur et garant, garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du RGAMF.

Dans le cadre de cette Offre, qui sera réalisée selon la procédure simplifiée régie par les articles 233-1 et suivants du RGAMF, l'Initiateur s'engage irrévocablement, pendant une période correspondant à 20 jours ouvrés aux Etats-Unis, à acquérir auprès des actionnaires de APRIL la totalité des Actions qui seront apportées à l'Offre, au Prix d'Offre.

Le Prix d'Offre sera de 21,60 euros par Action apportée après détachement du dividende ordinaire de 0,17 euro par Action payé au titre de l'exercice 2018. Le Prix d'Offre a été fixé coupon attaché. Par conséquent, le Prix d'Offre sera diminué du montant de tout autre dividende ou distribution dont le détachement ou le paiement interviendrait préalablement à la date de règlement-livraison pour chaque achat dans le cadre de l'Offre.

2.5.2 Autorisations au titre du contrôle des concentrations

L'Offre n'est pas soumise à l'obtention d'une quelconque autorisation au titre du contrôle des concentrations.

Le Transfert du Bloc de Contrôle a toutefois nécessité l'obtention d'une autorisation auprès de la Commission européenne, autorité compétente pour l'examen et l'approbation du Transfert du Bloc de Contrôle au titre du contrôle des concentrations.

2.5.3 Intentions de l'Initiateur concernant le maintien de la cotation de la Société à l'issue de l'Offre

(A) **Retrait Obligatoire à l'issue de l'Offre**

L'Initiateur a indiqué dans le Projet de Note d'Information que, dans l'hypothèse où les conditions de l'article L.433-4 III du Code monétaire et financier et les conditions alors applicables des articles 237-14 à 237-19 du RGAMF seraient réunies à l'issue de l'Offre, il a l'intention de demander à l'AMF, dès la clôture de l'Offre ou dans un délai de trois mois suivant la clôture de l'Offre, la mise en œuvre du Retrait Obligatoire afin de se voir transférer les Actions non apportées à l'Offre (à l'exception des Actions auto-détenues par la Société et des Actions visées par le mécanisme de liquidité décrit au paragraphe 2.7 ci-après). Dans cette hypothèse, les Actions qui n'auront pas été apportées à l'Offre (autres que (i) celles détenues directement ou indirectement par l'Initiateur, (ii) les Actions auto-détenues par la Société, et (iii) celles faisant l'objet d'un mécanisme de liquidité) seront transférées à l'Initiateur moyennant une indemnisation en numéraire égale au Prix d'Offre (soit 21,60 euros par Action), nette de tout frais. Il est précisé que cette procédure entraînera la radiation des Actions du marché réglementé d'Euronext Paris.

(B) **Retrait Obligatoire ultérieur**

L'Initiateur a indiqué que, dans l'hypothèse où il ne serait pas en mesure, à l'issue de l'Offre, de mettre en œuvre un retrait obligatoire, il se réserve la possibilité de déposer un projet d'offre publique de retrait ou d'offre publique d'achat simplifiée selon le cas, suivie le cas échéant d'un retrait obligatoire au prix de cette offre publique et dans les conditions, y compris de seuil, qui seront prévues par la réglementation qui sera alors applicable. Il n'exclut pas, dans ce cadre, d'accroître sa participation dans la Société postérieurement à l'issue de l'Offre et préalablement au dépôt d'une nouvelle offre.

Dans ce cas, le retrait obligatoire sera conditionné à la déclaration de conformité de l'AMF au regard, notamment, du rapport d'évaluation qui devra être produit par l'Initiateur et du rapport

de l'expert indépendant qui devra être nommé conformément aux dispositions de l'article 261-1, I. et II. du RGAMF.

(C) **Radiation d'Euronext Paris**

Le Projet de Note d'Information indique que, dans l'hypothèse où il ne mettrait pas en œuvre un retrait obligatoire, l'Initiateur n'exclut pas de demander à Euronext Paris la radiation des Actions du marché réglementé Euronext Paris.

La procédure de radiation est décrite au paragraphe 1.2.5(c) du Projet de Note d'Information.

2.5.4 Visa de l'AMF

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

L'AMF publiera une décision de conformité relative à l'Offre sur son site Internet (www.amf-france.org), après s'être assurée de la conformité de l'Offre aux dispositions législatives et réglementaires applicables. Cette décision de conformité emportera visa par l'AMF du Projet de Note d'Information et du Projet de Note en Réponse.

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

Les restrictions pour la participation à l'Offre et la diffusion des documents relatifs à celle-ci sont décrites en détails au paragraphe 2.10 du Projet de Note d'Information.

2.6 **Modalités de l'Offre**

L'Offre sera ouverte pendant une période de 20 jours de négociation en France correspondant à 20 jours ouvrés aux États-Unis d'Amérique.

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du RGAMF.

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

Le calendrier indicatif de l'Offre est présenté au paragraphe 2.7 du Projet de Note d'Information.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du RGAMF, Deutsche Bank, Lazard Frères Banque et Natixis sont les établissements présentateurs de l'Offre. Il est précisé que seule Natixis garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

2.6.1 Procédure d'apport à l'Offre

Les Actions apportées à l'Offre devront être librement transférables et libres de tout gage, nantissement, charge ou restriction au transfert de propriété de quelque nature que ce soit. L'Initiateur se réserve le droit, à sa seule discrétion, d'écarter les Actions apportées qui ne satisferaient pas ces conditions.

Les actionnaires d'APRIL qui souhaitent apporter leurs Actions à l'Offre devront remettre à leur intermédiaire financier (établissement de crédit, entreprise d'investissement etc.) un ordre de vente irrévocable en utilisant le modèle mis à leur disposition par cet intermédiaire, en précisant s'ils optent pour la cession de leurs Actions soit sur le marché soit dans le cadre de

l'Offre semi-centralisée. Les actionnaires d'APRIL qui apporteront leurs Actions à l'Offre devront se rapprocher de leurs intermédiaires financiers respectifs afin de se renseigner sur les éventuelles contraintes de chacun de ces intermédiaires ainsi que sur leurs procédures propres de prise en compte des ordres de vente afin d'être en mesure d'apporter leurs Actions à l'Offre dans les délais impartis aux paragraphes 2.6.1(A) et (B).

Les actionnaires de la Société souhaitant apporter leurs Actions à l'Offre devront passer un ordre de vente irrévocable au Prix d'Offre :

- auprès de leur intermédiaire financier – teneur de compte pour les actionnaires détenant leurs Actions sous la forme au porteur ou administré,
- auprès de Société Générale Securities Services, Département Titres et Bourse, SGSS/SBO/CSS/COR/ORD, 32, rue du Champ de tir, CS 30812 – 44308 Nantes Cedex 3, pour les actionnaires détenant leurs Actions sous la forme nominative pure.

Les Actions détenues sous la forme nominative devront être converties au porteur pour être apportées à l'Offre. En conséquence, il est précisé que les titulaires d'Actions devront au préalable demander la conversion de celles-ci sous la forme au porteur (i) auprès de leur établissement financier – teneur de compte si leurs Actions sont détenues au nominatif administré, ou (ii) auprès de Société Générale Securities Services si leurs Actions sont détenues au nominatif pur.

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

(A) Procédure d'apport à l'Offre sur le marché

Les actionnaires d'APRIL souhaitant apporter leurs Actions à l'Offre au travers de la procédure d'apport sur le marché devront remettre leur ordre de vente au plus tard le dernier jour de l'Offre et le règlement-livraison sera effectué au fur et à mesure de l'exécution des ordres, deux (2) jours de négociation après chaque exécution, étant précisé que les frais de négociation (y compris les frais de courtage et TVA afférents) resteront à la charge de l'actionnaire vendeur.

Natixis, prestataire de services d'investissement habilité en tant que membre du marché, se portera, par l'intermédiaire de son partenaire Oddo-BHF (adhérent Euroclear n°585), acquéreur, pour le compte de l'Initiateur, des Actions qui seront apportées à l'Offre sur le marché, conformément à la réglementation applicable.

(B) Procédure d'apport à l'Offre semi-centralisée

Les actionnaires d'APRIL souhaitant apporter leurs Actions dans le cadre de l'Offre semi-centralisée par Euronext Paris, devront remettre leur ordre de vente au plus tard le dernier jour de l'Offre. Le règlement-livraison interviendra alors après l'achèvement des opérations de semi-centralisation. Dans ce cadre, l'Initiateur a indiqué qu'il prendra à sa charge les frais de courtage des actionnaires, étant précisé que les conditions de cette prise en charge sont décrites au paragraphe 2.9 du Projet de Note d'Information.

(C) Cas des porteurs d'Actions gratuites

À la date du présent Projet de Note en Réponse, comme décrit au paragraphe 2.4.3 ci-dessus, l'Offre vise un maximum de 242.749 Actions gratuites. S'ils n'ont pas conclu un accord de liquidité dans les conditions décrites au paragraphe 2.7, les porteurs d'Actions gratuites attribuées définitivement le 1^{er} avril 2019 et qui ne sont pas en période de conservation sont invités à apporter leurs Actions dans le cadre de l'Offre dans les modalités décrites aux paragraphes 2.6.1(A) et (B).

Il est rappelé qu'un maximum de 155.699 Actions Indisponibles ne pourront pas être apportées à l'Offre et sont donc exclues de l'Offre. Les titulaires d'Actions Indisponibles bénéficieront toutefois d'un mécanisme de liquidité tel que décrit au paragraphe 2.7.

2.6.2 Publication des résultats de l'Offre et règlement-livraison de l'Offre semi-centralisée

Le transfert de propriété des Actions apportées à l'Offre et l'ensemble des droits y 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.

L'ensemble des ordres présentés à l'Offre dans le cadre de la procédure semi-centralisée seront centralisés par Euronext. Chaque intermédiaire financier devra, à la date indiquée dans l'avis Euronext Paris, transférer à Euronext Paris les Actions pour lesquelles ils ont reçu un ordre d'apport dans le cadre de la procédure semi-centralisée.

Après réception par Euronext Paris de tous les ordres de présentation à l'Offre dans les conditions décrites ci-dessus, Euronext Paris centralisera l'ensemble de ces ordres, déterminera les résultats de l'Offre semi-centralisée et les communiquera à l'AMF.

L'AMF publiera ensuite le résultat de l'Offre intégrant (i) les résultats des apports d'Actions à l'Offre dans le cadre de la procédure d'achats sur le marché et (ii) les résultats des apports d'Actions à l'Offre dans le cadre de la procédure semi-centralisée.

Il est rappelé, en tant que de besoin, que toute somme due dans le cadre de l'apport des actions à l'Offre semi-centralisée ne portera pas intérêt et sera payée à la date de règlement-livraison.

La contrepartie en numéraire qui devra être versée par l'Initiateur, conformément aux termes de l'Offre semi-centralisée, aux actionnaires d'APRIL ayant apporté leurs Actions à l'Offre semi-centralisée, sera transférée par l'Initiateur aux intermédiaires financiers via Euronext Paris.

2.6.3 Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

L'Offre n'a fait l'objet d'aucune demande d'enregistrement ou demande de visa auprès d'une autorité de contrôle des marchés financiers autre que l'AMF. Par conséquent, les actionnaires de la Société situés hors de France ne pourront valablement apporter leurs Actions à l'Offre que dans la mesure où le droit étranger auquel ils sont soumis le leur permet. En effet, la diffusion du Projet de Note d'Information, de la note d'information, de l'Offre et de l'acceptation de l'Offre peuvent faire l'objet d'une réglementation spécifique ou de restrictions dans certains pays.

En conséquence, l'Offre ne s'adresse pas aux personnes soumises à de telles restrictions, ni directement, ni indirectement, et n'est pas susceptible de faire l'objet d'une quelconque acceptation à partir d'un pays où l'Offre fait l'objet de restrictions. Il revient aux actionnaires de la Société situés hors de France de se renseigner sur les restrictions qui leur sont éventuellement applicables et de s'y conformer. Le Projet de Note d'Information ne constitue ni une offre de vente, ni une sollicitation d'une offre d'achat de valeurs mobilières dans toute juridiction dans laquelle une telle offre ou sollicitation est illégale. Les personnes venant à entrer en possession du Projet de Note d'Information doivent se tenir informées des restrictions légales 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 l'un de ces pays. La Société décline toute responsabilité en cas de violation par toute personne située hors de France des règles étrangères qui lui sont éventuellement applicables.

États-Unis d'Amérique

L'Offre porte sur les titres d'APRIL, société anonyme de droit français, et est soumise à des obligations d'information et procédurales françaises, différentes de celles applicables aux États-Unis d'Amérique. L'Offre sera faite aux États-Unis d'Amérique conformément à la Section 14(e) de l'U.S. Securities Exchange Act de 1934 tel qu'amendé (la « **Loi de 1934** »), aux lois et règlements promulgués en vertu de ce dernier, y compris le règlement 14E et sera soumise aux exemptions prévues par le règlement 14D ainsi qu'à certaines dispositions du règlement 14E prévues par la règle 14d-1(d) de la Loi de 1934 et aux exigences du droit français. En conséquence, l'Offre sera soumise à certaines règles d'information et de procédures, y compris celles relatives au calendrier de l'Offre, au règlement-livraison, au retrait, à la renonciation aux conditions et aux dates de paiement, qui sont différentes des règles et procédures américaines relatives aux offres publiques.

La réception d'une somme d'argent dans le cadre de l'Offre par un actionnaire américain d'APRIL peut être une opération imposable au titre de l'impôt y compris à l'impôt fédéral américain sur le revenu et peut être une opération imposable en vertu des lois fiscales étatiques ou locales, ainsi que des lois fiscales étrangères ou autres. Il est vivement recommandé que chaque actionnaire américain d'APRIL consulte immédiatement un conseil professionnel indépendant sur les conséquences fiscales qu'emporterait l'acceptation de l'Offre.

Il pourrait être difficile pour les actionnaires américains d'APRIL de faire valoir leurs droits et réclamations découlant du droit fédéral américain sur les valeurs mobilières, l'Initiateur et APRIL étant des sociétés ayant leurs sièges respectifs en dehors des États-Unis d'Amérique et dont tout ou partie de leurs dirigeants et administrateurs respectifs sont résidents de pays autres que les États-Unis d'Amérique. Les actionnaires américains d'APRIL pourraient ne pas avoir la possibilité d'engager des procédures devant un tribunal en dehors des États-Unis à l'encontre d'une société non-américaine, de ses dirigeants ou de ses administrateurs en invoquant des violations du droit américain sur les valeurs mobilières. Par ailleurs, il pourrait également être difficile de contraindre une société non-américaine ainsi que ses affiliés de se soumettre à des jugements qui seraient rendus par un tribunal américain.

Dans la mesure permise par les lois et règlements applicables, y compris la règle 14e-5 de la Loi de 1934 et conformément aux pratiques habituelles en France, l'Initiateur et ses affiliés ou son/ses courtier(s) (agissant en qualité d'agent ou au nom et pour le compte de l'Initiateur ou de ses affiliés, le cas échéant) ainsi que APRIL et ses affiliés ou son/ses courtier(s) (agissant en qualité d'agent ou au nom et pour le compte d'APRIL ou de ses affiliés, le cas échéant) peuvent, avant ou après la date de la note d'information, directement ou indirectement, acheter ou prendre les dispositions nécessaires afin d'acheter des Actions en dehors de l'Offre. Ces achats peuvent être effectués sur le marché au prix en vigueur ou dans le cadre de transactions hors marché à un prix négocié. Ces achats ne seront en aucun cas conclus à un prix par Action supérieur au Prix d'Offre. Dans la mesure où des informations concernant ces achats ou ces dispositions viendraient à être rendues publiques en France, elles seraient également rendues publiques par voie de communiqué de presse ou tout autre moyen permettant d'informer les actionnaires américains d'APRIL, à l'adresse suivante : <http://www.april.com/investors/public-tender-offer>. Aucun achat en dehors de l'Offre ne sera effectué par ou pour le compte de l'Initiateur, APRIL ou leurs affiliés respectifs aux États-Unis d'Amérique. Les affiliés des conseils financiers de de l'Initiateur et d'APRIL peuvent poursuivre des activités ordinaires de négociation sur des titres APRIL, qui peuvent comprendre des achats ou la mise en place de certaines dispositions en vue de l'achat de tels titres.

Le Projet de Note d'Information n'a été ni déposé ni examiné par une quelconque autorité de marché (fédérale ou d'un état) ou autre autorité de régulation aux États-Unis d'Amérique, et aucune de ces autorités ne s'est prononcée sur l'exactitude ou l'adéquation des informations contenues dans le Projet de Note d'Information. Toute déclaration contraire serait illégale et pourrait constituer une infraction pénale.

2.7 Mécanisme de Liquidité

Dans le cadre du Transfert du Bloc de Contrôle, l'Initiateur propose aux titulaires d'Actions gratuites de souscrire à un mécanisme de liquidité prévoyant notamment, sous certaines conditions, à l'expiration de la période d'indisponibilité fiscale des Actions gratuites (la « **Date de Disponibilité** »), (i) l'engagement ferme et irrévocable du titulaire concerné de céder la totalité de ses Actions Indisponibles (la « **Promesse de Vente** ») et (ii) l'engagement ferme et irrévocable de l'Initiateur de les acquérir (la « **Promesse d'Achat** »). La Promesse de Vente et la Promesse d'Achat sont ci-après collectivement dénommées les « **Promesses** » et individuellement une « **Promesse** ».

Pour chaque Action gratuite, la Promesse de Vente sera exerçable pendant une période de trois mois à compter de la Date de Disponibilité (la « **Période d'Exercice de la Promesse de Vente** »). La Promesse d'Achat sera exerçable par le titulaire concerné pendant une période de trois mois à compter de la date d'expiration de la Période d'Exercice de la Promesse de Vente uniquement si l'Initiateur n'a pas exercé la Promesse de Vente à l'issue de la Période d'Exercice de la Promesse de Vente.

En cas d'exercice d'une Promesse, le prix d'exercice correspondra au prix de l'Offre indexé sur la performance de la Société, étant précisé qu'il ne pourra pas être supérieur de plus de 5% ou inférieur de plus de 15% au prix de l'Offre.

3. AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION D'APRIL

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du RGAMF, les membres du Conseil d'administration de la Société se sont réunis, le 13 juin 2019, sur convocation de son Président faite conformément aux statuts de la Société afin de rendre un avis motivé sur l'Offre.

L'ensemble des membres du Conseil d'administration était présent physiquement ou par des moyens de télécommunication (un membre était représenté). Les débats et le vote sur l'avis motivé du Conseil d'administration se sont tenus sous la présidence de Monsieur Bruno Rousset, en sa qualité de Président du Conseil d'administration.

Il est précisé que les travaux du cabinet Associés en Finance, représenté par Monsieur Philippe Leroy et Madame Catherine Meyer, désigné en qualité d'expert indépendant de la Société en application des dispositions des paragraphes 1°, 2° et 4° de l'article 261-1, I. et de l'article 261-1, II. du RGAMF afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre et du Retrait Obligatoire, ont été menés sous la supervision d'un comité *ad hoc* de l'ensemble des administrateurs indépendants de la Société, conformément à la recommandation de l'AMF n° 2006-15 relative à l'expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières.

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

« Le Président indique au Conseil d'administration qu'il lui appartient, en application de l'article 231-19, 4° du Règlement général de l'AMF, d'émettre un avis motivé sur l'intérêt de l'Offre ou sur les conséquences de celle-ci pour la Société, ses actionnaires et ses salariés. Il précise qu'afin de permettre aux membres du Conseil d'administration de détenir toutes les informations leur permettant d'émettre un avis motivé, les documents essentiels relatifs à

l'Offre et listés ci-dessous ont été communiqués aux membres du Conseil d'administration préalablement à la présente réunion :

- *le projet de note d'information préparé par l'Initiateur, qui contient notamment les motifs et le contexte de l'Offre, les intentions de l'Initiateur au cours des douze prochains mois, avec les éléments d'appréciation du prix de l'Offre établis par Deutsche Bank, Lazard Frères Banque et Natixis (les « **Banques Présentatrices** ») ainsi que le résumé des principaux accords en relation avec l'Offre (le « **Projet de Note d'Information** ») ;*
- *le projet de note en réponse établi par la Société, qui reste à compléter du Rapport de l'Expert Indépendant et de l'avis motivé du Conseil d'administration sur l'Offre (le « **Projet de Note en Réponse** ») ; et*
- *le rapport du cabinet Associés en Finance, Expert Indépendant, en date du 13 juin 2019 (le « **Rapport de l'Expert Indépendant** »).*

Monsieur le Président Bruno ROUSSET, Monsieur Jean-Pierre ROUSSET et Madame Fabienne ERNOULT indiquent que, compte tenu du conflit d'intérêts potentiel dans lequel ils se trouvent, ils ne s'exprimeront pas et laisseront les autres administrateurs débattre sur l'intérêt de l'Offre et sur les conséquences de celle-ci pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Après avoir pris connaissance des documents essentiels en lien avec l'Offre mentionnés ci-dessus et des éléments complémentaires qui lui ont été présentés, le Conseil d'administration a tout d'abord constaté que :

- *l'Initiateur ne détient à ce jour, directement ou indirectement, aucune action de la Société, étant précisé qu'il détiendra, à la suite de la réalisation du Transfert du Bloc de Contrôle 26 639 922 actions APRIL auxquelles seront attachées autant de droits de vote, représentant alors 64,91 % du capital social et 64,79 % des droits de vote de la Société ;*
- *le Transfert du Bloc de Contrôle résulte d'un processus de cession compétitif organisé à l'initiative du fondateur et actionnaire majoritaire de la Société lui ayant permis de constater que l'offre d'acquisition formulée par l'Initiateur était la plus attractive parmi celles présentées par les différents candidats acquéreurs ;*
- *l'Offre revêt un caractère obligatoire en application des dispositions de l'article L. 433, II du Code monétaire et financier et de l'article 234-2 du Règlement général de l'AMF ;*
- *le prix de 21,60 euros par action fait ressortir une prime de 25,9 % par rapport au dernier cours de clôture avant l'annonce du projet d'Offre, soit au 28 décembre 2018, une prime de 30,8 % et 41,8 % par rapport aux cours moyens pondérés sur respectivement 1 et 6 mois précédents le 28 décembre 2018 et une prime de 73,5 % par rapport au dernier cours de clôture non affecté (avant la publication d'APRIL du 23 octobre 2018 annonçant l'analyse par Evolem des différentes options stratégiques concernant sa participation majoritaire au capital d'APRIL) ;*
- *le prix de l'Offre se compare favorablement à l'ensemble des critères de valorisation tels que présentés dans l'appréciation du prix de l'Offre préparée par les Banques Présentatrices et reproduite à la section 3 du Projet de Note d'Information de l'Initiateur ;*
- *[...] l'Initiateur a annoncé son intention de demander à l'AMF la mise en œuvre d'un retrait obligatoire dans les conditions prévues par les articles 237-14 et suivants du Règlement général de l'AMF afin de se voir transférer les actions APRIL non-apportées à l'Offre (à l'exception des actions auto-détenues par la Société et des actions faisant l'objet d'un mécanisme de liquidité) moyennant une indemnisation égale au prix de l'Offre, soit 21,60 euros par action.*

Conclusions du Rapport de l'Expert Indépendant

Monsieur Philippe LEROY et Madame Catherine MEYER, représentants du cabinet Associés en Finance, sont invités à présenter une synthèse de leurs diligences et à exposer oralement les principales conclusions de leur rapport sur le caractère équitable du prix de l'Offre.

L'Expert Indépendant rappelle tout d'abord que « conformément à l'article 261-4 du Règlement général de l'AMF, nous attestons de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu avec la Société, l'Initiateur, les conseils susceptibles d'affecter notre indépendance et l'objectivité de notre jugement lors de l'exercice de notre mission, nous avons ainsi été en mesure d'accomplir cette mission en toute indépendance ».

L'Expert Indépendant rappelle aux membres du Conseil d'administration qu'en application des dispositions de l'article 261-1 du Règlement général de l'AMF, sa mission en tant qu'expert indépendant consistait en l'établissement d'un rapport sur le caractère équitable du prix par action proposé dans le cadre de l'Offre ainsi que dans le cadre d'un éventuel retrait obligatoire. Il précise qu'il lui appartenait de procéder également à (i) une analyse des accords conclus par les dirigeants de la Société avec l'Initiateur susceptible d'affecter leur indépendance, (ii) une analyse des opérations connexes susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix de l'Offre, et (iii) une revue critique du rapport d'évaluation des Banques Présentatrices.

L'Expert Indépendant expose ensuite aux membres du Conseil d'administration une synthèse de ses travaux qui ont été détaillés lors de la réunion du Comité des Indépendants qui s'est tenue le 10 juin 2019 préalablement à la réunion du Conseil d'administration.

L'Expert Indépendant a conclu que :

« En ce qui concerne les actionnaires d'APRIL :

Les actionnaires minoritaires de la Société bénéficieront au titre de la présente Offre d'une prime significative par rapport au cours coté avant l'annonce de l'Offre, et par rapport aux valorisations effectuées par Associés en Finance. Ils se voient offrir le même prix que celui auquel l'actionnaire fondateur et actionnaire de contrôle, Evolem, a cédé son bloc de contrôle à Andromeda Investissements. Les actionnaires minoritaires bénéficient par ailleurs d'une monétisation immédiate sur leur investissement dans un titre dont la liquidité en bourse est relativement faible.

Il convient de rappeler que l'Offre intervient dans un contexte particulier où la Société fait l'objet d'une notification de redressement par l'Administration fiscale, dont l'issue est à ce jour inconnue. L'analyse des conditions de sa mise en œuvre montre que le mécanisme d'ajustement du prix d'Offre lié à ce redressement fiscal est équilibré. En particulier, les actionnaires qui apporteraient leurs actions April à l'Offre s'immuniseraient contre un potentiel risque de perte de valeur lié au niveau du redressement fiscal.

Les termes et conditions de l'Offre sont donc équitables pour les actionnaires minoritaires, y compris dans le cas de la mise en œuvre d'un retrait obligatoire à l'issue de la présente Offre.

En ce qui concerne les accords connexes et autres accords conclus par les dirigeants avec l'Initiateur :

Sur la base des échanges avec les parties prenantes à l'opération et de l'analyse des documents reçus (mentionnés dans le rapport), nous n'avons pas eu connaissance d'accords (clause de prix de sortie garanti ou de complément de prix ou clause assimilable) pouvant avoir une incidence sur notre appréciation des conditions financières de l'Offre pour les actionnaires minoritaires. »

Puis, les Administrateurs indépendants présentent au Conseil d'administration les conclusions de leurs travaux.

Conclusions du Comité des Indépendants

Dans le cadre de l'exécution de sa mission, le Comité des Indépendants s'est réuni à 10 reprises dont 9 avec l'Expert Indépendant et s'est notamment assuré que l'Expert Indépendant avait en sa possession 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 des Indépendants, lors de sa réunion du 10 juin 2019, après avoir pris connaissance de la version finale du projet de Rapport de l'Expert Indépendant et du Projet de Note d'Information et sur la base des principales intentions de l'Initiateur pour les douze mois à venir, a relevé :

- S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour la Société :
 - *Stratégie et politique industrielle et commerciale : l'Initiateur entend soutenir et renforcer la capacité de la Société à préserver sa position d'acteur dans le courtage d'assurance et de crédit. Son ambition pour la Société est de poursuivre les principales orientations stratégiques de la Société et de l'accompagner dans leur mise en œuvre cohérente et efficace. Dans ce cadre, l'Initiateur n'exclut pas, dans les douze mois à venir, de procéder notamment à des cessions ciblées et à des acquisitions en France et à l'international ;*
 - *Fusion et réorganisation juridique : l'Initiateur a indiqué se réserver la possibilité, à l'issue de l'Offre, (i) d'étudier d'éventuelles opérations de fusion entre la Société et d'autres entités du groupe APRIL ou d'éventuels transferts d'actifs, y compris par voie d'apport et (ii) de procéder à toute autre réorganisation de la Société ;*
 - *Composition des organes sociaux et direction de la Société : la composition du Conseil d'administration sera modifiée par cooptation de nouveaux membres du Conseil en remplacement de certains administrateurs démissionnaires avec effet à compter de la réalisation définitive du Transfert du Bloc de Contrôle, pour refléter la nouvelle composition de l'actionnariat de la Société. Il est en outre prévu que Monsieur Emmanuel MORANDINI poursuive son mandat de Directeur Général de la Société à l'issue de l'Offre.*
- S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour les actionnaires de la Société :
 - *l'Initiateur propose aux actionnaires de la Société qui apporteront leurs titres à l'Offre une liquidité immédiate au même prix que celui versé à EVOLEM pour le Transfert du Bloc de Contrôle, alors qu'il s'échange peu de titres sur le marché ;*
 - *le Prix d'Offre extériorise une prime de 25,9 % par rapport au dernier cours de clôture avant l'annonce du projet d'Offre, soit au 28 décembre 2018, une prime de 30,8 % et 41,8 % par rapport aux cours moyens pondérés sur respectivement 1 et 6 mois précédents le 28 décembre 2018 et une prime de 73,5 % par rapport au dernier cours de clôture non affecté (avant la publication d'APRIL du 23 octobre 2018 annonçant l'analyse par Evolem des différentes options stratégiques concernant sa participation majoritaire au capital d'APRIL) ;*
 - *l'Expert Indépendant a relevé que le prix offert de 21,60 euros fait ressortir une prime située entre 8,5 % et 18,3 % selon les critères d'évaluation qu'il a retenus et que ce prix est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires d'APRIL ;*
 - *Politique de distribution des dividendes : à ce stade, l'Initiateur n'envisage pas de modifier la politique de distribution de dividendes. Il se réserve toutefois la possibilité*

de revoir la politique de distribution de dividende de la Société à l'issue de l'Offre. Toute modification de la politique de distribution de dividendes sera décidée par le Conseil d'administration conformément à la loi et aux statuts de la Société et en tenant compte des capacités distributives, de la situation financière et des besoins de financement de la Société.

- S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour les salariés de la Société :
 - *Impact sur la politique sociale : l'Initiateur indique que l'acquisition du contrôle de la Société s'inscrit dans une logique de prolongement de la stratégie de la Société et ne devrait donc pas avoir d'impact matériel sur la politique poursuivie par APRIL en matière d'emploi ;*
 - *Mécanisme de liquidité des actions attribuées gratuitement : l'Initiateur a prévu un mécanisme de liquidité (décrit au paragraphe 1.3.3 du Projet de Note d'Information) au profit des détenteurs d'actions gratuites faisant l'objet d'une indisponibilité juridique et/ou fiscale et qui n'auront pas pu être apportées à l'Offre.*

- S'agissant du retrait obligatoire des actions APRIL de la cotation du marché Euronext Paris :
 - *[...] l'Initiateur a l'intention de demander à l'AMF, dès la clôture de l'Offre ou dans un délai de trois mois suivant la clôture de l'Offre, la mise en œuvre du Retrait Obligatoire afin de se voir transférer les actions non apportées à l'Offre (à l'exception des actions auto-détenues par la Société et des actions faisant l'objet du mécanisme de liquidité précité) moyennant une indemnisation en numéraire par action égale au prix d'Offre, soit 21,60 euros par action, nette de tous frais ;*
 - *l'Expert Indépendant a relevé que le prix offert de 21,60 euros par action est équitable d'un point de vue financier, y compris dans la perspective de la mise en œuvre d'un retrait obligatoire.*

Avis motivé du Conseil

À la lumière des objectifs et intentions exprimés par l'Initiateur, des conclusions du Rapport de l'Expert Indépendant et sur recommandation du Comité des Indépendants, le Conseil d'administration, après un échange de vues approfondi sur cette base, à l'unanimité (étant précisé que Monsieur le Président Bruno ROUSSET, Monsieur Jean-Pierre ROUSSET et Madame Fabienne ERNOULT ont souhaité exprimer un vote en suivant la position dégagée par tous les autres administrateurs) :

- *prend acte que l'Expert Indépendant, après avoir procédé à une approche multicritères en vue de l'évaluation de la Société, conclut au caractère équitable de l'Offre d'un point de vue financier pour les actionnaires minoritaires, y compris dans le cadre d'un retrait obligatoire ;*
- *considère que le projet d'Offre, tel que décrit dans le Projet de Note d'Information, est conforme aux intérêts de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés et décide en conséquence d'émettre un avis favorable sur le projet d'Offre ;*
- *considère que l'Offre représente une opportunité pour les actionnaires minoritaires qui souhaiteraient apporter leurs titres à l'Offre, de bénéficier d'une liquidité immédiate et intégrale dans des conditions de prix considérées comme équitables par l'expert indépendant ;*
- *attire l'attention des actionnaires qui souhaiteraient, en l'absence d'une procédure de retrait obligatoire, conserver une participation dans le capital de la Société, sur le fait*

que, à court et moyen terme, la liquidité des titres de la Société pourrait être extrêmement réduite en cas d'apport d'un nombre important de titres à l'Offre ;

- *recommande aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre ;*
- *constate que les actions détenues par Bruno ROUSSET et par la société EVOLEM font l'objet du Transfert du Bloc de Contrôle, que les administrateurs ayant remis leur lettre de démission dans le cadre du Transfert du Bloc de Contrôle ont indiqué leur intention d'apporter à l'Offre les actions qu'ils détiennent tandis que les autres administrateurs de la Société ont indiqué conserver leurs actions conformément aux dispositions du règlement intérieur du Conseil ;*
- *décide que les actions auto-détenues par la Société, en ce compris celles détenues pour le compte de la Société par Exane BNP-Paribas dans le cadre d'un contrat de liquidité ne seront pas apportées à l'Offre. »*

4. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION D'APRIL

Il est rappelé que les actions détenues par Monsieur Bruno Rousset et par Evolem font l'objet du Transfert du Bloc de Contrôle.

Les administrateurs de la Société ayant démissionné à l'occasion de la réalisation du Transfert du Bloc de Contrôle ont indiqué leur intention d'apporter à l'Offre les Actions qu'ils détiennent tandis que les autres administrateurs ont indiqué conserver leurs Actions conformément aux dispositions du règlement intérieur du Conseil.

5. INTENTIONS DE LA SOCIÉTÉ RELATIVE AUX ACTIONS AUTO-DÉTENUES OU D'AUTOCONTRÔLE

À la date du présent Projet de Note en Réponse, la Société détient 105.694 de ses propres Actions, dont 65.873 sont détenues par Exane BNP-Paribas pour le compte de la Société dans le cadre d'un contrat de liquidité qui a été suspendu le 31 décembre 2018.

Ces actions ne sont pas visées par l'Offre et ne seront pas apportées à l'Offre.

6. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRÉCIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE

À l'exception du Contrat d'Acquisition, du mécanisme de liquidité décrit au paragraphe 2.7, et du pacte et de l'investissement des Managers, tel que ce terme est défini ci-dessous, la Société n'a pas connaissance d'accords conclus par les personnes concernées par l'Offre, ou leurs actionnaires, susceptible d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue. Ces accords présentés dans le présent Projet de Note en Réponse sont décrits à la section 1.3 du Projet de Note d'Information.

6.1 Pacte d'associés

Suite au Transfert du Bloc de Contrôle, Evolem a souscrit en numéraire à 22.088.235 actions ordinaires et 22.088.235 obligations émises par Andromeda Holding, sur la base du Prix d'Offre. Les obligations porteront intérêts à un taux annuel de 9 %, capitalisés annuellement. Leur remboursement en capital et en intérêts sera subordonné au remboursement de la dette d'acquisition. Ce remboursement interviendra au dixième anniversaire de la date d'émission des obligations, ou, si la dette d'acquisition n'est pas encore entièrement remboursée à cette date, six mois après le remboursement total de la dette d'acquisition.

L'investissement d'Evolem a été structuré de manière *pari passu* avec Financière Andromeda au regard de leurs investissements directs et indirects, en fonds propres et quasi fonds propres. Ils détiennent ensemble 100 % du capital et des droits de vote d'Andromeda Holding, laquelle détient 100 % du capital et des droits de vote de l'Initiateur.

Le 13 juin 2019, un pacte d'associés non concertant a été conclu entre Financière Andromeda et Evolem pour une durée de quinze années (le « **Pacte d'Associés** »). Le Pacte d'Associés, a pour objet principal d'organiser les règles particulières s'appliquant entre les associés d'Andromeda Holding en vertu des principales clauses suivantes :

6.1.1 Règles applicables aux transferts de titres

Le Pacte d'Associés prévoit les principales dispositions suivantes s'appliquant au transfert des titres d'Andromeda Holding :

- *Une inaliénabilité temporaire* des titres détenus par Evolem pour une durée de deux (2) ans à compter de la date du Transfert du Bloc de Contrôle ; à l'issue de cette période d'inaliénabilité temporaire, Financière Andromeda bénéficiera d'un droit de première offre préalablement à l'organisation de toute procédure de cession de ses titres par Evolem ;
- *Un droit de cession conjointe totale* au profit d'Evolem en cas de transfert de titres par Financière Andromeda résultant en un changement de contrôle d'Andromeda Holding ;
- *Un droit de cession conjointe proportionnelle* au profit d'Evolem en cas de transfert de titres par Financière Andromeda ne résultant pas en un changement de contrôle d'Andromeda Holding ;
- *Un droit de cession forcée* au profit de Financière Andromeda en cas d'offre d'acquisition acceptée par Financière Andromeda et résultant en un changement de contrôle d'Andromeda Holding ;
- Certains cas de transferts libres ;
- *Une clause d'anti-dilution* permettant aux parties au Pacte d'Associés de maintenir leur participation respective au capital d'Andromeda Holding.

6.1.2 Règles spécifiques applicables à la gouvernance d'Andromeda Holding

Andromeda Holding est une société par actions simplifiée représentée à l'égard des tiers par son Président au sens de l'article L.227-6 du Code de commerce. Le Président dirige Andromeda Holding sous le contrôle et la supervision d'un conseil de surveillance (le « **Conseil de Surveillance** »). Certaines décisions importantes ne pourront être prises sans l'approbation préalable du Conseil de Surveillance. En tant qu'investisseur minoritaire, Evolem disposera de droits de veto limités ayant vocation à protéger son investissement minoritaire.

Les membres du Conseil de Surveillance seront désignés par décision collective des Associés de la Société comme suit :

- un (1) membre du Conseil de Surveillance (le « **Représentant d'Evolem** ») sera désigné sur proposition d'Evolem ;
- tous les membres du Conseil de Surveillance autres que le Représentant d'Evolem seront désignés sur proposition de Financière Andromeda.

6.1.3 Règles spécifiques applicables à la gouvernance d'APRIL

Un représentant d'Evolem sera désigné en qualité de membre du Conseil d'administration de la Société.

L'un des administrateurs indépendants du conseil d'administration d'APRIL sera nommé sur proposition conjointe de Financière Andromeda et d'Evolem, tant que les titres d'APRIL seront admis aux négociations sur un marché réglementé.

Le Conseil d'administration de la Société nommera, à titre honorifique, Monsieur Bruno Rousset président d'honneur pour une durée de 3 ans.

6.2 Investissement des Managers

Un investissement, direct ou indirect dans le capital d'Andromeda Holding sera proposé à certains cadres supérieurs du groupe APRIL (les « **Managers** ») et mis en œuvre après la fin de l'Offre (ou, le cas échéant, du Retrait Obligatoire).

Cet investissement prendrait la forme d'une souscription à une émission par Andromeda Holding d'actions ordinaires et d'actions de préférence. Cette souscription se ferait exclusivement en numéraire. Andromeda Holding procédera en outre à une attribution gratuite d'actions Andromeda Holding au profit de certains Managers, dans le cadre des dispositions légales des articles L. 225-197-1 et suivants du Code de commerce. La participation des Managers au capital d'Andromeda Holding pourrait représenter environ 1 % du montant total des fonds propres et quasi fonds propres d'Andromeda Holding (en retenant l'hypothèse de 100 % des Actions apportées à l'Offre).

Dans ce cadre, chaque Manager consentirait à Financière Andromeda une promesse de vente l'engageant à lui céder ses titres dans les six mois suivant la date la plus proche entre (i) la date à laquelle il aura cessé toute fonction de salarié et/ou de mandataire social dans Andromeda Holding ou l'une de ses filiales, et (ii) la date à laquelle Andromeda Holding ne contrôlera plus la société dont le Manager concerné reçoit la principale quote-part de sa rémunération, pour un prix d'exercice de la promesse de vente variant en fonction des hypothèses de départ.

En cas de décès ou d'invalidité permanente, chaque Manager (ou ses ayant-droits) bénéficierait d'une promesse d'achat de la totalité de ses titres consentie par Financière Andromeda. À l'exception du cas particulier de décès ou d'invalidité permanente, les Managers ne bénéficieraient d'aucune garantie de liquidité de leur investissement ni d'aucune condition de sortie prédéfinie.

Certains des Managers seraient tenus par des engagements d'exclusivité, de non-sollicitation et de non concurrence tant qu'ils détiendront des titres d'Andromeda Holding et pour une durée de 18 mois ou 24 mois.

Par ailleurs, il est prévu que les Managers bénéficient également du mécanisme de liquidité décrit au paragraphe 2.7 pour la totalité des Actions gratuites dont ils sont titulaires.

7. ELÉMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

7.1 Structure et répartition du capital

Au 25 avril 2019, préalablement au Transfert du Bloc de Contrôle, le capital social de la Société s'élève à 16.416.584,40 euros, divisé en 41.041.461 Actions ordinaires de quarante (40) centimes d'euro de valeur nominale chacune, entièrement libérées et toutes de même catégorie. 24.258.790 Actions bénéficient d'un droit de vote double, accordé aux Actions

détenues sous forme nominative depuis plus de quatre ans. Le capital social et les droits de vote théoriques⁵ de la Société sont répartis comme suit :

Actionnaires	Nombre d'Actions détenues	% d'Actions détenues	Nombre de droits de vote théoriques	% de droits de vote théoriques
FONDATEUR	26.639.922	64,91%	50.819.942	77,83%
Bruno ROUSSET	10	0,00%	20	0,00%
EVOLEM SA	26.639.912	64,91%	50.819.922	77,83%
SALARIES (FCPE)	78.868	0,19%	78.868	0,12%
BENEFICIAIRES ACTIONS GRATUITES	398.448	0,97%	398.448	0,61%
PUBLIC	13.818.529	33,67%	13.897.299	21,28%
AUTO-DETENTION	105.694	0,26%	105.694	0,16%
TOTAL	41.041.461	100%	65.300.251	100%

Au 13 juin 2019, postérieurement au Transfert du Bloc de Contrôle, le capital social de la Société s'élève à 16.416.584,40 euros, divisé en 41.041.461 Actions. Le capital social et les droits de vote théoriques⁶ de la Société sont répartis comme suit :

Actionnaires	Nombre d'Actions détenues	% d'Actions détenues	Nombre de droits de vote théoriques	% de droits de vote théoriques
ANDROMEDA INVESTISSEMENTS SAS	26.639.922	64,91%	26.639.922	64,79%
SALARIES (FCPE)	78.868	0,19%	78.868	0,19%
BENEFICIAIRES ACTIONS GRATUITES	398.448	0,97%	398.448	0,97%
PUBLIC	13.818.529	33,67%	13.897.299	33,80%
AUTO-DETENTION	105.694	0,26%	105.694	0,26%
TOTAL	41.041.461	100%	41.120.231	100%

À la date du présent Projet de 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.

7.2 Restrictions 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

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

En complément des seuils légaux et réglementaires applicables, l'article 10 des statuts de la Société prévoit que tout actionnaire venant à détenir, directement ou indirectement, seul ou de concert, 2,5 % au moins du capital ou des droits de vote de la Société, ou tout multiple de

⁵ Calculés conformément aux dispositions de l'article 223-11 du RGAMF sur la base du nombre total d'Actions et de droits de vote au 25 avril 2019. 24.180.020 Actions du Bloc de Contrôle bénéficiaient d'un droit de vote double qui a disparu par l'effet du Transfert du Bloc de Contrôle.

⁶ Sur la base d'un nombre total de 41.041.461 Actions représentant 41.120.231 droits de vote théoriques au sens de l'article 223-11 du RGAMF postérieurement au Transfert du Bloc de Contrôle.

ce pourcentage, est tenu d'en informer la Société dans les quatre jours de Bourse, avant clôture, par lettre recommandée avec accusé de réception adressé à son siège social. L'obligation d'information s'applique dans les mêmes conditions chaque fois qu'un des seuils susmentionné est franchi à la hausse ou à la baisse.

À défaut d'avoir été déclarées dans les conditions visées ci-dessus, les Actions excédant la fraction qui aurait dû être déclarée sont privées, dans les conditions prévues par la loi, du droit de vote dans les assemblées d'actionnaires, si le défaut de déclaration a été constaté et si un ou plusieurs actionnaires détenant au moins 5 % du capital ou des droits de vote en font la demande.

L'article 23.2 des statuts de la Société prévoit par ailleurs l'attribution d'un droit de vote double aux actions entièrement libérées pour lesquelles il est justifié d'une inscription nominative depuis quatre (4) ans au moins au nom du même actionnaire. Cet article précise que les Actions converties au porteur ou transférées en propriété perdent leur droit de vote double, sauf dans les cas prévus par la loi.

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

À la date du présent Projet de Note en Réponse, à l'exception du Contrat de Cession et des accords de liquidité décrits au paragraphe 2.7 du présent Projet de Note en Réponse, la Société n'a connaissance d'aucun accord entre actionnaires susceptible d'entraîner des restrictions aux transferts d'Actions et à l'exercice des droits de vote.

7.2.3 Cluses 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 date du présent Projet de Note en Réponse, 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.

7.3 **Participations directes et indirectes au sein du capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil ou d'une déclaration d'opération sur titres**

À la date du présent Projet de Note en Réponse et à la connaissance de la Société, le capital social est réparti ainsi qu'il est indiqué au paragraphe 7.1 ci-dessus.

Depuis le 1^{er} janvier 2019, la Société a reçu les déclarations de franchissement de seuil suivantes :

- le 4 janvier 2019, la société la Financière de l'Echiquier a déclaré avoir franchi à la baisse le seuil statutaire de 2,5 % du capital ;
- le 30 janvier 2019, la société Quaero Capital a déclaré avoir franchi à la baisse le seuil statutaire de 2,5 % du capital ;
- le 9 mai 2019, la société Syquant Capital a déclaré avoir franchi à la hausse le seuil statutaire de 2,5 % du capital.

Par ailleurs, conformément aux dispositions de l'article L.233-7 du Code de Commerce, l'Initiateur a déclaré :

- par courrier à l'AMF, en date du 14 juin 2019, avoir franchi à la hausse tous les seuils légaux entre 5 % et 50 % du capital social et des droits de vote de la Société ;

- par courrier à la Société, en date du 14 juin 2019, avoir franchi à la hausse (i) tous les seuils légaux entre 5 % et 50 % du capital social et des droits de vote de la Société, et (ii) tous les seuils statutaires compris entre 2,5 % et 65 % du capital social et des droits de vote de la Société.

Les intentions de l'Initiateur pour les douze prochains mois figurent au paragraphe 1.2 du Projet de Note d'Information.

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

À la connaissance de la Société, il n'existe pas de détenteurs de titres comportant des droits de contrôle spéciaux autres que les droits de vote double décrits au paragraphe 7.2.1 ci-dessus.

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

Au 13 juin 2019, le FCPE actions APRIL détient 0,19 % du capital et des droits de vote de la Société.

Le FCPE actions APRIL est géré par un conseil de surveillance. Le conseil de surveillance du FCPE actions APRIL doit se réunir prochainement pour se prononcer sur un apport des Actions à l'Offre.

7.6 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration et à la modification des statuts d'APRIL

7.6.1 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration

Conformément à l'article 14 des statuts de la Société, la Société est administrée par un Conseil d'administration composé de trois à 18 membres, ce nombre pouvant être porté à 24 en cas de fusion selon les conditions fixées par la loi. Le règlement intérieur du Conseil d'administration prévoit en outre que le Conseil d'administration s'efforce de tout mettre en œuvre pour qu'au moins le tiers de ses membres soit indépendant.

Le règlement intérieur du Conseil d'administration prévoit que chaque administrateur s'efforce d'acquérir 500 actions de la Société.

À l'exception des administrateurs représentant les salariés, qui sont désignés par le comité de groupe, les administrateurs sont nommés dans leurs fonctions par l'assemblée générale des actionnaires dans les conditions fixées par la loi.

La durée des fonctions des administrateurs est de trois (3) années. Les administrateurs sont toujours rééligibles. Toutefois, le mandat de tout membre personne physique prend fin, de plein droit, sans possibilité de renouvellement, à l'issue de l'assemblée générale ordinaire des actionnaires ayant statué sur les comptes de l'exercice écoulé et tenue dans l'année au cours de laquelle l'intéressé atteint l'âge de 75 ans.

Les administrateurs peuvent être révoqués à tout moment par décision de l'assemblée générale des actionnaires.

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

7.6.2 Règles applicables à la modification des statuts

L'assemblée générale extraordinaire est seule habilitée à modifier les statuts de la Société dans toutes leurs dispositions. Elle ne peut toutefois augmenter les engagements des actionnaires, sous réserve des opérations résultant d'un échange ou d'un regroupement d'Actions régulièrement décidé et effectué.

L'assemblée générale extraordinaire ne délibère valablement que si les actionnaires, présents ou représentés, possèdent au moins sur première convocation, le quart des Actions ayant le droit de vote, ou sur deuxième convocation, ainsi qu'en cas de prorogation de la seconde assemblée, le cinquième desdites Actions.

Les délibérations sont prises à la majorité des deux tiers des voix dont disposent les actionnaires présents ou représentés.

7.7 Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres

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

	Date de l'AG	Date d'expiration	Montant autorisé	Utilisation effective de ces délégations/autorisations	Montant résiduel au 6 mars 2019
Délégation en vue d'augmenter le capital par incorporation de réserves, bénéfiques et / ou primes	26 avril 2018 (13 ^e résolution)	25 juin 2020	10.000.000 €	Néant	10.000.000 €
Délégation en vue d'émettre des Actions ordinaires et / ou des valeurs mobilières donnant accès au capital avec maintien du DPS	26 avril 2018 (14 ^e résolution)	25 juin 2020	Montant nominal maximum des actions ordinaires : 8.000.000 € Montant nominal maximum des titres de créance sur la société : 150.000.000 €	Néant	8.000.000 € (Actions) 150.000.000 € (titres de créance)
Délégation en vue d'émettre des Actions ordinaires et / ou des valeurs mobilières donnant accès au capital avec suppression du DPS par offre au public	26 avril 2018 (15 ^e résolution)	25 juin 2020	Montant nominal maximum des actions ordinaires : 1.600.000 € Montant nominal maximum des titres de créance sur la société : 150.000.000 € ⁽¹⁾	Néant	1.600.000 € (Actions) 150.000.000 € ⁽¹⁾ (titres de créance)
Délégation en vue d'émettre des Actions ordinaires et / ou des valeurs mobilières donnant accès au capital avec suppression du DPS par placement privé	26 avril 2018 (16 ^e résolution)	25 juin 2020	Montant nominal maximum des actions ordinaires : 5.000.000 € et 20 % du capital par an Montant nominal maximum des titres de créance sur la société : 150.000.000 € ⁽¹⁾	Néant	5.000.000 € (Actions) 150.000.000 € ⁽¹⁾ (titres de créance)

	Date de l'AG	Date d'expiration	Montant autorisé	Utilisation effective de ces délégations/autorisations	Montant résiduel au 6 mars 2019
Délégation en vue d'émettre des Actions ordinaires et / ou des valeurs mobilières donnant accès au capital en rémunération d'apports en nature de titres ou de valeurs mobilières donnant accès au capital	26 avril 2018 (18 ^e résolution)	25 juin 2020	Montant nominal maximum des actions ordinaires : 10 % du capital social au 26 avril 2018	Néant	10 % du capital social au 26 avril 2018
Délégation en vue d'augmenter le capital par émission d'actions et / ou de valeurs mobilières donnant accès au capital avec suppression du DPS en faveur des adhérents d'un PEE	26 avril 2018 (19 ^e résolution)	25 juin 2020	Montant nominal maximum de l'augmentation de capital : 500.000 €	Néant	500.000 €
Autorisation d'octroyer des options de souscription et / ou d'achat d'actions aux membres du personnel salarié et / ou certains mandataires sociaux	4 mai 2017 (16 ^e résolution)	3 juillet 2020	5 % du capital social au jour de la première attribution dont 3 % du capital social au jour de la première attribution pour les dirigeants mandataires	Néant	5 % du capital social au jour de la première attribution dont 3 % pour les dirigeants mandataires
Autorisation d'attribuer des Actions gratuites aux membres du personnel salarié et / ou certains mandataires sociaux	26 avril 2018 (21 ^e résolution), autorisation prenant effet à compter du 28 décembre 2018	25 juin 2021	5 % du capital social au jour de l'AG dont 3 % du capital social au jour de l'AG pour les dirigeants mandataires	Néant	5 % du capital social au jour de l'AG dont 3 % du capital social au jour de l'AG pour les dirigeants mandataires
Programme de rachat d'Actions	25 avril 2019 (20 ^e résolution)	24 octobre 2020	5 % du nombre d'actions composant le capital social	Néant	5 % du nombre d'actions composant le capital social
Autorisation en vue d'annuler les Actions rachetées	26 avril 2018 (12 ^e résolution)	25 avril 2020	10 % du capital social calculé au jour de l'annulation	Néant	10 % du capital social calculé au jour de l'annulation

(1) Plafond commun.

7.8 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 et dans la mesure où, à ce jour, la Société est déjà contrôlée par l'Initiateur, il n'existe aucun accord contenant une clause de changement de contrôle susceptible d'être mise en œuvre du fait de l'Offre.

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

Il n'existe aucun accord prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d'administration ou les salariés s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique.

8. **RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT**

En application de l'article 261-1, I. et II. du RGAMF, le cabinet Associés en Finance, représenté par Monsieur Philippe Leroy et Madame Catherine Meyer, a été désigné en qualité d'expert indépendant par le Conseil d'administration en date du 28 décembre 2018, avec pour mission de préparer un rapport sur les conditions financières de l'Offre et du Retrait Obligatoire, le cas échéant. Ce rapport figure en **Annexe 1**.

9. **MODALITÉS DE MISE À DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES À LA SOCIÉTÉ**

Les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société, seront déposées auprès de l'AMF au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. En application de l'article 231-28 du RGAMF, elles seront disponibles sur les sites Internet de la Société (<http://groupe.april.fr/investisseurs/opa>) et de l'AMF (www.amf-france.org), la veille de l'ouverture de l'Offre et pourront être obtenues sans frais auprès d'APRIL sis 114, boulevard Marius Vivier Merle – 69003 Lyon.

10. **PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE EN RÉPONSE**

« À ma connaissance, les données du présent projet de note en réponse sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

Emmanuel Morandini
Directeur Général d'APRIL

ANNEXE 1
Rapport de l'Expert Indépendant



RAPPORT D'EXPERTISE INDEPENDANTE

**OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE SUIVIE D'UN EVENTUEL RETRAIT
OBLIGATOIRE INITIEE PAR ANDROMEDA INVESTISSEMENTS (CVC PARTNERS)
SUR L'ENSEMBLE DES ACTIONS D'APRIL**

Juin 2019

SOMMAIRE

I.	Mission et moyens	4
II.	April : présentation, analyse et stratégie	7
II.A.	Actionnariat	7
II.B.	Activités résumées et historique du groupe April	8
II.C.	Description détaillée des activités d'April	12
II.C.1.	Deux métiers : courtage et assurance	12
II.C.2.	Deux principales branches d'activités : Santé-Prévoyance et Dommage...	13
II.C.3.	Présence géographique	15
II.D.	Marché et perspectives	16
II.E.	Éléments structurants de l'environnement opérationnel	21
II.F.	Analyse financière d'April	24
II.F.1.	Analyse du compte de résultat	24
II.F.2.	Analyse du bilan	26
II.F.3.	Analyse du tableau de flux	28
III.	Examen des conditions de l'Offre	29
III.A.	Contrat d'Acquisition de titres	29
III.B.	Plans d'attributions gratuites d'actions et mécanisme de liquidité	31
III.C.	Investissement des Managers aux côtés de CVC Partners	32
III.D.	Autres éléments	33
III.E.	Examen de l'ajustement de prix lié au contrôle fiscal en cours	34
III.F.	Conclusions sur l'examen des accords entre les parties	36
IV.	Evaluation d'April	37
IV.A.	Méthodes de valorisation écartées	37
IV.A.1.	Méthode de l'actif net comptable	37
IV.A.2.	Méthode de l'actif net réévalué	37
IV.A.3.	Valorisation par les dividendes	37
IV.A.4.	Valorisation par les transactions comparables	37
IV.B.	Méthodes de valorisation retenues	38
IV.B.1.	Examen du cours de bourse (à titre principal)	38
IV.B.2.	Analyse des objectifs de cours des analystes financiers (à titre indicatif).	44
IV.B.3.	Méthode des comparables boursiers (à titre indicatif)	44
IV.B.4.	Référence à la dernière transaction sur le capital d'April : transfert des actions Evolem (à titre principal)	46
IV.B.5.	Méthode d'actualisation des flux de trésorerie (à titre principal)	47

IV.B.5.a. <i>Méthodologie</i>	47
IV.B.5.b. <i>Estimation du coût des ressources de financement</i>	50
IV.B.5.c. <i>Résultats de la valorisation par l'actualisation des flux de trésorerie</i> ...	53
IV.B.5.d. <i>Analyse de sensibilité de la valorisation</i>	54
V. Analyse des travaux de la banque présentatrice	57
V.A. Méthodologies d'évaluation écartées	57
V.B. Les éléments de passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des fonds propres 57	
V.C. Les méthodes présentées à titre indicatif par Associés en Finance	58
V.C.1. Méthode des objectifs de cours (à titre indicatif)	58
V.C.2. Méthode des comparables boursiers (à titre indicatif)	58
V.D. Les méthodes présentées à titre principal	58
V.D.1. Référence au prix d'achat du bloc de contrôle (à titre principal)	58
V.D.2. Référence au cours de bourse (à titre principal)	58
V.D.3. Méthodologie de valorisation par actualisation des flux prévisionnels (à titre principal)	59
VI. Synthèse	61
VII. Conclusion d'Associés en Finance	62
VIII. Annexe 1 : Présentation de l'expert et déroulement de la mission	64
IX. Annexe 2 : Présentation détaillé du modèle Trival®	68
IX.A. Trival® : modèle de coût des fonds propres	68
IX.B. Trival® plan WACC : modèle de coût moyen du capital	70
X. Annexe 3 : Présentation des comparables boursiers	71

I. Mission et moyens

Contexte

April (ci-après « **April** » ou la « **Société** ») est un groupe international de services en assurance, créé en 1988 et leader en France des courtiers grossistes en assurance. La société conçoit, gère et distribue des solutions spécialisées d'assurance en santé, prévoyance, dommage, mobilité et protection juridique ainsi que des prestations d'assistance.

Un processus de transition actionnariale a été engagé à partir de l'été 2018 suite à la volonté de son fondateur et actionnaire majoritaire, Bruno Rousset, de céder sa participation. Celui-ci détenait, avant la présente opération, au travers de sa holding Evolem (ci-après « **Evolem** » ou le « **Vendeur** »), 65,13% du capital social et 77,86% des droits de vote d'April. Dans le cadre de son analyse stratégique des options possibles d'évolution de sa participation au capital de la Société, le Vendeur a mis en place un processus d'enchères organisées pour la cession de cette participation.

La société Andromeda Investissements (ci-après « **Andromeda** », l'« **Acquéreur** » ou l'« **Initiateur** »), société de droit français, indirectement contrôlée par des fonds gérés par des filiales indirectes de CVC Capital Partners SICAV-FIS SA (ci-après « **CVC** »), a été retenue à l'issue du processus d'enchères pour l'acquisition de la participation d'Evolem dans April. Ce transfert, dont les principes ont été annoncés le 29 décembre 2018, sera suivi d'une offre publique obligatoire d'achat simplifiée (ci-après « **OPAS** ») sur le solde des actions composant le capital social de la Société (ci-après l'« **Opération** » ou l'« **Offre** »). L'Acquéreur a indiqué son intention de lancer une procédure de retrait obligatoire (ci-après « **RO** ») si les actions détenues par les actionnaires minoritaires d'April ne représentent pas, à l'issue de l'Offre, plus de 5% du capital ou des droits de vote d'April, ou tout nouveau seuil prévu par la réglementation qui sera alors applicable¹.

Le management participera à l'opération d'acquisition d'April par Andromeda, tout comme le fondateur Bruno Rousset, Evolem ayant prévu de réinvestir une part minoritaire du produit de cession.

Mission d'Associés en Finance

Le 28 décembre 2018, sur recommandation du comité des indépendants, le Conseil d'Administration d'April a désigné Associés en Finance en qualité d'expert indépendant, sur le fondement de l'article 261-1 (I et II) du Règlement Général (ci-après le « **RG** »), de l'Autorité des Marchés Financiers (ci-après « **AMF** »). L'article 261-1 I prévoit la nomination d'un expert pour attester du caractère équitable d'une offre publique « lorsque l'opération est susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein de son conseil d'administration, de son conseil de surveillance ou de l'organe compétent, de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé [...] ou de mettre en cause l'égalité des actionnaires ou des porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'offre ».

Dans le cas présent, le recours à un expert indépendant est rendu nécessaire par le fait que l'Initiateur de l'Offre détiendra déjà le contrôle d'April (article 261.1 I alinéa 1 du RG), que les dirigeants de la Société ont conclu un accord avec l'Initiateur de l'Offre susceptible d'affecter leur indépendance (article 261.1 I alinéa 2 du RG), qu'une ou plusieurs opérations connexes à l'Offre sont susceptibles d'avoir un

¹ L'article 75 de la loi PACTE adoptée le 11 avril 2019 par le Parlement prévoit qu'une telle procédure pourra être mise en œuvre dès lors que les titres non présentés par les actionnaires minoritaires ne représentent pas plus de 10% du capital et des droits de vote de la société. Dans l'hypothèse où le Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers modifié conformément à la rédaction de l'article 75 de la loi PACTE serait homologué postérieurement à l'issue de l'Offre, le Retrait Obligatoire, s'il n'a pu être mis en œuvre à l'issue de l'Offre, sera précédé, le cas échéant, d'une offre publique d'achat simplifiée ou d'une offre publique de retrait, conformément à la réglementation qui sera alors applicable.

impact significatif sur le prix ou la parité de l'offre publique considérée (article 261.1 I alinéa 4 du RG) et par le fait qu'une procédure de retrait obligatoire pourrait être mise en œuvre (article 261.1.II du RG).

La mission d'Associés en Finance consiste à se prononcer sur le caractère équitable des termes et conditions de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un éventuel retrait obligatoire, initiée par Andromeda, au prix de 22,00 € par action payable en numéraire, ajusté à la baisse selon deux éléments : le montant du dividende distribué au titre de l'exercice 2018, soit 0,17 € par action, détaché le 2 mai 2019 et mis en paiement le 6 mai 2019, et un montant fonction du redressement fiscal lié aux activités de réassurance à Malte impliquant un ajustement de 0,23 € (ci-après « **le litige fiscal** » ou « **le redressement fiscal** »). Ainsi le prix d'offre ajusté (ci-après « **Prix d'offre ajusté** ») au 6 juin 2019 est de 21,60 € par action. Les mécanismes d'ajustement du prix d'Offre liés au litige fiscal sont détaillés en section III.E. L'Offre porte sur la totalité des actions existantes non détenues directement ou indirectement par l'Initiateur (soit 14 401 539 actions), à l'exclusion :

- Des 105 694 actions auto-détenues par la Société ou détenues pour son compte par Exane BNP Paribas dans le cadre d'un contrat de liquidité,
- D'un maximum de 155 699 actions indisponibles résultant du plan 2018 d'attribution d'actions gratuites (qui ne pourront pas être apportées à l'Offre en application de l'article L. 225-197-1 du Code de Commerce),
- D'un maximum de 242 749 actions sans période de conservation qui résultent du plan 2016 d'actions gratuites, si leurs détenteurs souscrivent au mécanisme de liquidité décrit en section III.B.

Indépendance

Associés en Finance confirme ne pas avoir de conflit d'intérêt et être indépendant de l'ensemble des intervenants sur ce dossier au sens de l'article 261-4 du Règlement général de l'AMF et de l'instruction 2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante.

Ainsi, Associés en Finance et ses salariés :

- n'entretiennent pas de lien juridique ou de lien en capital avec les sociétés concernées par l'Offre ou avec leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance ;
- n'ont procédé à aucune évaluation de la Société ou de ses filiales au cours des dix-huit derniers mois précédant sa désignation ;
- n'ont conseillé aucune des sociétés concernées par l'Offre, ou toute personne que ces sociétés contrôlent au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce, au cours des dix-huit mois précédant sa désignation ;
- n'entretiennent pas de relations répétées avec une banque susceptibles d'affecter l'indépendance d'Associés en Finance ; en particulier, Associés en Finance n'est pas intervenu lors des 18 mois précédant sa désignation en tant qu'expert indépendant sur des offres publiques sur lesquelles Deutsche Bank, Lazard et Natixis étaient établissements présentateurs.
- ne détiennent aucun intérêt financier dans la réussite de l'Offre, une créance ou une dette sur l'une des sociétés concernées par l'Offre ou toute personne contrôlée par ces sociétés au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce, susceptible d'affecter leur indépendance.

Avertissement

Les informations utilisées pour la réalisation de nos travaux ont soit été fournies par April et ses conseils, soit étaient publiques.

Associés en Finance n'a effectué aucune revue physique et aucune évaluation indépendante des immobilisations, de l'actif ou du passif d'April, et de leurs filiales et participations. Associés en Finance n'a effectué aucune revue indépendante des litiges en cours ou potentiels, des recours, réclamations ou autres responsabilités potentielles dont April ou ses filiales pourraient faire l'objet. De manière générale, ont été tenues pour acquises, sans vérification indépendante, l'exactitude des données, documents ou informations qui ont été communiqués ou auxquels Associés en Finance a eu accès sans qu'Associés en Finance puisse encourir une quelconque responsabilité du fait de ces données, documents et informations. Associés en Finance ne peut garantir l'exactitude des prévisions, estimations et informations fournies.

Le présent rapport d'expertise et sa conclusion sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre ne constituent pas une recommandation à l'attention des actionnaires d'April quant à la manière dont ils devraient agir dans le cadre de l'Offre.

Déroulement de la mission d'Associés en Finance

Suite à sa nomination en qualité d'expert indépendant par le Conseil d'administration d'April du 28 décembre 2018, la mission d'Associés en Finance s'est déroulée du 29 décembre 2018 au 13 juin 2019. Le présent rapport a été établi sur la base des conditions prévalant sur les marchés financiers au 6 juin 2019 tandis que la comparaison du prix de l'Offre avec le cours d'April a été menée aux dates précédant l'annonce de l'Offre.

II. April : présentation, analyse et stratégie

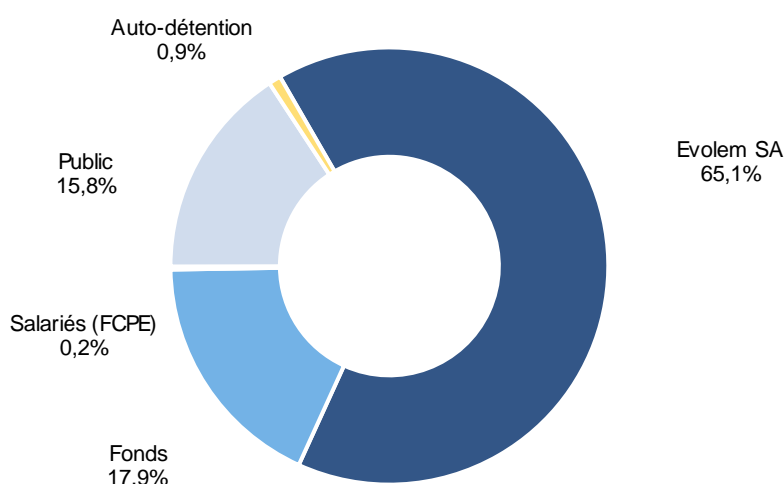
April est un groupe international de services en assurance créé en 1988 par Bruno Rousset. La société est cotée depuis 1997 sur le compartiment B d'Euronext. Le groupe emploie aujourd'hui environ 3 900 collaborateurs répartis sur 28 pays dans le monde.

La Société conçoit, gère et distribue des solutions d'assurance et des prestations d'assistance pour les particuliers, les professionnels et les entreprises et ce, dans deux domaines d'activité : l'assurance de personnes (incluant l'activité historique du groupe principalement à travers son pôle Santé-Prévoyance) et l'assurance de biens et responsabilité. Le Groupe présente aujourd'hui la particularité d'exercer à la fois un métier d'assureur et un métier de courtier grossiste.

II.A. Actionnariat

Au 31 décembre 2018, le capital de la société est composé de 40 904 135 actions ordinaires, dont 366 951 auto-détenues. April est détenu majoritairement, à 65,13%, par la holding Evolem du fondateur d'April, Bruno Rousset.

Figure 1
Actionnariat d'April au 31 décembre 2018



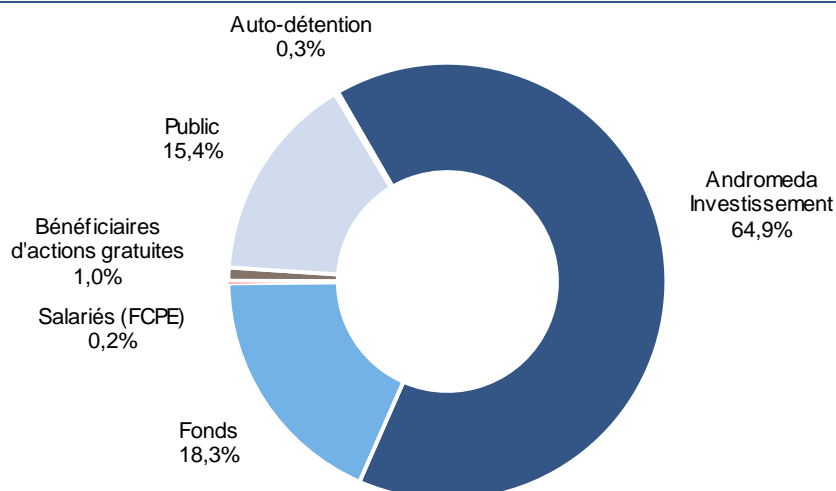
Source : April – Document de référence 2018

Au 6 juin 2019, le capital de la société est composé de 41 041 461 actions ordinaires. Les titres acquis par Andromeda Investissements (CVC) dans le cadre du rachat de bloc portent sur l'ensemble des actions détenues par Bruno Rousset, actionnaire majoritaire d'Evolem et fondateur d'April. Après le rachat de bloc et au moment du dépôt du projet d'Offre, Andromeda Investissements (CVC) détient donc 64,91% du capital d'April.

Au moment du dépôt du projet d'Offre, 39 821 actions étaient auto-détenues par la Société, et 65 873 étaient détenues par Exane BNP Paribas pour le compte de la Société dans le cadre d'un contrat de liquidité, qui a été suspendu le 31 décembre 2018. Ces actions ne seront pas apportées à l'Offre et ne sont pas visées par l'Offre.

Concernant les 398 448 actions gratuites, l'Offre visera uniquement les actions gratuites définitivement attribuées et sans période de conservation, si leurs bénéficiaires n'ont pas signé d'accord de liquidité (section III.B.), ou dont la période de conservation aura été écourtée du fait des dispositions légales.

Figure 2
Actionnariat d'April au moment du dépôt de l'Offre



Sources : April, projet de note d'information

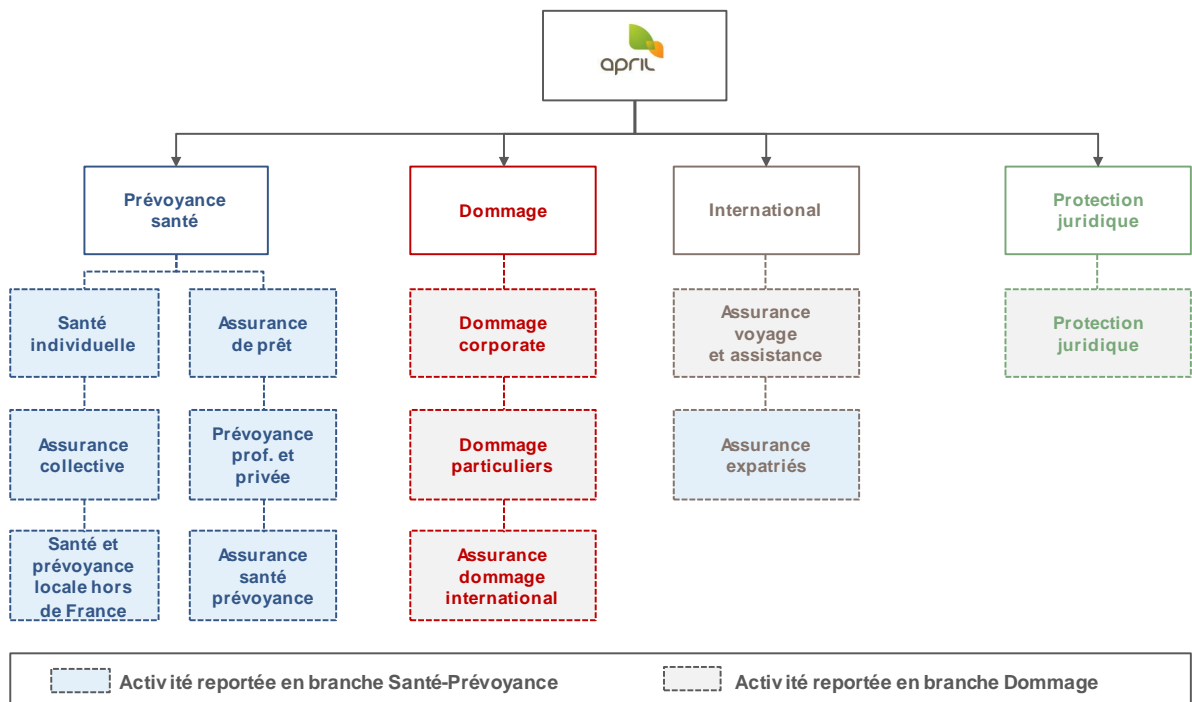
II.B. Activités résumées et historique du groupe April

Organisation des activités d'April

Les deux domaines d'activité de la Société, l'assurance de personnes et l'assurance de biens, sont répartis à travers 4 pôles :

- Le pôle « **Prévoyance Santé** » regroupe quatre savoir-faire (l'assurance emprunteur, la santé et prévoyance du particulier, la santé et prévoyance des PRO/TPE, la gestion déléguée de sinistre appelée Third Party Administration « TPA »). Ce pôle s'adresse aux particuliers et aux professionnels à travers un réseau d'environ 15 000 courtiers partenaires.
- Le pôle « **Domage** » a été bâti principalement par croissance externe, avec une quinzaine d'acquisitions entre 2003 et 2007 et regroupe plusieurs savoir-faire (dommages aux biens, flottes automobiles propre compte, responsabilité civile des dirigeants et multirisques professionnelles).
- Le pôle « **International** » permet de présenter une offre globale dédiée à la mobilité en regroupant l'assurance voyage et assistance ainsi que l'assurance aux expatriés.
- Le pôle « **Protection Juridique** » : ce pôle offre des prestations de renseignements juridiques, de négociation à l'amiable des litiges et prend en charge des frais de justice en cas de contentieux.

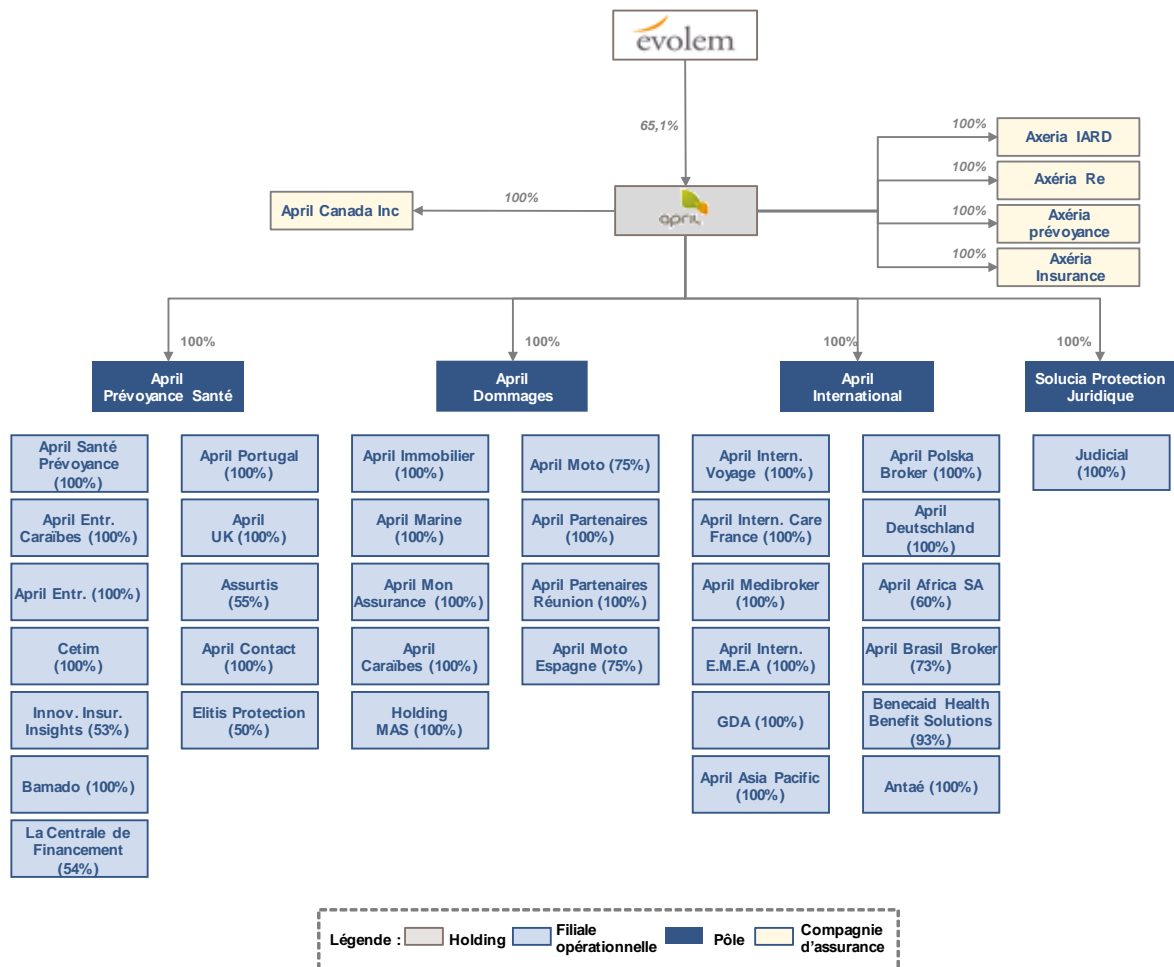
Figure 3
Répartition simplifiée des activités du groupe au sein des pôles



Source : April

La Figure 3 présente les grands pôles d'activité de la Société tandis que la Figure 4 détaille l'organigramme juridique du groupe à fin 2018.

Figure 4
Organigramme juridique d'April au 31 décembre 2018



Source : April - Document de référence 2018

Historique du groupe April

L'évolution d'April s'est faite autour de plusieurs axes. Le groupe a commencé son développement sur des activités de courtage en assurance complémentaire santé, puis en prévoyance.

April a ensuite étendu le modèle courtier grossiste au domaine de l'assurance dommage, afin de renforcer les liens avec les courtiers indépendants. C'est ainsi qu'il s'est progressivement imposé comme un des fournisseurs de référence du courtage en France, avec une forte pénétration du marché (environ la moitié des courtiers indépendants travaille au moins une fois par an avec April).

Le développement de la cible de clientèle aux entreprises constitue une autre étape, soit en tant que grossiste (par exemple en Santé-Prévoyance pour les TPE), soit en tant que courtier direct entreprise, mandaté par le client pour : analyser le risque, le présenter aux assureurs du marché afin de préconiser au client la couverture la plus adaptée.

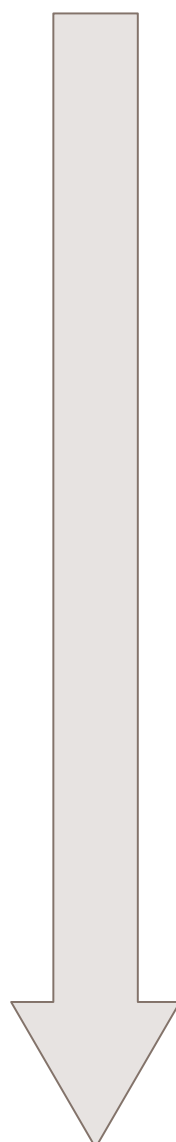
Pour s'élargir sur la chaîne de valeur, le groupe s'est implanté dans la distribution au client final, par le biais d'un réseau d'agences, du développement du canal de vente Internet, en couplage avec des plateaux téléphoniques, et de réseaux de vente itinérants dans certains pays étrangers.

April a déployé des partenariats avec des grands comptes institutionnels grâce à des compléments de gammes et à la gestion pour compte de tiers.

Enfin, le groupe a internationalisé ses activités en dupliquant son modèle de courtier grossiste dans des pays voisins comme la Grande-Bretagne, l'Italie ou encore l'Allemagne et à la fin des années 2000, en acquérant un réseau spécialisé dans l'assurance voyage et l'assistance.

La Figure 5 présente les grandes étapes du développement d'April :

Figure 5
Historique d'April depuis sa création en 1988



1988	Création d'April : April est créée par Bruno Rousset en tant que courtier sur les marchés de niche, diversification et lancement de l'activité assurance collective.
1996	Création : Création de l'activité de gestion pour compte de tiers.
1997	Introduction en bourse : April est introduit en bourse le 23 octobre sur le second marché de la bourse de Paris et réalise l'acquisition Axeria Prevoyance.
1998	Croissance externe : Acquisition de Cetim dans le but de renforcer son activité de gestion pour compte de tiers.
1999	Internationalisation : 1ère filiale hors de France implantée en Italie.
2000	Diversification : Nouvelles activités dans l'assurance Auto et multirisques habitation.
2004	Croissance externe : Acquisition de Rhodia Assurances renommée Axeria IARD.
2005	Développement de la distribution multicanal : La distribution directe auprès du grand public au travers d'un réseau d'agences les premiers pas dans le courtage direct entreprises.
2006	Diversification : Lancement de l'activité de Protection Juridique et création d'Axeria Vie afin de centraliser les activités Vie Épargne.
2007	Croissance externe : Implantation au Canada et création de April Santé, boutiques spécialisées dans la santé.
2008	Nouveau savoir-faire : L'assistance, avec l'acquisition d'une partie du réseau CORIS.
2010	Changements de périmètre : Cession des activités Vie Épargne et acquisition des sociétés sud-américaines du réseau CORIS.
2012	Croissance externe : Première acquisition en Asie et rapprochement opérationnel des deux réseaux de boutiques sous l'enseigne April Mon Assurance.
2013	Partenariat : Partenaire de SOS International pour constituer la 1ère plateforme d'assistance en Asie d'April.
2014	Nomination et développements : Arrivée d'Emmanuel Morandini comme Directeur Général Délégué, accélération de la digitalisation et lancement de Santé TNS et Santé ANI
2015	Croissance externe : Reprise de la croissance externe avec le rachat d'AVILOG.
2016	Nomination et croissance externe : Emmanuel Morandini est nommé Directeur Général et rachat de Global Health implantée en Thaïlande et de l'italien Bamado.
2017	Croissance externe : Rachat du brésilien Public Broker et de l'espagnol Pont Grup.
2018	Croissance externe : Acquisition de la Centrale de Financement, d'Elitis Protection, courtier grossiste en assurance de prêt en Belgique et de Benecaid, gestionnaire distributeur dans la santé collective implantée à Toronto.

Source : April

Depuis 2015, le groupe poursuit une dynamique de recentrage autour de son cœur de métier, le courtage, à travers son souhait d'un désengagement partiel ou total d'activités présentes en France et à l'International telles que le voyage ou l'assistance, certaines activités de portage de risques, de gestion pour compte de tiers en assurance collective et de certains canaux de distribution directe.

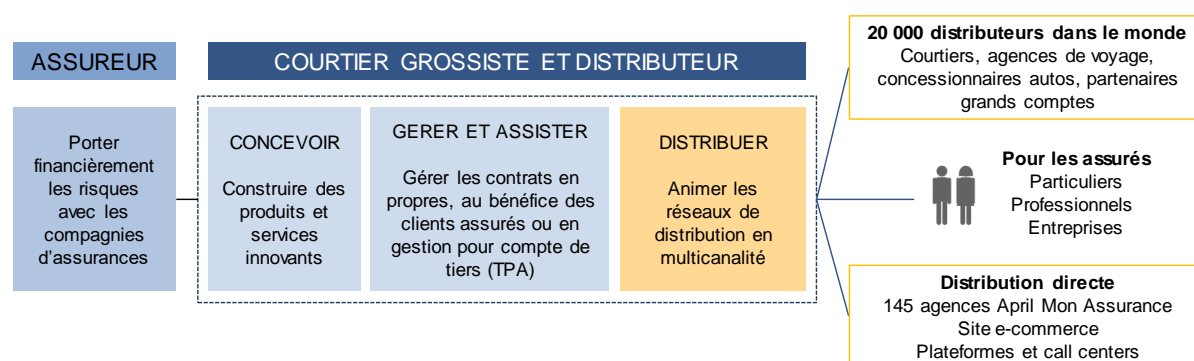
Le groupe travaille sur le recentrage autour des cinq marchés clés, qui sont la santé et la prévoyance du particulier, des professionnels et des TPE, l'assurance emprunteur, la santé internationale et les niches dommage. April souhaite évoluer vers un modèle plus ouvert et multimarques, comme en témoigne l'intégration des offres Axa Partners et Generali au sein de la gamme d'assurance de prêt.

Ce recentrage sur les marchés-clés du groupe se traduit par une croissance organique soutenue depuis le début de l'année 2019 des activités de courtage grossiste, à la fois en Santé-Prévoyance et en Dommage, ainsi que par la bonne contribution des dernières sociétés acquises : Benecaid, qui donne une dimension internationale en santé collective au Canada et La Centrale de Financement, qui étend la présence du groupe sur la chaîne de valeur du prêt immobilier.

II.C. Description détaillée des activités d'April

Le positionnement du groupe est unique avec une activité de courtier grossiste et une activité d'assurance.

Figure 6
April dans la chaîne de valeur de l'assurance



Source : April - Document de référence 2018

II.C.1. Deux métiers : courtage et assurance

Le courtage

Le courtage constitue le cœur historique de la société et occupe toujours une place prépondérante au sein du groupe : il a représenté 54% du chiffre d'affaires total en 2018 et 87% de la marge brute. L'essentiel des revenus du courtage proviennent du courtage grossiste.

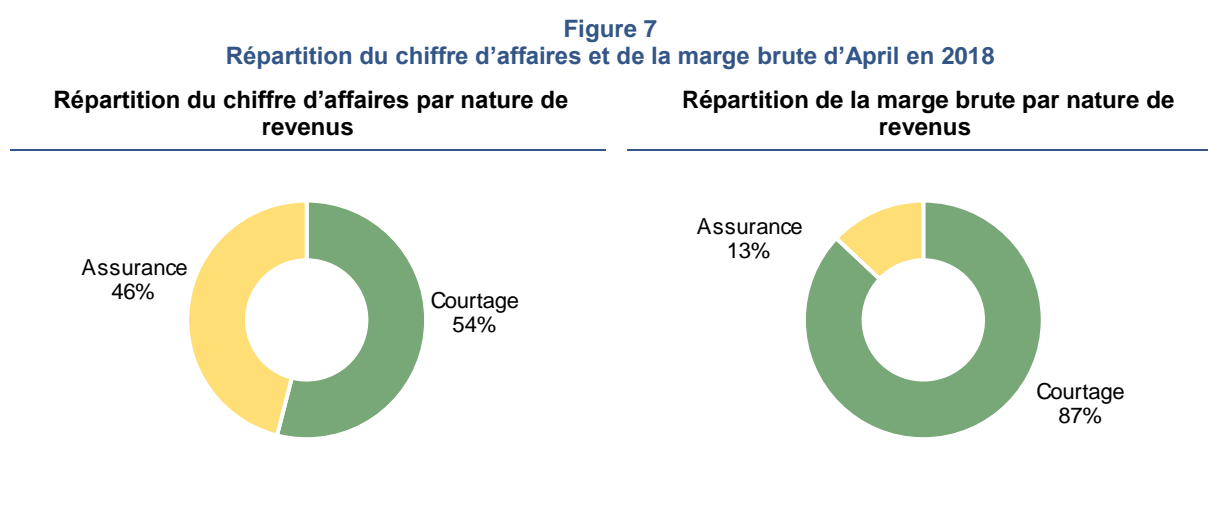
Les caractéristiques du modèle financier en courtage grossiste sont la faible intensité capitalistique (externalisation du portage de risque), des coûts de distribution rendus variables en fonction du niveau d'activité par le recours à un réseau de courtiers indépendants comme canal de distribution, un besoin en fonds de roulement négatif ou neutre (les protocoles d'accord assureurs sont structurés pour assurer la neutralité du BFR) et un effet de stabilisation dans le temps de son portefeuille client, gage de stabilité et de récurrence.

L'assurance

Les activités d'assurance constituent un facteur de soutien pour le développement des activités de courtage d'April. Pour cette raison, le groupe a déployé une activité d'assurance pour les différentes activités dans lesquelles il opère en tant que courtier grossiste. Depuis l'acquisition d'Axéria en 1997, le groupe est l'un des seuls courtiers d'assurance à posséder sa propre structure de portage de risque, qui se déploie aujourd'hui à travers quatre compagnies d'assurance (Axéria Prévoyance, Axéria IARD, Axéria Insurance et Solucia Protection Juridique) et une société de réassurance (Axéria Ré).

Cette capacité de portage de risque bénéficie aux activités de courtage (i) en diversifiant le placement des portefeuilles, ce qui permet notamment aux courtiers du groupe de passer par les assureurs internes pour placer leur risque directement auprès des grands réassureurs, (ii) en protégeant l'innovation (puisque le risque n'est pas placé chez un assureur concurrent), et (iii) en maîtrisant les contraintes réglementaires des assureurs.

La Figure 7 illustre le poids prépondérant du métier de courtier chez April :



Source : April - Document de référence 2018

II.C.2. Deux principales branches d'activités : Santé-Prévoyance et Dommage

April est aujourd'hui un multi-spécialiste de services en assurance. Les activités du groupe sont très variées mais peuvent se regrouper autour de deux grands marchés de l'assurance : la Santé-Prévoyance et le Dommage. L'activité de Santé Prévoyance est prépondérante chez April.

Santé Prévoyance

- Les contrats **Santé individuelle France** permettent d'indemniser les dépenses de santé encourues par l'assuré, en complément du régime obligatoire (complémentaire santé).
- Les contrats **Santé collective France** sont des contrats collectifs souscrits par les entreprises afin de pouvoir indemniser leurs salariés en cas d'arrêt de travail, d'incapacité, d'invalidité ou de décès et d'indemniser leurs frais de santé.
- Les contrats **Prévoyance professionnelle et privée France** couvrent essentiellement les Travailleurs Non Salariés, et permettent un maintien de leurs revenus en cas d'arrêt de travail,

d'incapacité ou d'invalidité. La prévoyance familiale ou privée consiste à maintenir ou compléter les revenus en cas d'accident de la vie, d'incapacité ou d'invalidité.

- Les contrats **Santé internationale** offrent une indemnisation des frais de santé encourus par un expatrié durant un séjour à l'étranger.
- L'activité **Santé-Prévoyance locale hors France** regroupe les activités de distribution et de gestion de produits d'assurance Santé-Prévoyance hors de France.
- Les contrats **Assurance de prêt France** attachés à des prêts immobiliers protègent les banques contre le risque de non-remboursement en cas de décès ou d'invalidité.

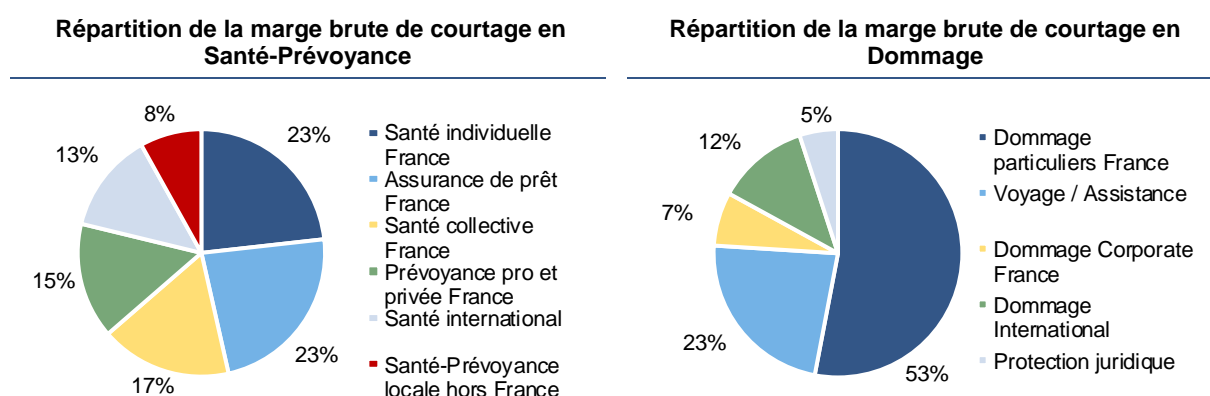
L'acquisition en 2018 de la Centrale de Financement, qui propose une offre de prêts immobiliers et d'assurances emprunteurs en France, élargit l'offre d'April vers l'intermédiation de prêts immobiliers, et complète ainsi les activités liées aux prêts immobiliers, un secteur porteur sur lequel le groupe est déjà très présent (cf. Figure 8).

Dommmage

- Le segment **Dommmage particulier France** regroupe les activités de courtage grossiste de niche en assurance dommmage (responsabilité civile, auto, deux roues, plaisance, etc.) et le réseau de distribution directe d'April, constitué de 145 agences, qui distribue des produits d'assurance dommmage (assurance auto, multirisques habitation, etc.).
- L'assurance **Voyage et assistance** couvre l'annulation de voyages, la protection contre la perte de bagages et la prise en charge des frais de santé à l'étranger.
- L'activité **Courtage entreprises (dommmage)** consiste à analyser le risque, le présenter aux assureurs, identifier et préconiser la couverture la plus adaptée aux entreprises clientes, mettre en place et suivre cette garantie.
- L'activité **Dommmage international** correspond principalement aux activités d'April au Canada dans ce domaine.
- L'activité **Protection juridique** consiste à assister l'assuré dans ses démarches de défense et de recours lors d'un litige ou d'un différend qui l'oppose à un tiers.

La Figure 8 présente le poids des différents segments dans la marge brute d'April en 2018 :

Figure 8
Répartition de la marge brute d'April par Branche en 2018

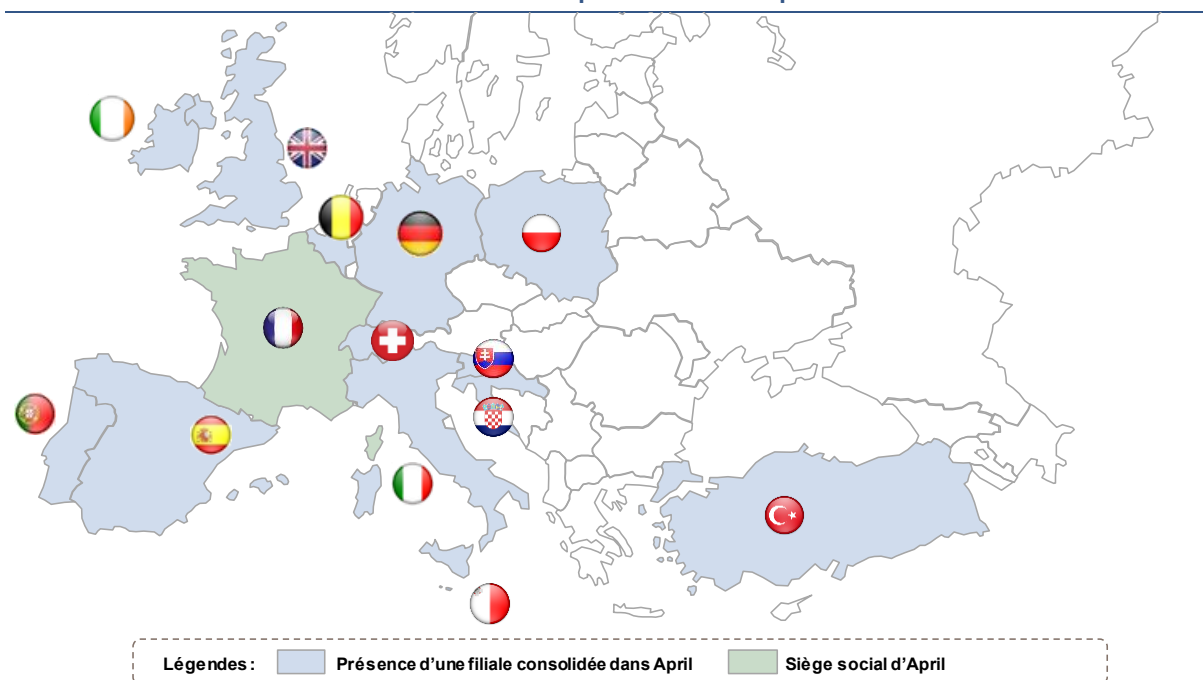


Source : April - Document de référence 2018

II.C.3. Présence géographique

Au cours des années 2000, April a entrepris une diversification de ses activités à l'international (la première implantation du groupe hors de France étant en Italie en 1999). Le groupe a ainsi pu exporter son modèle hors de France et développer l'assistance des clients lors de leurs voyages à l'étranger. La société opère son activité de courtier grossiste dans plusieurs pays d'Europe (Italie, Allemagne, Espagne, Royaume-Uni, Pologne, Suisse, etc.).

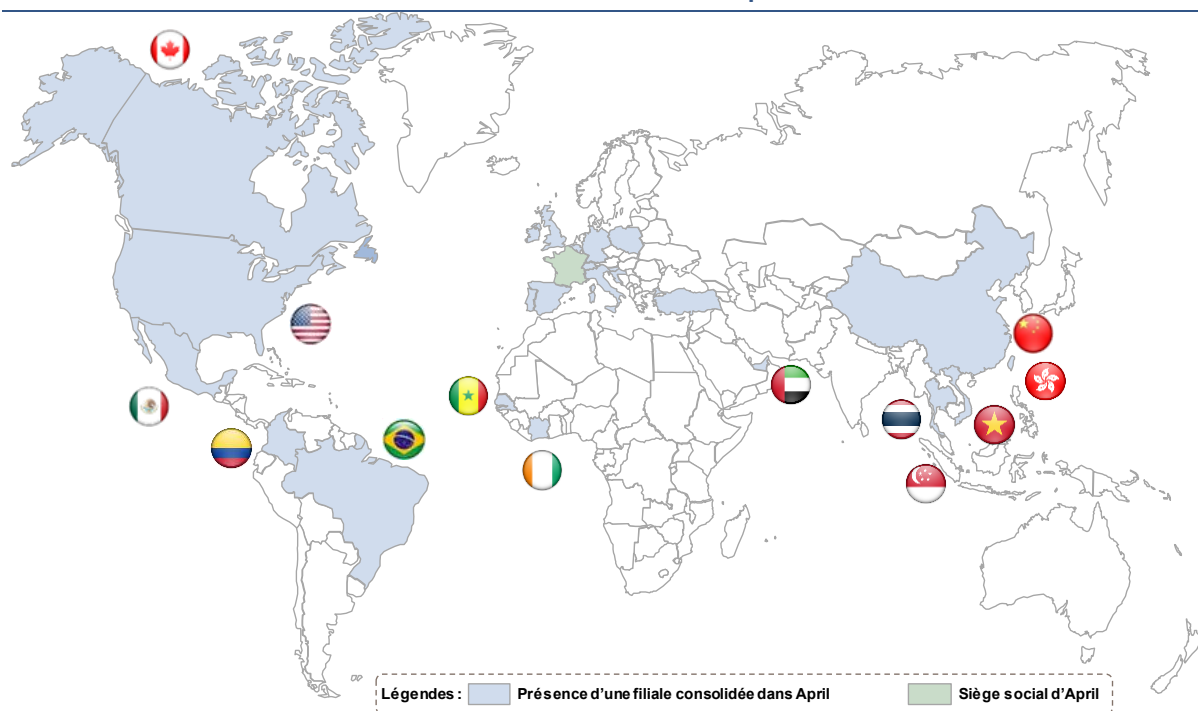
Figure 9
Une très forte présence en Europe



Source : April

April est aujourd'hui présent dans 28 pays, en Europe, en Amérique, en Asie, en Afrique et au Moyen-Orient. Pour asseoir son développement international, le groupe a racheté en 2017 Public Broker, courtier Brésilien en assurance collective et l'espagnol Pont Grup, courtier grossiste spécialisé dans l'assurance pour les deux-roues puis s'est développé au Canada en acquérant en 2018 Benecaid, spécialiste de la santé collective pour les TPE. April a acquis au second semestre 2018 Elitis, une agence de souscription belge spécialisée dans les produits d'assurance de type prévoyance.

Figure 10
Présence internationale d'April



Source : April

Toutefois, les marchés de l'assurance présentent des spécificités locales, qui ont parfois pénalisé le développement du groupe April à l'international. Aussi, le groupe mène depuis plusieurs années une politique d'amélioration de sa rentabilité en se séparant de différents foyers de pertes, notamment en cédant des activités dans certains pays où ses parts de marché étaient trop faibles. Cette stratégie de recentrage s'est accélérée à partir de 2015 : le groupe a mis en place plusieurs actions visant à réduire les foyers de pertes avec notamment les sorties de périmètre de l'Ukraine, du Cambodge et de l'Uruguay. En 2016, le groupe a cédé les activités Escapade Assurances Voyages, Coris Rus et April Suisse Legal and Insurance Services. En 2017, April a poursuivi des actions similaires avec les cessions d'April Digital Bresil et Coris Bulgarie, puis en 2018 avec entre autres la cession de ses activités en Lituanie et en Roumanie.

L'activité International représente 23% de la marge brute du pôle Santé-Prévoyance et 12% de la marge brute du pôle Dommage.

II.D. Marché et perspectives

Selon la Directive Européenne de 2002 sur l'intermédiation en assurance, les courtiers d'assurance ou de réassurance sont des « personnes physiques et sociétés immatriculées au registre du commerce pour l'activité de courtage d'assurance exerçant leur activité en fondant ou non leur analyse sur un nombre suffisant de contrats d'assurance offerts sur le marché et qui ne sont pas soumis à une obligation contractuelle de travailler exclusivement avec une ou plusieurs entreprises d'assurance ». Ils sont donc des commerçants indépendants qui servent d'intermédiaire entre une compagnie d'assurances et un consommateur final. Par conséquent, leur secteur est impacté par les cycles et conjonctures économiques et par les spécificités réglementaires du secteur des assurances.

Les courtiers en assurances sont présents sur deux principaux marchés : la Santé Prévoyance et le Dommage. Les courtiers d'assurance représentent le 3^{ème} circuit de distribution en assurance. Ils assurent la distribution de 18% des produits d'assurance dommages et 11% des produits de Santé-Prévoyance. Les réseaux de bancassurance s'imposent pour leur part comme des acteurs incontournables, particulièrement en assurance-vie.

Plusieurs types d'acteurs sont présents sur le marché :

- Les courtiers généralistes (Aon, Marsh & McLennan, etc.) ;
- Les courtiers grossistes (April) ;
- Les courtiers spécialisés sur un segment de l'assurance (DPB, Henner, etc.).

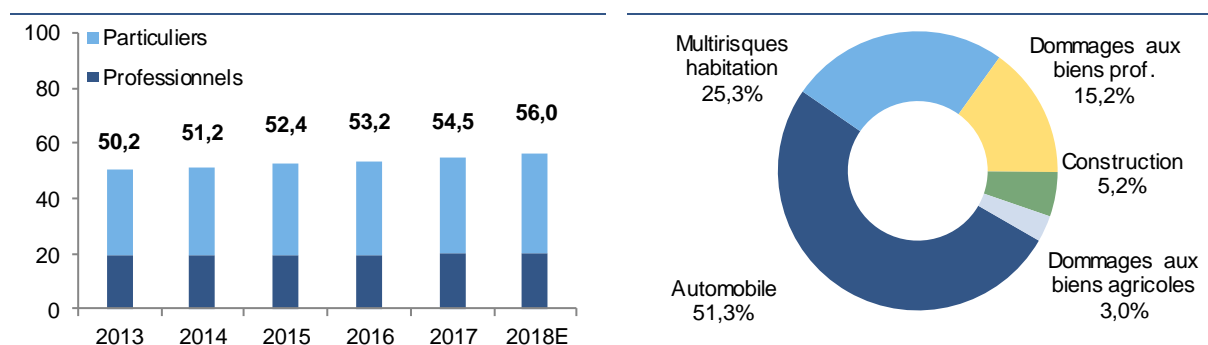
Ces dernières décennies ont été marquées par la montée en puissance des courtiers grossistes (près de 2,8 Mds€ de primes collectées par an). Le courtier grossiste conçoit lui-même ses offres, les place auprès des assureurs porteurs de risques, lesquels lui délèguent les opérations de gestion et les opérations administratives, et assure la commercialisation des contrats. Après s'être développés dans un premier temps sur des segments délaissés ou mal couverts par les assureurs, les courtiers grossistes couvrent désormais l'ensemble des compartiments du marché.

Près des deux tiers de l'activité des 100 principaux courtiers en assurance est réalisée auprès des entreprises contre seulement un tiers auprès des particuliers (la part est néanmoins largement supérieure pour les courtiers grossistes).

L'assurance Dommage²

Le marché des cotisations en assurances dommages a connu une hausse continue ces dernières années, mais sur un rythme modéré (+2,8% en 2018 pour la masse des cotisations dommages en France et +2,2% par an sur la période 2013-2018), dans un contexte de reprise économique. Cette croissance a surtout été soutenue par le marché des particuliers.

Figure 11
Cotisations de l'assurance Dommages en France et ventilation par type de contrat en 2018



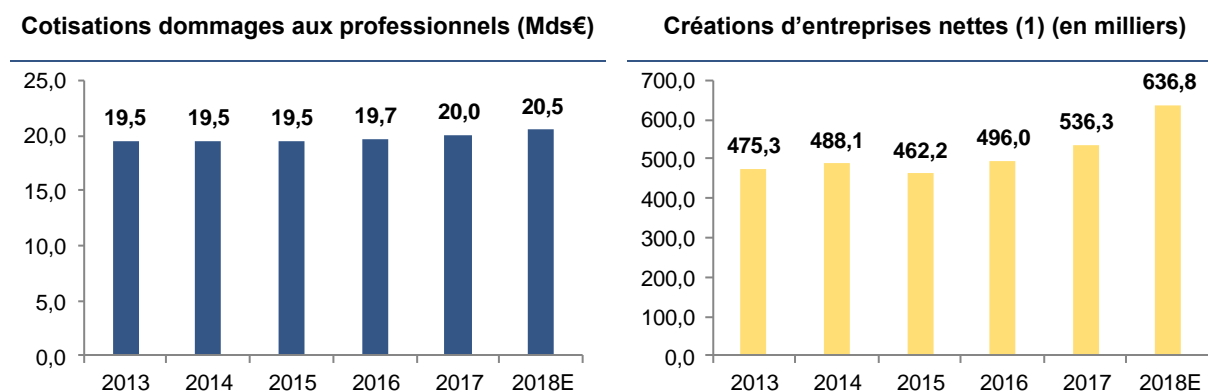
Sources : FFA, Insee

Le segment des particuliers représente le segment le plus important et a connu une hausse significative (35,5 M€ en 2018 en progression de +2,9% par rapport à 2017 et en progression de +3,0% par an depuis 2013) soutenue par la construction de logements et par l'augmentation du marché de l'automobile. Sur le segment des professionnels, les assureurs ont bénéficié d'une hausse récente de

² Les chiffres qui suivent sur l'évolution du marché de l'assurance portent sur le marché français, principal marché d'April.

la masse assurable en lien avec la progression des créations d'entreprises : les cotisations Dommage pour les professionnels, de 20,5 Mds € en 2018, sont en progression de +2,9% sur l'année et de +1,7% depuis 2015. Elles n'ont progressé toutefois que de +1,0% par an depuis 2013, soit un niveau très légèrement supérieur à celui de l'inflation (0,7% par an entre 2014 et 2018).

Figure 12
Cotisations de l'assurance dommages en France et créations d'entreprises en 2018



Source : FFA

(1) Créations d'entreprises ajustées des défaillances d'entreprises sur l'année

L'assurance de personnes

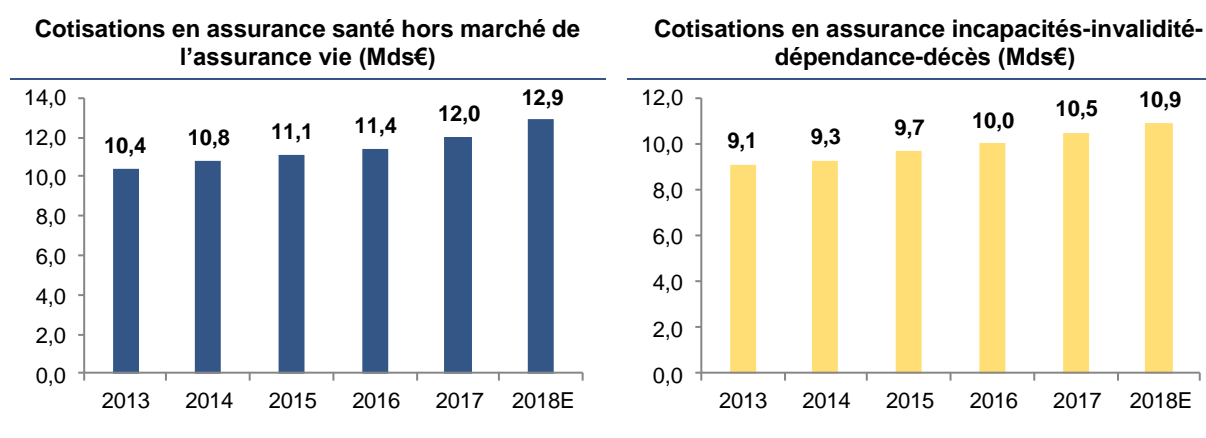
Les cotisations en assurance santé (hors marché de l'assurance vie) ont progressé de 5,3% en 2017 et de 7,5% en 2018 tandis que les cotisations en assurance incapacités-invalidité-dépendance-décès ont pour leur part augmenté de 5,0% en 2017 et 3,8% en 2018. Dans ces deux branches, les cotisations ont connu une hausse continue depuis 2013 (+4,4% par an pour les cotisations en assurance santé sur la période 2013-2018 et +3,7% par an pour les cotisations en assurance incapacités-invalidité-dépendance-décès).

Selon une étude de l'agence de notation Fitch réalisée début 2019, le marché de la complémentaire santé devrait connaître une croissance significative, supérieure à celle du marché de l'assurance dans son ensemble, en raison du vieillissement de la population. L'ANI (Accord National Interprofessionnel) a conduit les assureurs à se concentrer en priorité sur l'accroissement de leur part de marché au détriment de leur rentabilité. Avec l'épuisement des effets de la réforme, les assureurs pourraient se focaliser désormais sur la rentabilité de leurs contrats. Bien que les dépenses de santé pourraient fortement augmenter dans un horizon proche, en raison toujours du vieillissement de la population mais aussi du début du reste à charge zéro, les cotisations devraient rester stables après les engagements pris par les dirigeants des assureurs et groupes de protection santé de modérer les hausses de cotisations en 2019. Cependant une hausse significative pourrait intervenir à partir de 2020.

Les forces du secteur résident dans le vieillissement annoncé de la population ainsi que dans le futur plan gouvernemental « Ma santé 2022 » qui devraient amener une croissance des besoins des prises en charge par les complémentaires. Cependant le secteur de l'assurance santé reste confronté à de nombreux risques, à savoir une quasi saturation du marché (seulement 5% de la population française n'est pas prise en charge par une complémentaire santé), une pression réglementaire renforcée ainsi qu'une concentration des acteurs du secteur, notamment chez les mutuelles, et une hausse des dépenses de santé couplée à une pression politique et sociale pour des hausses de cotisations modérées affectant ainsi la rentabilité des acteurs.

April n'est pas positionné sur le marché de l'assurance vie qui représentait 131 Mds€ en 2017, en repli depuis plusieurs années.

Figure 13
Répartition des cotisations de l'assurance des personnes en France en 2018



Source : FFA

L'environnement réglementaire

Les métiers de courtage et d'assurance sont traditionnellement des secteurs très contraints par l'environnement réglementaire. Ces dernières années ont vu apparaître des changements majeurs dans le cadre réglementaire des produits commercialisés par April, qui visent à accroître la concurrence dans le secteur, en offrant plus de flexibilité aux souscripteurs des contrats ou en élargissant l'accessibilité aux contrats.

Dans le domaine de l'assurance Dommages, la loi Hamon en 2014 a assoupli les conditions de résiliation de contrats auto et habitation permettant une fluidification du marché en faisant jouer la concurrence entre les différents acteurs.

Dans le domaine de la Prévoyance Santé, la loi ANI de juin 2013 a introduit des changements majeurs³: d'abord sur la portabilité des droits des salariés en matière de prévoyance et de santé lorsqu'ils quittent une société, puis sur la généralisation à partir de 2016 d'une couverture santé collective pour l'ensemble des salariés du secteur privé. Cette couverture, cofinancée au minimum à moitié par les entreprises, a conduit les salariés cotisant déjà à une complémentaire santé individuelle à effectuer un transfert massif vers ce segment (notamment pour les PME et TPE qui étaient les moins couvertes par des complémentaires Santé). D'après une enquête Protection Sociale Complémentaire d'Entreprise plus d'un établissement sur 2 a mis en place ou modifié une couverture existante du fait de l'ANI. Cependant cet effet est à nuancer, l'ANI a surtout causé un transfert de couverture de l'individuel vers le collectif sans réellement impacter le pourcentage de la population non couverte.

Dans le domaine de l'assurance Emprunteur, après la loi Lagarde de 2010 créant la délégation d'assurance de prêt⁴, la loi Hamon de 2014 a ouvert la possibilité à l'assuré de changer d'assurance-emprunteur jusqu'à un an après la signature de l'offre de prêt.

Si la loi Lagarde a été favorable à l'activité des courtiers, en rendant non captifs les contrats d'assurance de prêt, le diagnostic est plus nuancé sur d'autres dispositifs, comme la loi Bourquin.

³ On peut citer aussi la loi Evin de 1989 en matière de maintien des droits à une mutuelle, lors du départ d'un salarié pour une raison indépendante de sa volonté.

⁴ Depuis la loi Lagarde, les banques ne peuvent conditionner l'octroi d'un prêt à la souscription de leur propre assurance.

Applicable depuis le 1^{er} janvier 2018, la loi Bourquin permet aux emprunteurs de résilier leur contrat d'assurance de prêt immobilier à chaque date d'anniversaire. Elle a pour objectif de donner aux emprunteurs la possibilité réelle de choisir l'assurance de leur prêt immobilier y compris après souscription de leur crédit immobilier. La loi permet ainsi aux consommateurs de ne plus se sentir dans l'obligation de négocier le montant global de leurs cotisations d'assurances durant la signature du prêt et leur offre la possibilité de changer de contrat plus facilement si celui de la banque ne leur convient pas. Le dispositif reste toutefois à ce jour contraignant, puisque la résiliation du contrat ne peut se faire qu'à la date d'anniversaire du contrat et avec un préavis de 2 mois.

Loi Pacte

Le projet de loi a été validé par l'Assemblée Nationale et le Sénat et a été promulgué par le Président de la République le 22 mai 2019.

S'inscrivant dans une tendance générale, la loi Pacte promeut de nouvelles exigences de transparence dans le domaine de l'assurance. Le texte introduit de nouvelles obligations à la charge des organismes de santé, désormais contraints d'indiquer le taux de redistribution, c'est-à-dire le montant, en pourcentage, reversé en moyenne aux assurés.

La loi Pacte vise par ailleurs à également garantir l'indépendance et l'impartialité des intermédiaires, en créant des associations professionnelles représentatives, agréées par l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR), auxquelles l'adhésion sera obligatoire pour permettre un meilleur contrôle des pratiques.

Reste à charge zéro (RAC 0)

Cette disposition de la loi 100% santé instaure un remboursement à 100% par l'assurance maladie et les mutuelles de certains frais d'optique, d'audition et de dentition. Ce remboursement sera pris en charge par la sécurité sociale à hauteur de 75% et le reliquat sera assuré par les mutuelles ou assurances santé.

A partir du 1^{er} janvier 2020, tous les contrats "responsables" des mutuelles (soit la grande majorité d'entre eux), qu'ils soient souscrits ou renouvelés, intégreront ce RAC 0 pour les soins optiques et dentaires. Il faudra attendre une année supplémentaire, soit le 1^{er} janvier 2021, pour les soins auditifs.

Les remboursements prévus concernent les frais d'optique, les frais de dentition, les frais d'audition. Cette réforme pourrait entraîner une hausse significative des cotisations par les mutuelles, mais suite à la crise des « gilets jaunes », les assureurs et groupes de protection santé se sont engagés auprès du gouvernement à modérer leur hausse en 2019.

D'autres évolutions réglementaires peuvent être soulignées :

La réforme Solvency 2 a aussi un impact sur les dispositifs commerciaux des acteurs de l'assurance. En effet, les conséquences de la réforme sur la maîtrise des coûts pour les assureurs, le pilotage recentré de leur activité et l'amélioration de leurs résultats techniques conduisent les acteurs du secteur à concentrer leurs ressources sur des courtiers affichant des minimas en termes de volume d'affaires ou de relations régulières.

L'entrée en vigueur du RGPD (règlement général sur la protection des données) depuis mai 2018 a un impact sur les courtiers en assurance qui collectent et analysent un nombre important de données. Les acteurs ont dû mettre en place des procédures internes pour garantir la protection des données détenues.

II.E. Éléments structurants de l'environnement opérationnel

April a un positionnement unique sur le marché par rapport aux autres acteurs du secteur. April est un courtier grossiste qui opère ses propres filiales d'assurance internes, contribuant à hauteur de 41% au résultat opérationnel courant 2018.

Le courtier grossiste est un acteur important dans la chaîne de souscription d'une assurance. Il doit respecter les règles de la compagnie porteuse du risque du produit. La délégation de pouvoirs accrue dont il bénéficie aggrave le risque de mise en cause de sa responsabilité. En cas de faute et de recours de la compagnie, le courtier grossiste s'expose à un possible recours de celle-ci. Il entretient également des relations avec les courtiers apporteurs afin de commercialiser les contrats. En cas de faute commise par ces derniers, la responsabilité civile du courtier grossiste pourra être recherchée.

Barrières à l'entrée et nouveaux entrants

Le métier de courtier en assurances et le métier d'assureur comportent de nombreuses barrières à l'entrée tel que le savoir-faire, le réseau de distributeurs ou encore le maillage géographique de l'activité. Il comporte aussi des barrières à l'entrée liées aux contraintes réglementaires fortes propres au secteur. Cependant le risque de pénétration du marché réside dans la concurrence directe ou intra-sectorielle :

- La concurrence des autres circuits de distribution : les commerciaux salariés des compagnies d'assurance, les agents généraux, les mutuelles sans intermédiaires, les bancassureurs sont des concurrents directs des courtiers pouvant être amenés à pénétrer un nouveau réseau de distribution.
- La concurrence intra-sectorielle : les courtiers en assurance sont dans un métier très concurrentiel, les sociétés doivent pouvoir fournir une offre multicanale et polyvalente sur un grand nombre de produits.

La possibilité de résister à la concurrence réside donc dans la capacité d'un acteur comme April à disposer d'un réseau large de courtiers partenaires, à se monter agile dans la sélection des contrats, dans la mise au point de contrats spécifiques, dans la réactivité face aux changements réglementaires, et dans sa capacité à pouvoir offrir des offres à des clientèles ciblées (marchés de niches sur lesquels la concurrence est moindre, la clientèle étant en demande de produits particuliers). L'accentuation de la concurrence a aussi conduit April à se développer sur d'autres métiers connexes, comme le courtage en prêt avec l'acquisition de la Centrale de Financement.

Il faut enfin souligner l'effet des nouveaux modes de distribution liés à l'évolution technologique, décrite ci-après.

Environnement et risque technologique (digital)

April se caractérise par son agilité dans la sélection des offres de partenaires assureurs, sa capacité à structurer de nouveaux produits pour répondre à des besoins spécifiques des clients, et par sa capacité de distribution efficace auprès du client final. Toutefois, le marché est sujet à une digitalisation importante de son activité, même si la complexité des métiers et la réglementation ont longtemps protégé le secteur de l'assurance et du courtage d'une digitalisation rapide. Cependant ces barrières ne semblent plus aussi fortes et le secteur pourrait voir pénétrer de nouveaux entrants. Ces concurrents issus du numérique pourraient alors s'insérer dans la chaîne de valeur et capter des parts de marchés existantes ou nouvelles avec des marges plus intéressantes grâce aux économies d'échelle réalisées. Une étude réalisée par CSC et PAC auprès des assureurs français montre que le secteur s'est largement engagé dans une transformation digitale (43% des entreprises interrogées ont nommé un *chief digital officer* (CDO) pour porter cette mutation).

Sensibilité à l'environnement économique

Si l'assurance santé et prévoyance présente un potentiel de croissance spécifique lié au vieillissement de la population et au transfert partiel de certaines dépenses auparavant assurées par le secteur public vers le secteur privé, le secteur de l'assurance dommages demeure sensible à la conjoncture économique, qu'il s'agisse de l'assurance des particuliers (en lien avec la conjoncture de la construction ou de l'automobile) ou des entreprises. S'y ajoute de plus la sensibilité du risque à assurer aux facteurs systémiques (par exemple les risques climatiques et catastrophes naturelles).

Risque réglementaire

Comme indiqué précédemment, le secteur demeure très sensible aux problématiques réglementaires qui impliquent d'une part une nécessaire agilité opérationnelle mais aussi une capacité financière suffisante pour couvrir les exigences réglementaires (exigences de fonds propres pour les assurances et contraintes d'investissement) et les coûts supplémentaires que peuvent générer ces modifications réglementaires.

Risque systémique

L'assurance est particulièrement exposée (tout comme les banques) au risque qu'un événement particulier entraîne par réaction en chaîne un dysfonctionnement majeur du système financier des assurances.

Synthèse de l'analyse sur les forces et faiblesses d'April

Tableau 1
Analyse SWOT d'April

Forces	Faiblesses
Relations de longue durée avec les principaux acteurs du marché qui reconnaissent l'expertise d'April	Dépendance exclusive au marché de l'assurance
Agilité et diversité dans la sélection des offres	Marché assez mature
Barrières réglementaires assez fortes	Concurrence des autres circuits de distribution
Courtier grossiste <i>leader</i> en France qui intervient sur l'ensemble de la chaîne de valeur de l'assurance	Exposition aux risques financiers de l'assurance
Métier peu capitalistique (courtage)	Dépendance au marché français et complexité du développement à l'international
Opportunités	Menaces
Potentiel de croissance grâce au digital (développement de plateformes ouvertes et multi-marques)	Dépendance management (implémentation stratégie)
Renforcement des marges par recentrage de l'activité	Risque systémique très important en lien avec le système financier et le marché des assurances
Extension sur la chaîne de valeur (cf. courtage en crédit immobilier)	Risques réglementaires importants
Développement sur des marchés de niche (y compris à l'international)	Risques technologiques (digitalisation avec la possibilité de pénétration du marché par de nouveaux acteurs) Coûts croissants pour maintenir les parts de marché dans un secteur très concurrentiel

Source : Associés en Finance

II.F. Analyse financière d'April

II.F.1. Analyse du compte de résultat

Tableau 2
Compte de résultat

Compte de résultat (M€)	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Chiffre d'affaires	778,6	766,3	798,0	861,2	928,4	997,2
<i>Croissance</i>		(1,6%)	4,1%	7,9%	7,8%	7,4%
<i>dont Assurance</i>	279,6	287,4	324,5	375,4	416,9	460,6
<i>dont Courtage</i>	499,0	478,9	473,5	485,8	511,5	536,6
Produits financiers des compagnies d'assur. et autres	15,3	13,3	12,2	13,5	10,6	8,7
Charges techniques d'assurance	(237,7)	(221,0)	(255,3)	(302,9)	(365,9)	(400,4)
Charges/Produits nets de cessions de réassurance	(5,3)	(25,3)	(24,7)	(24,9)	(7,1)	(12,8)
Comm. de courtages versées aux intermédiaires	(123,8)	(118,3)	(120,9)	(126,3)	(137,6)	(141,3)
Marge brute	427,0	415,1	409,4	420,6	428,4	451,5
<i>Croissance</i>		(2,8%)	(1,4%)	2,7%	1,8%	5,4%
<i>dont Assurance</i>	NC	NC	56,5	61,2	55,3	58,1
<i>dont Courtage</i>	NC	NC	352,9	359,4	373,0	393,4
Charges externes	(84,1)	(76,2)	(101,9)	(108,0)	(114,4)	(121,2)
Impôts, taxes	(28,4)	(26,4)	(24,5)	(24,5)	(23,7)	(24,3)
Personnel	(192,3)	(193,5)	(190,4)	(201,0)	(196,2)	(204,0)
Autres produits et charges opérationnels courantes	(10,1)	(17,0)	(3,7)	(2,4)	(7,8)	(1,9)
EBITDA	112,2	101,9	88,9	84,6	86,2	100,1
<i>Marge d'EBITDA sur MB (%)</i>	26,3%	24,5%	21,7%	20,1%	20,1%	22,2%
Dotations nettes Amortissements	(11,9)	(14,3)	(15,4)	(17,3)	(17,9)	(20,5)
Dotations nettes Provisions	(15,3)	(18,3)	(0,5)	(2,8)	(3,4)	(5,8)
EBIT	84,9	69,3	72,9	64,5	64,9	73,9
<i>Marge d'EBIT sur MB (%)</i>	19,9%	16,7%	17,8%	15,3%	15,1%	16,4%
Résultat financier	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,1)	(0,1)
Résultat avant impôts	84,9	69,3	72,9	64,5	64,8	73,8
Résultat exceptionnel avant impôts	-	-	(1,6)	(22,4)	-	-
Impôts totaux	(32,3)	(30,5)	(29,2)	(22,2)	(24,3)	(43,8)
Résultat après impôts	52,6	38,8	42,2	19,8	40,5	30,0
Minoritaires	0,6	0,3	0,0	(0,3)	0,7	1,5
Mise en équivalence	-	(0,0)	(0,1)	(0,1)	(0,2)	(0,3)
Résultat net des activités abandonnées	(1,0)	(1,8)	(0,0)	(0,0)	(0,1)	0,0
Résultat net comptable part du groupe	51,0	36,6	42,1	20,0	39,6	28,2

Sources : April, Associés en Finance

Chiffre d'affaires

Après une baisse en 2014 principalement imputable à des effets de change négatifs, le chiffre d'affaires consolidé de la société est en progression continue depuis 2014, avec un taux de croissance annuel composé de +6,8% entre 2014 et 2018. La croissance annuelle s'est élevée au-dessus de 7% sur les trois dernières années.

Le chiffre d'affaires de la société est composé, d'une part, des primes acquises liées aux activités assurancielles de portage de risque, et, d'autre part, des commissions reçues liées aux activités de courtage. La part du chiffre d'affaires attribuable aux activités de portage de risque est en augmentation

constante, passant de 36% du chiffre d'affaires en 2013 à 46% en 2018. De 2013 à 2018, l'activité de courtage affiche un taux de croissance annuel moyen modéré de +1,5%, tandis que l'activité d'assurance a enregistré pour sa part un taux de croissance annuel moyen de +10,5%, soutenue par les nombreuses opérations de croissance externe.

Marge brute

La marge brute, indicateur clé dans le secteur du courtage d'assurance, permet de représenter la contribution de chaque activité (portage de risque et courtage) à la création de valeur du groupe. A fin 2018, la marge brute s'élève à 451,5 M€, soit 45,3% du chiffre d'affaires. Sur la période 2013 à 2018, le taux de marge brute a diminué (il était de 54,8% en 2013) conjointement à la hausse de la part de l'activité de portage de risque.

Si les activités d'assurance ont connu en termes de chiffre d'affaires une plus forte croissance que le courtage, il n'en est en effet pas de même de leur marge brute. Celle-ci subit le poids du durcissement réglementaire, de l'intensification de la concurrence, et du recul du résultat financier dans un contexte de forte baisse du niveau des taux d'intérêt. Le produit financier des compagnies d'assurance qui représentait près de 30% de la marge brute en début de période d'analyse n'en représente plus qu'environ 15% aujourd'hui, quand le résultat technique d'assurance est resté relativement stable sur les cinq dernières années. Le taux de marge brute est ainsi en net recul depuis 2014 sur ces activités de portage de risque.

Le métier de courtage représente indéniablement l'activité la plus créatrice de valeur pour le groupe et atteint 87,1% de la marge brute en 2018. Le fonctionnement du groupe reposant sur un réseau de courtiers indépendants comme canal de distribution permet de rendre variables une grande partie des coûts. Toutefois, l'activité de courtage subit elle aussi les conséquences de l'évolution réglementaire et une hausse de la pression concurrentielle, de sorte que le taux de marge brute de cette activité s'est érodé sur les dernières années. Il convient de souligner les performances du groupe en 2018 qui a connu une nette progression de sa marge brute sur l'activité de courtage (hausse de 25 M€), et, dans une moindre mesure, dans l'activité de portage de risque (hausse de près de 3 M€). Ces résultats sont le fruit d'un plan stratégique visant à réaliser des acquisitions qui consolident la position de la Société sur des marchés clés tout en réduisant les foyers de perte grâce à un recentrage des activités.

EBITDA et EBIT⁵

EBITDA et EBIT ont connu une évolution heurtée sur les cinq dernières années. Les années 2013 à 2016 ont été marquées par un net recul des niveaux de marge d'EBITDA et d'EBIT, en lien avec la hausse des charges externes (les frais de personnel sont en hausse sur la période observée et les commissions de courtage versées aux intermédiaires sont aussi en progression). Les changements profonds du marché de la santé se traduisent par une pression accrue sur les marges du secteur, et engendrent également pour APRIL une réduction de ses portefeuilles de santé individuelle. Depuis 2016, cette érosion de la marge a été stabilisée, et le groupe a connu en 2018 un retournement à la hausse de ses marges.

Autres éléments du compte de résultat

La société n'étant pas endettée, les charges de financement ne sont pas significatives.

⁵ Le calcul de l'EBITDA inclut ici les autres produits et charges opérationnels courants.

Il convient de noter que la charge d'impôt 2018, exceptionnellement élevée, intègre une provision de 15 M€ liée au risque fiscal sur la filiale Axeria Ré, sujet qui fait l'objet d'une analyse spécifique dans le cadre de nos travaux, dans la mesure où il pourra affecter le prix d'Offre (cf. section III.E).

Chiffre d'affaires du 1er trimestre 2019

Le chiffre d'affaires du 1er trimestre 2019 est en croissance de +7,7%, et de +4,7% à périmètre constant, confirmant la solidité de la croissance organique des activités de courtage, en Santé-Prévoyance (+5,5%) comme en Dommages (+8,4%). La croissance organique des activités d'assurances (primes) est plus modérée (+3,8% en Santé-Prévoyance, et +0,4% en Dommages). Benecaid et la Centrale de Financement, toutes deux acquises en 2018, sont les principales sociétés contributrices aux effets de périmètre.

II.F.2. Analyse du bilan

Tableau 3
Bilan consolidé d'Avril depuis 2013

Bilan (M€)	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Immobilisations incorporelles	265,8	268,1	278,5	281,6	292,0	347,1
<i>dont survaleur</i>	219,9	216,3	220,1	217,0	224,8	269,5
Immobilisations corporelles	14,4	12,1	12,3	11,7	12,1	13,8
Créances nées des opérations assurance / réassura	159,2	146,5	142,6	138,9	122,5	160,4
Créances d'exploitation	177,2	218,2	239,7	267,4	287,1	302,8
Actif d'exploitation	616,7	644,9	673,2	699,6	713,7	824,1
Immobilisations financières	581,8	575,1	554,0	562,2	596,3	575,9
<i>dont placements financiers</i>	575,6	568,6	545,7	554,1	565,0	543,5
Trésorerie ajustée	190,5	198,6	211,5	200,4	186,6	178,2
Actif total	1 388,9	1 418,6	1 438,7	1 462,3	1 496,7	1 578,2
Fonds propres PdG	550,3	578,9	605,7	614,5	632,3	617,7
Minoritaires	0,9	0,4	0,9	0,3	(0,2)	(0,6)
Fonds propres	551,2	579,3	606,6	614,8	632,1	617,1
Provisions pour risques et charges	12,1	17,2	19,2	18,9	19,5	20,4
Provisions techniques nettes	319,5	306,1	268,9	263,3	274,9	289,2
Provisions	331,6	323,3	288,1	282,2	294,3	309,6
<i>Dettes financières nettes</i>	<i>(168,6)</i>	<i>(181,5)</i>	<i>(188,6)</i>	<i>(179,6)</i>	<i>(131,6)</i>	<i>(106,6)</i>
Dettes financières brutes	21,9	17,1	22,9	20,8	55,0	71,6
<i>dont provisions retraites</i>	2,1	1,7	1,7	2,8	2,8	3,4
Dettes nées des opérations assurance / réassurance	149,6	125,1	144,4	126,6	90,2	113,4
Dettes d'exploitation	334,6	373,9	376,7	417,8	425,1	466,6
Passif total	1 388,9	1 418,6	1 438,7	1 462,3	1 496,7	1 578,2

Sources : April, Associés en Finance

Composition du bilan

Le bilan du groupe April reflète sa double activité, courtier grossiste et assureur. Il présente notamment les caractéristiques du bilan d'une société d'assurance, avec à l'actif des montants importants de

placements financiers, et au passif, les provisions techniques (présentées dans le Tableau 3 en net de la partie réassurée⁶).

Les placements financiers sont ainsi constitués essentiellement des actifs financiers des compagnies d'assurance du groupe et s'élèvent à fin 2018 à 543,5 M€⁷. A fin 2018, le portefeuille des placements, hors comptes à terme de la société April, est composé à 35% d'obligations, à 11% d'actions, à 10% de fonds diversifiés, à 6% d'immobilier, à 17% d'OPCVM monétaires et à 21% de dépôts à terme, traduisant une allocation prudente des investissements.

La structure de l'actif reflète par ailleurs la politique de croissance externe que le groupe a menée depuis la fin des années 1990, qui se traduit par le poids des écarts d'acquisition dans les actifs du groupe (près de 270 M€ à fin 2018).

La trésorerie ajustée qui s'élève à 178,2 M€ à fin 2018 comprend les éléments de trésorerie et équivalent de trésorerie pour 136,2 M€ ainsi que la valeur des comptes à terme de 64,8 M€. Pour les années 2018 et 2017, les montants de trésorerie des activités d'assurance considérés comme immobilisés (respectivement 22,8 M€ et 23,2 M€) ont été retraités en immobilisations financières. L'information n'étant pas disponible pour les années précédentes, les retraitements n'ont pas été effectués, expliquant en partie d'une part la baisse apparente du niveau de la trésorerie et d'autre part la hausse du montant des immobilisations financières entre 2016 et 2017.

BFR et structure financière

Les accords avec les assureurs permettent de générer de manière durable dans les activités de courtage un besoin en fonds de roulement neutre, voire nettement négatif la plupart du temps. Cette situation récurrente de BFR négatif permet à la société de bénéficier d'une ressource financière limitant son recours à l'endettement.

La société affiche ainsi un endettement brut faible, s'élevant à 71,6 M€ à fin 2018 (en y incluant les provisions pour retraite) conduisant à une situation de trésorerie nette nettement positive de 129,4 M€⁸.

⁶ Dans le bilan d'April, les provisions techniques sont présentées pour leur montant brut au passif, tandis que la part réassurée est reprise à l'actif dans le poste « part des cessionnaires et rétrocessionnaires dans les provisions techniques »

⁷ Les comptes à terme ouverts au nom de la société April qui comptablement sont enregistrés dans la rubrique « placements financiers » sont ici reclassés dans la trésorerie ajustée.

⁸ Sur la base du calcul de la trésorerie ajustée comme indiqué en note 7.

II.F.3. Analyse du tableau de flux

Tableau 4
Tableau de flux consolidé d'April depuis 2013

Flux de trésorerie (M€)	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Capacité d'autofinancement	78,1	39,0	24,5	44,0	75,1	79,5
Variation du BFR	(9,7)	(6,8)	7,6	(3,9)	(26,9)	2,4
Flux de trésorerie d'expl. des activ. abandonnées	(0,0)	0,0	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)
Flux générés par l'activité (1)	68,4	32,2	32,1	40,1	48,2	81,8
Investissements nets en immobilisations	(19,9)	(19,9)	(25,2)	(22,4)	(19,9)	(24,2)
<i>En % de la marge brute totale</i>	<i>-4,7%</i>	<i>-4,8%</i>	<i>-6,1%</i>	<i>-5,3%</i>	<i>-4,6%</i>	<i>-5,3%</i>
Investissements financiers nets	(52,0)	(12,5)	27,8	2,3	(11,6)	39,0
Flux nets sur acquisitions de sociétés consolidées	(0,0)	4,6	(3,3)	(4,1)	(16,3)	(54,1)
Flux liés aux opérations d'investissement (2)	(71,9)	(27,8)	(0,8)	(24,2)	(47,8)	(39,2)
<i>Invts immobilisations + acquisitions en % de la</i>	<i>-4,7%</i>	<i>-3,7%</i>	<i>-7,0%</i>	<i>-6,3%</i>	<i>-8,4%</i>	<i>-17,3%</i>
Solde disponible (1) + (2)	(3,6)	4,4	31,4	15,9	0,3	42,6
Dividendes versés (y.c. rachat d'actions)	(14,3)	(21,3)	(17,7)	(10,9)	(11,8)	(11,8)
<i>aux actionnaires d'APRIL</i>	<i>(13,4)</i>	<i>(20,3)</i>	<i>(17,1)</i>	<i>(10,5)</i>	<i>(10,5)</i>	<i>(10,9)</i>
<i>aux minoritaires des sociétés intégrées</i>	<i>(0,9)</i>	<i>(1,0)</i>	<i>(0,7)</i>	<i>(0,3)</i>	<i>(1,2)</i>	<i>(0,9)</i>
Autre variation des fonds propres	(0,0)	0,0	0,1	0,1	0,1	0,2
Flux actionnaires (3)	(14,3)	(21,3)	(17,6)	(10,8)	(11,6)	(11,6)
Solde (1) + (2) + (3)	(17,9)	(16,9)	13,8	5,2	(11,3)	31,0
Variation nette des emprunts	(0,5)	0,3	(0,1)	(0,3)	18,8	(4,0)
Incidence des variations de change	(1,5)	0,6	0,1	(0,3)	(2,3)	(0,3)
Variation de trésorerie	(20,0)	(15,9)	13,8	4,5	5,2	26,8

Sources : April, Associés en Finance

Investissements

Les investissements en immobilisations sont principalement liés aux activités de courtage, et correspondent majoritairement à des investissements incorporels (logiciels, systèmes d'information, frais de développement). Ils se sont élevés entre 20 M€ et 25 M€ par an depuis 2013, soit environ 5% de la marge brute totale.

Les investissements financiers relèvent pour l'essentiel des activités d'assurance.

Le tableau de flux reflète aussi le poids de la croissance externe sur les trois dernières années. Malgré des investissements de croissance externe importants sur le dernier exercice (Benecaid, La Centrale de Financement, Elitis), la génération nette de cash-flow a été significative en 2018.

Distribution de dividendes

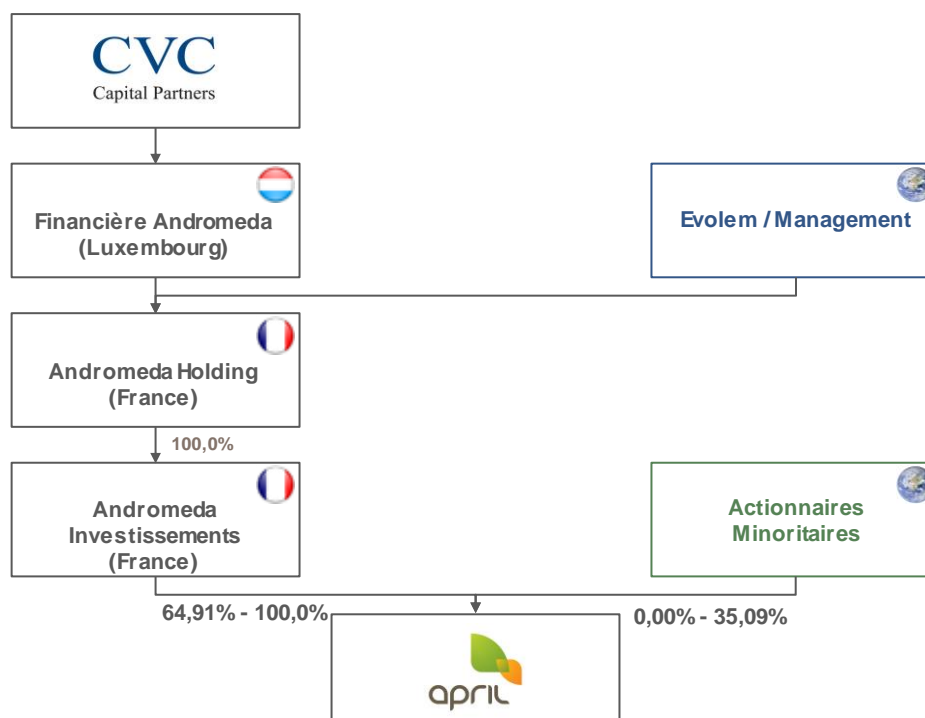
La société mène une politique régulière de distribution de dividendes, qui se sont élevés entre 25% et plus de 50% du résultat net part du groupe depuis 2013 (et 36% en moyenne). Dans son dernier rapport annuel, la société annonce avoir « pris le parti de distribuer à ses actionnaires un montant minimum de l'ordre de 25% de son résultat net sous forme de dividendes, complété de l'excédent de trésorerie une fois couverts les investissements et le dividende N-1 ». Au titre de l'année 2018, le dividende est de 0,17 € par action, soit 7,0 M€, correspondant à 25% du résultat net (part du groupe).

III. Examen des conditions de l'Offre

Associés en Finance a pris connaissance des différents accords conclus dans le cadre de la présente Opération, afin d'en examiner les éventuelles conséquences sur l'équité de l'Offre.

Pour plus de clarté, la Figure 14 présente les structures d'investissement qui seront mises en place à l'occasion de l'acquisition indirecte d'April par CVC Capital Partners.

Figure 14
Organigramme juridique post acquisition



Sources : April, projet de note d'information

III.A. Contrat d'Acquisition de titres

A la suite du processus d'enchères mis en œuvre pour le transfert des titres April détenus par Evolem, au terme duquel CVC Capital Partners a présenté la meilleure offre financière, Evolem et CVC Capital Partners ont annoncé la conclusion d'un contrat d'acquisition le 28 janvier 2019 en vue du transfert de la participation d'Evolem au bénéfice direct ou indirect d'Andromeda Investissements, une société holding contrôlée indirectement par des fonds gérés par CVC Capital Partners et dans laquelle Evolem et le management d'April détiendront indirectement une part minoritaire. Cet accord était soumis à l'obtention d'autorisations réglementaires en France et à l'étranger.

Ce contrat d'acquisition prévoyait qu'Evolem cède 24 594 715 actions April à l'Initiateur, et 2 045 207 actions April à Andromeda Holding (société contrôlant à 100% Andromeda Investissements, Initiateur de l'Offre). Ces actions sont cédées au prix de 22,00 € par action avant mécanisme d'ajustement du prix, soit 21,60 € par action après ajustement du dividende de 0,17 € versé par April et ajustement en fonction du montant du litige fiscal (0,23 € par action).

Dans ce même contrat, il était prévu que M. Bruno Rousset (fondateur d'April et représentant de la société Evolem) transfère au Vendeur les 10 actions de la Société qu'il détenait directement. Elles sont incluses, par conséquent, dans les 26 639 922 actions transférées à la Date de Réalisation de l'opération. Le fondateur cède ainsi l'intégralité des actions April qu'il détenait préalablement à l'Offre, soit 64,91% du capital social de la Société.

Conformément à la réglementation applicable, la réalisation de cette opération conduit Andromeda Investissements à déposer une offre publique d'achat simplifiée (OPAS) sur le solde des titres émis ou potentiels d'April, aux mêmes conditions financières. Cette Offre est facultative pour les actionnaires d'April mais sera suivie d'un retrait obligatoire si le seuil légal de détention du capital et des droits de vote est atteint, l'Initiateur de l'Offre ayant indiqué son intention de mettre en œuvre cette procédure s'il est en capacité de le faire.

En cas de vente à un tiers, dans les douze mois suivant la signature du contrat d'acquisition, de plus des deux tiers des actions de la Société à un prix supérieur au prix d'achat par action du bloc de contrôle, l'acquéreur s'engage à verser au vendeur un complément de prix payé en numéraire égal à la différence positive entre le prix par action auquel le transfert des actions de la Société au tiers est effectué et le prix d'achat par action, multipliée par le nombre d'actions transférées. L'Initiateur a précisé à ce titre qu'il n'a aucune intention de céder plus des deux tiers des actions pendant cette période de douze mois, et s'est engagé irrévocablement à ne pas le faire. Ainsi cet éventuel complément de prix est caduc du fait de l'engagement précité de l'Initiateur.

L'ensemble de ces opérations a été effectué à des prix par action April identiques au prix proposé aux actionnaires minoritaires dans le cadre de la présente Offre.

Le prix des actions cédées par Evolem s'élève à 21,60 €⁹. Ce prix pourra être revu à la baisse postérieurement à la date de transfert du bloc de contrôle sans que cela ait un impact sur le prix d'Offre, en indemnisation d'un préjudice direct et certain qui serait la conséquence d'une inexactitude de certaines déclarations et en indemnisation du montant de toute perte qui serait la conséquence de la procédure fiscale en cours ou de toute procédure fiscale subséquente. Ces éléments sont détaillés en section III.E.

Il convient de noter qu'Evolem (et donc son fondateur) reste engagé dans la bonne marche d'April, puisqu'il est prévu qu'Evolem réinvestisse une partie du produit de la cession de ses titres dans la souscription d'actions ordinaires et d'obligations à taux fixe¹⁰ Andromeda Holding (société faîtière détenant 100% d'Andromeda Investissements, initiatrice de l'Offre), pour un montant représentant environ 5% des actions April. Le remboursement en capital et en intérêt des obligations sera subordonné au remboursement de la dette d'acquisition. L'investissement d'Evolem a été structuré de manière *pari passu* avec Financière Andromeda, en fonds propres et obligations à taux fixe.

Les titres Andromeda Holding souscrits par Evolem seront inaliénables pendant deux ans et supportent à ce titre une décote d'incessibilité. Le pacte d'associés d'Andromeda Holding prévoit par ailleurs des clauses habituelles sur les conditions de cession des titres¹¹, et ne comporte pas de mécanisme de

⁹ Compte tenu de l'ajustement à hauteur de 0,23 € / action au titre du litige fiscal et du versement d'un dividende de 0,17€ par action le 6 mai 2019 au titre de l'exercice 2018

¹⁰ Les obligations porteront intérêt à un taux annuel de 9% capitalisés annuellement. Un expert indépendant a analysé le niveau de taux d'intérêt de ces obligations et a conclu que ce taux d'intérêt semblait « cohérent au regard des différentes observations faites à la date d'évaluation ».

¹¹ Un droit de cession conjointe totale au profit d'Evolem en cas de transfert de titres par Financière Andromeda résultant en un changement de contrôle d'Andromeda Holding ; un droit de cession conjointe proportionnelle au profit d'Evolem en cas de transfert de titres par Financière Andromeda ne résultant pas en un changement de contrôle d'Andromeda Holding ; un droit de cession forcée au profit de Financière Andromeda en cas d'offre d'acquisition acceptée par Financière Andromeda et résultant en un changement de contrôle d'Andromeda Holding ; certains cas de transferts libres ; et enfin une clause d'anti-dilution permettant aux parties au Pacte d'Associés de maintenir leur participation respective au capital d'Andromeda Holding

garantie de prix de sortie pour Evolem. Enfin, il convient de noter qu'Evolem restera tributaire des décisions de l'actionnaire majoritaire si une cession de la société est envisagée¹².

L'examen des conditions de cession de ses actions et de réinvestissement partiel par Evolem ne fait ainsi pas apparaître d'éléments de nature à constituer un avantage particulier à son bénéficiaire.

III.B. Plans d'attributions gratuites d'actions et mécanisme de liquidité

Des actions gratuites du Groupe (ci-après « **AGA** ») ont été attribuées à certains salariés et mandataires sociaux de la Société. Certains bénéficiaires ne pourront pas apporter leurs titres à l'offre publique en raison d'une date de disponibilité ou d'une date de conservation fiscale postérieures à la date prévisionnelle de clôture de l'offre publique.

Au titre du plan d'AGA 2016, 242 749 AGA ont été attribuées définitivement au 1^{er} avril 2019, sans période de conservation. Celles-ci pourront être apportées à l'Offre. En revanche, la période d'acquisition du plan d'AGA 2018 est suivie d'une période de conservation expirant le 7 mars 2020. 155 699 AGA sont concernées par cette mesure et ne pourront être apportées à l'Offre¹³.

L'Initiateur s'est engagé à proposer un mécanisme de liquidité à l'ensemble des bénéficiaires des plans d'attribution d'actions gratuites de la société (plans 2016 et 2018) par la conclusion de promesses d'achat et de vente. L'exercice des promesses se fera à partir d'avril 2021 et les actions gratuites sous-jacentes seront incessibles pendant la durée d'existence de ces promesses, si ce n'est à l'acquéreur. Cette période d'incessibilité est plus longue que la période de blocage initiale des AGA, puisque les actions au titre du plan 2016 ne sont pas assorties de période de conservation et que cette période d'indisponibilité est limitée au 7 mars 2020 en ce qui concerne les actions du plan 2018.

Le prix auquel les AGA seraient cédées à l'Initiateur dans le cadre du mécanisme de liquidité en numéraire sera déterminé à la date d'exercice des promesses et sera basé sur une formule de calcul fonction des performances opérationnelles de la Société, et d'un multiple cohérent avec le prix retenu pour l'offre publique d'achat simplifiée. Ce prix sera encadré par une fourchette comprise entre 85% du prix d'Offre et 105% du prix d'Offre.

De la sorte, l'attributaire des AGA qui serait signataire du mécanisme de liquidité est intéressé à la bonne performance de la Société, ceci bénéficiant à l'ensemble des parties prenantes. Mais le prix qu'il touchera au moment de l'exercice des promesses sera plafonné à la hausse (5% au-dessus du prix d'Offre, soit 22,68 €), ce qui implique qu'en cas de progression sensible des indicateurs opérationnels de la Société, une partie de la création de valeur sera transférée à l'acquéreur, sans compensation pour l'attributaire d'AGA. En sens inverse, l'attributaire des AGA subira une perte de valeur théorique jusqu'à -15% par rapport au prix d'Offre, son risque de perte sera donc plafonné. Si l'application de la formule de calcul devait conduire à une valeur théorique inférieure à 85% du Prix d'Offre (soit 18,36 € par action¹⁴), il y aurait transfert de richesse de l'acquéreur au profit des détenteurs d'AGA, ces derniers se voyant offrir un prix de 18,36 € par action. La question peut donc se poser de l'éventualité d'un transfert de richesse plus important au profit des détenteurs d'AGA du fait de la protection à la baisse par rapport au transfert de richesse inverse du fait du plafonnement à la hausse. Les calculs effectués par le biais de modèles optionnels montrent qu'il n'en est rien, la perte d'opportunité probabilisée (plafonnement à la hausse) étant plus élevée pour l'attributaire des AGA que la valeur de

¹² Evolem sera simplement informé et consulté.

¹³ Sous réserve des éventuels cas d'expiration anticipée de l'obligation de conservation fixée par la loi.

¹⁴ Sur la base du prix d'offre de 21,60 € par action après ajustement à hauteur de 0,23 € par action au titre du litige fiscal et le versement d'un dividende de 0,17 € le 6 mai 2019 au titre de l'exercice 2018

la protection à la baisse¹⁵. De plus, le fait que la période d'incessibilité soit allongée par rapport à la situation qui prévaudrait hors mécanisme de liquidité représente également un coût pour l'attributaire des AGA dans le cadre de ce mécanisme¹⁶.

Ainsi, le profil asymétrique entre potentiel de gain (+5% par rapport au prix d'Offre) et risque de perte (jusqu'à -15% par rapport au prix d'Offre), et l'allongement de la période d'incessibilité dans le cadre du mécanisme des promesses d'achat et de vente, permet de conclure à l'absence d'avantage particulier résultant de ce mécanisme de liquidité.

À l'exception des AGA décrites ci-dessus, il n'existe aucun autre droit en cours de validité, titre de capital ou instrument financier émis par April susceptibles de donner, immédiatement ou à terme, accès au capital social ou aux droits de vote d'April.

III.C. Investissement des Managers aux côtés de CVC Partners

L'Initiateur s'est engagé à permettre à certains dirigeants cadres et salariés d'April (ci-après « **Le Management** »), d'investir directement ou indirectement dans Andromeda Holding en leur permettant de souscrire en numéraire à des actions ordinaires et actions de préférence et en attribuant à certains¹⁷ des actions gratuites Andromeda Holding. Ce co-investissement qui vise à assurer l'implication des managers dans la bonne marche de la Société par leur investissement dans la société holding d'acquisition, est conforme aux pratiques des sociétés cotées ou non (investissement en capital des managers, atteinte de critères de performance entre autres), comme détaillé ci-après.

De l'analyse des caractéristiques de ces titres, il ressort les éléments suivants :

- Les actions seront émises au niveau de la holding faitière, Andromeda Holding. Cette société détient 100% d'Andromeda Investissements, qui, elle-même, porte l'investissement dans April (cf. Figure 14).
- Deux catégories de managers sont distinguées : Emmanuel Morandini et les managers dits de « Cercle 1 » d'une part, les autres managers d'autre part (les managers dits de « Cercle 2 »). Une enveloppe de titres pourra être allouée postérieurement à des nouveaux entrants et/ou managers existants.
- S'agissant des actions gratuites allouées aux managers dits de « cercle 1 » et aux managers dits de « cercle 2 », la période d'acquisition est de deux ans. Les actions gratuites émises représentent un montant total d'environ 0,4% de la valeur au prix d'Offre des actions April.

¹⁵ La position du détenteur d'AGA dans le cadre du mécanisme de liquidité peut être répliquée par la combinaison de la détention de l'action et d'une position optionnelle consistant en l'achat d'une option de vente de maturité la première date d'exercice des promesses d'achat et de vente et de prix d'exercice 18,36 € et la vente d'une option d'achat de même maturité et de prix d'exercice 22,68 €. En tenant compte de la volatilité de l'action avant les premières rumeurs (soit une volatilité de l'action April sur 6 mois au 22 octobre 2018 de 21,6%), les calculs montrent que la perte d'opportunité pour le détenteur d'AGA est plus importante que la valeur de la protection à la baisse.

¹⁶ Pour mesurer cette décote d'incessibilité, Associés en Finance a retenu l'approche sur la base de modèles optionnels développée par Stillian Ghaidarov et dérivée de la méthodologie de Francis Longstaff. Les calculs réalisés tiennent compte des situations différentes en termes de contrainte d'incessibilité des porteurs de Droits à l'appréciation d'action. La durée retenue repose sur la période entre fin mai 2019 et la première date d'exercice des promesses d'achat et de vente, soit le 1^{er} avril 2021. Le calcul tient compte également de la même volatilité que précédemment, soit 21,6%. La décote d'incessibilité est la plus élevée pour les détenteurs d'actions gratuites du plan 2016 qui renoncent à une disponibilité immédiate de leurs actions. Si tous les détenteurs d'actions gratuites des plans 2016 et 2018 souscrivent au mécanisme de liquidité, le coût total de l'incessibilité supplémentaire peut être estimé à -410 K€ environ.

Voir : Ghaidarov S., *Analytical Bound on the Cost of Illiquidity for Equity Securities Subject to Sale Restrictions*, *The Journal of Derivatives*, 2014, vol. 21 n°4, 31-48

Et : Longstaff F., *How Much Can Marketability Affect Security Values?*, *The Journal of Finance*, 1995, vol. 50, 1767-1774

¹⁷ Dans le cadre des dispositions légales des articles L 225-197-1 et suivant du Code de Commerce

-
- S'agissant de l'investissement payant des managers de « cercle 1 », le mécanisme prévu consiste en la souscription en numéraire, directement ou indirectement, d'actions ordinaires et d'actions de préférence d'Andromeda Holding de deux catégories distinctes décrites ci-dessous. Autrement dit, les managers courent un risque sur cet investissement, puisqu'ils peuvent perdre tout ou partie de leur investissement en actions ordinaires et actions de préférence. Ce mécanisme correspond à un processus classique d'association de managers à la création de valeur.
 - La première catégorie d'actions de préférence sera rémunérée par un dividende annuel intégralement capitalisé à un taux de 9,0%, et rachetées en cas de perte de contrôle par l'investisseur principal, aux mêmes conditions que les obligations émises par Andromeda Holding.
 - La seconde catégorie d'actions de préférence dites *ratchet* auront un droit financier calculé à la sortie en fonction de la plus-value réalisée par l'ensemble des actionnaires d'Andromeda Holding, et conditionné à l'atteinte de critères de performance (matérialisés par la réalisation de seuils de TRI pour une sortie avant 5 ans puis par la réalisation de seuils de multiples sur l'investissement au-delà). Ainsi en cas de performance inférieure aux critères seuils, leur valeur sera nulle ; en cas de performance supérieure aux critères seuils, leur valeur serait supérieure à celle des actions ordinaires.
 - La rentabilité de ces actions de préférence qui subissent un aléa n'est donc pas connue à l'avance¹⁸.
 - Les managers demeureront tributaires des décisions de l'actionnaire majoritaire pour tout cas de Sortie.
 - Le transfert des actions ordinaires comme les actions de préférence seront soumises à des restrictions à leur cession¹⁹ prévues dans un pacte d'actionnaires devant être signé entre les managers et les actionnaires d'Andromeda Holding. Comme pour le mécanisme de liquidité des actions gratuites April décrit précédemment, ces restrictions à la libre cessibilité représentent un coût significatif pour le porteur des actions Andromeda Holding. Dans le cadre de ce pacte, il est également prévu que les managers du Cercle 1 souscrivent des engagements d'exclusivité, de non-sollicitation et non-concurrence, engagements qui contribueront à la protection des intérêts du groupe April.

L'ensemble de ces considérations conduit à conclure que l'investissement des managers qui sera mis en place est conforme aux pratiques habituelles d'association des équipes de management, pour le bénéfice de la Société, et sur lequel ces dernières courent un risque. Ainsi, le mécanisme décrit ne relève pas d'un complément de prix mais d'un mécanisme conditionnel d'association de managers clés aux performances de la Société, dont les résultats, soumis aux conditions de marché et à la performance de la Société, sont incertains à ce jour.

III.D. Autres éléments

L'analyse de la documentation relative à l'Offre indique, que dans le seul cas où l'Initiateur viendrait à détenir 100% des titres April à l'issue de l'Offre, April pourrait être amené à devenir l'émetteur, aux mêmes conditions, d'une partie de l'endettement initialement porté par Andromeda Investissements. Ce cas implique que les deux sociétés constituent aux yeux des prêteurs un crédit global réparti sur deux entités juridiques différentes.

¹⁸ Ces actions *ratchet* feront par ailleurs l'objet à leur émission d'une valorisation par un expert indépendant.

¹⁹ Sauf cas de transferts libres permettant le transfert des titres en cas de départ anticipé ou dans le cadre d'une sortie forcée ou conjointe notamment

Les frais financiers associés à cette dette demeurent identiques dans chacun des cas.

III.E. Examen de l'ajustement de prix lié au contrôle fiscal en cours

Le sujet du litige fiscal doit s'appréhender au regard de plusieurs critères :

- L'existence du litige fiscal est indépendante de l'Offre ; autrement dit, l'actionnaire en aurait en tout état de cause subi les conséquences ;
- Le litige fiscal doit être traité dans le cadre de l'Offre en terme d'équité et en terme d'égalité de traitement des différentes parties prenantes, en l'occurrence les actionnaires minoritaires, l'actionnaire majoritaire pré-Opération EVOLEM, l'actionnaire majoritaire post-Opération CVC, et la société April en elle-même ;
- S'agissant d'un litige en cours dont l'issue est incertaine, et dont les fondements sont complexes, il ne peut être question pour Associés en Finance de porter un jugement sur le montant même du litige, de sa durée, etc. En revanche, il convient d'examiner si, dans les différents cas de figure qui peuvent être envisagés, l'actionnaire minoritaire n'est pas désavantagé par rapport aux autres parties prenantes.

La société Axeria Re est une société de réassurance établie à Malte. Créée en 2007, la Société fait partie du groupe April. Elle réassure ainsi certains risques d'assurance supportés par les sociétés d'assurance du Groupe mais également des risques assumés par des assureurs tiers.

April a annoncé avoir reçu le 21 décembre 2018 de l'administration fiscale française un projet de redressement fiscal de 69,8 millions d'euros. Les questionnements du fisc français portent sur une interprétation de la "territorialité" de l'activité de réassurance du groupe, exercée par la filiale Axeria Re, entre 2007 et 2015.

La société April estime que cette position n'est pas fondée sur le plan technique. Après avoir mené ses analyses internes et après conseil auprès de plusieurs cabinets d'avocats, la société April a provisionné 15 M€ dans ses comptes 2018. Des échanges, ont eu lieu depuis le début de l'année 2019 avec l'administration fiscale.

Dans le contrat de cession d'actions entre Evolem et Andromeda Investissements, et comme annoncé au marché fin décembre 2018, il est prévu un mécanisme d'ajustement du prix d'offre. Si un accord avait été trouvé avant la remise de l'Offre entre l'administration fiscale et la Société alors le prix d'offre de 22,00 € par action aurait été ajusté de la façon suivante : montant du redressement fiscal moins une franchise de 10 M€ à la charge de CVC divisé par le nombre total d'actions de la société au moment de la réalisation.

Aucun accord avec les autorités fiscales n'ayant été trouvé avant le dépôt de l'Offre, le prix d'Offre est ajusté de la meilleure estimation du coût subi par April sous réserve d'une franchise de 10,0 M€, en relation avec la proposition de rectification de l'administration fiscale française, soit 21,77 € avant ajustement lié au détachement de dividende. Post ajustement du détachement de dividende, le prix ajusté par action est de 21,60 €. Ce mécanisme d'ajustement s'applique de la même façon au prix par action qu'Evolem a reçu lors de la réalisation effective du transfert par Evolem de ses titres à Andromeda Investissement le 13 juin

2019. Au moment du lancement de l'Offre Publique, ce mécanisme d'ajustement n'induit pas d'avantage particulier, ni pour Evolem, dont le prix de cession de ses actions est identique à celui proposé aux minoritaires, ni pour CVC Capital Partners qui prend à sa charge la franchise de 10 M€. Rappelons de plus que le sujet du litige fiscal est indépendant de l'existence de l'Offre Publique, et que toutes les catégories d'actionnaires en auraient subi les conséquences en l'absence d'offre (et sans franchise).

Après l'offre publique, plusieurs cas de figures peuvent intervenir lorsque le redressement fiscal (ou l'absence de redressement fiscal) aura définitivement été notifié.

Situation en cas de retrait obligatoire ou situation d'un actionnaire qui aurait apporté à l'offre (sans retrait obligatoire) : l'impact ne sera pas le même si l'on se place du côté des actionnaires minoritaires, du côté de l'acquéreur ou encore du côté d'Evolem.

Cas 1 : si le montant retenu pour l'ajustement du prix d'Offre correspond a posteriori au montant du redressement, aucun sujet particulier ne se pose pour les anciens actionnaires minoritaires ;

Cas 2 : si le montant du redressement définitif est inférieur au montant estimé à la date de dépôt de l'Offre, alors l'ancien actionnaire majoritaire Evolem et les actionnaires minoritaires auront perdu une partie de l'ajustement de prix réalisé au moment de l'Offre. Toutefois, il convient de faire plusieurs commentaires : (i) la situation des actionnaires minoritaires à cet égard sera strictement identique à celle d'Evolem, il n'y aurait donc aucune rupture d'égalité de traitement entre les anciens actionnaires ; (ii) cette éventuelle perte d'opportunité par rapport au montant définitif du redressement n'interviendrait que si le montant final est supérieur de plus de 10 M€ au montant provisionné au moment de l'Offre (c'est-à-dire le montant de la franchise). De son côté, CVC, nouvel actionnaire, bénéficiera de la reprise sur provision, à la franchise près ;

Cas 3 : si le montant définitif du redressement est supérieur au montant estimé à la date d'Offre, alors une indemnité spécifique sera exigée par l'Acquéreur uniquement à Evolem. Les anciens actionnaires minoritaires ne seront pas impactés par un redressement fiscal supérieur à ce que la société anticipait au moment de l'Offre et se trouvent donc dans une situation favorable par rapport à Evolem.

Situation en l'absence de retrait obligatoire pour un actionnaire qui n'aurait pas apporté ses titres à l'Offre : là-encore, l'impact ne sera pas le même si l'on se place du côté des actionnaires minoritaires, du côté de l'acquéreur ou encore du côté d'Evolem.

Cas 4 : si le montant retenu pour l'ajustement du prix d'Offre correspond a posteriori au montant du redressement, aucun sujet particulier ne se pose pour les actionnaires minoritaires ;

Cas 5 : si le montant du redressement définitif est inférieur au montant estimé à la date de dépôt de l'Offre, alors les actionnaires minoritaires bénéficieront au même titre que l'Acquéreur (à la franchise près que subira toujours CVC) de la reprise de provision qui devrait en pratique avoir un impact positif sur le cours. En revanche, Evolem n'en bénéficiera pas ;

Cas 6 : si le montant définitif du redressement est supérieur au montant estimé à la date d'Offre, alors une indemnité spécifique sera également exigée par l'Acquéreur uniquement à Evolem (à la franchise près). Cette indemnité spécifique sera versée, au choix de l'Acquéreur, soit à CVC soit à Axeria Ré. Les actionnaires minoritaires seront touchés par une baisse de cours théorique engendrée par le montant supplémentaire que devra décaisser la Société au titre du redressement fiscal. Si CVC choisissait de verser les sommes correspondantes à Axeria Ré (filiale d'April), l'impact pour April serait moindre et par conséquent l'impact serait plus élevé pour Evolem que pour les actionnaires minoritaires. En tout état de cause, que l'indemnité soit versée par Evolem à CVC ou à Axeria Ré, Evolem ne bénéficiera d'aucun avantage par rapport aux actionnaires minoritaires et ceux-ci se trouveront dans une situation identique à celle qu'ils auraient connue en l'absence d'Offre (ou éventuellement dans une meilleure situation).

En définitive, nous pouvons conclure les éléments suivants sur les ajustements du prix d'Offre liés au redressement fiscal :

- Ce redressement fiscal constitue un risque significatif pour les actionnaires, tant dans son montant que dans sa durée, et ceci qu'il y ait offre publique ou non ;

-
- Les actionnaires minoritaires se trouvent dans tous les cas de figure dans une situation au moins équivalente à l'ancien actionnaire de contrôle Evolem, et dans certains cas, dans une situation plus favorable qu'Evolem ;
 - Si dans certaines situations (seulement le cas 6), le nouvel actionnaire majoritaire pourrait se trouver dans une situation plus favorable que celle de l'actionnaire minoritaire, ceci demeure une situation hypothétique, et en tout état de cause, l'Initiateur de l'Offre aura subi dans tous les cas la franchise de 10 M€, qui correspond à l'inverse à une assurance partielle pour les actionnaires minoritaires quant au montant final du redressement.

Ces considérations nous amènent à conclure que le mécanisme prévu d'ajustement du prix d'Offre apparaît globalement équilibré.

III.F. Conclusions sur l'examen des accords entre les parties

En définitive, sur la base de nos échanges avec les parties prenantes à l'opération et de l'analyse des documents mentionnés ci-dessus et dont la liste détaillée figure en Annexe 1, et des considérations qui précèdent, nous n'avons ainsi pas eu connaissance d'accords (clause de prix de sortie garanti ou de complément de prix ou clause assimilable) pouvant avoir une incidence sur notre appréciation des conditions financières de l'Offre pour les actionnaires minoritaires.

IV. Evaluation d'April

IV.A.Méthodes de valorisation écartées

IV.A.1. Méthode de l'actif net comptable

L'évaluation par la valeur comptable des capitaux propres est une méthode patrimoniale fondée sur une logique de coûts historiques qui ne rend qu'imparfaitement compte du potentiel d'évolution future de la Société. A titre d'information, l'actif net par action ressortant des derniers comptes publiés par April s'établit à 15,09 € par action au 31 décembre 2018.

IV.A.2. Méthode de l'actif net réévalué

La méthode de l'actif net réévalué permet de calculer une valeur théorique des capitaux propres en procédant à une revalorisation en valeur de marché des actifs et passifs. Cette méthode est particulièrement pertinente pour des sociétés holdings, mais n'est pas satisfaisante dans le cadre de la valorisation d'April, dans la mesure où elle ne permet pas d'appréhender pleinement l'activité de la Société à l'inverse des méthodes de valorisation par actualisation des flux prévisionnels qui ont été retenues.

IV.A.3. Valorisation par les dividendes

Cette approche consiste à évaluer une entreprise sur la base de la valeur actualisée de ses dividendes futurs. Cette méthode n'a pas été retenue pour l'ensemble de la Société, dans la mesure où la politique de distribution d'April a été variable au cours du temps. En revanche, une méthode *DCF to Equity* sous contrainte de levier normatif lui a été substituée pour valoriser l'ensemble de la Société. Par ailleurs, dans une analyse de valorisation par branche, une valorisation par les dividendes a été conduite sur le segment Assurances, cette méthode permet de tenir compte des spécificités de cette activité.

IV.A.4. Valorisation par les transactions comparables

La méthode des transactions comparables se fonde sur l'observation des multiples constatés lors des opérations de fusions-acquisitions récentes jugées comparables en termes d'activité et de contexte transactionnel, géographique et temporel, dont les conditions financières ont été rendues publiques. Cette méthode se heurte couramment à l'absence de données fiables sur ces multiples ou à la faiblesse du nombre de transactions récentes sur des sociétés réellement comparables. Dans le cas présent, nous avons identifié un échantillon de cinq transactions comparables mais aucune information publique et complète n'est disponible sur les conditions financières de ces transactions²⁰. Ces transactions sont indiquées ci-dessous :

- L'acquisition par le groupe américano-britannique Willis Towers Watson de 70% de la société Gras Savoye fin 2015. Gras Savoye est un courtier généraliste dont la clientèle est essentiellement composée d'entreprises, à l'opposé d'April. La société ne dispose pas d'une division assurance ;

²⁰ Certains chiffres peuvent avoir circulé dans la presse, mais sans confirmation publique.

-
- Les acquisitions de Siaci Saint Honoré en 2015 puis en 2018. En 2015, Ardian devient actionnaire majoritaire (57%) auprès du groupe Edmond de Rothschild (20%) et du management (23%). En 2018, Ardian et Edmond de Rothschild cèdent leurs participations au fonds d'investissement britannique Charterhouse. Siaci Saint Honoré intervient essentiellement comme courtier auprès de la clientèle d'entreprises ;
 - En 2017, Apax Partners est entré au capital de Ciprés Assurances en rachetant les parts de TA Associates, actionnaire de référence depuis septembre 2014. Ciprés Assurances est également un courtier grossiste mais qui s'adresse majoritairement aux entreprises et ne dispose pas d'un pôle assurance ;
 - En 2018, Tikehau Capital est entré au capital de Filiassur, un courtier spécialisé dans la distribution de contrats de prévoyance. La société ne dispose pas d'une branche assurance ;
 - En 2018, acquisition de Predictic (ex Arca Patrimoine) par le fonds d'investissement Montefiore Investment. Il s'agit d'un courtier en assurance de personnes, spécialisé dans les solutions patrimoniales, l'épargne retraite et la prévoyance.

En l'absence de données financières exploitables sur les conditions de ces transactions, cette méthode de valorisation ne peut être retenue.

IV.B.Méthodes de valorisation retenues

Détermination du nombre d'actions

Au 6 juin 2019, le capital d'April est composé de 41 041 461 actions, dont 39 821 actions sont détenues en propre et 65 873 actions détenues par Exane BNP Paribas pour le compte de la Société. Il n'existe aucun autre instrument donnant accès à son capital. Le nombre d'actions hors autocontrôle retenu pour la valorisation est donc de 40 935 767 actions.

IV.B.1. Examen du cours de bourse (à titre principal)

L'examen de l'évolution du cours de l'action April s'étend jusqu'au 6 juin 2019. Le dernier cours de clôture du titre avant l'annonce du prix de l'Offre au prix ajusté de 21,60 € s'est établi à 17,30 €²³ le 28 décembre 2018. Une autre date doit également être retenue pour l'analyse du cours, celle du 22 octobre 2018 : en effet, suite à l'apparition de rumeurs sur le marché sur une reconstitution du capital d'April, la Société a publié le 23 octobre 2018 un communiqué de presse confirmant la possibilité d'évolution de la participation majoritaire du capital²¹. Au 22 octobre, veille de cette annonce, le cours de clôture du titre s'est établi à 12,55 €²².

Depuis l'annonce de l'Offre, le cours du titre April a fortement progressé en réaction à cette annonce, sans jamais dépasser 21,60 €, prix proposé dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée, après ajustement prévu au titre du litige fiscal et déduction du dividende versé. Le cours du titre April s'établit à 21,50 € le 6 juin 2019.

²¹ Le 23 octobre 2018, la société April a publié un communiqué de presse indiquant « avoir initié des discussions avec son actionnaire majoritaire dans le cadre des différentes options stratégiques et des possibles évolutions de sa participation au capital de la Société. La Société confirme qu'elle fait l'objet de manifestations d'intérêt préliminaires ».

²² Avant ajustement du dividende

Analyse sur longue période (2013-2019)

Sur la période du 31 décembre 2013 au 22 octobre 2018, date à laquelle les rumeurs d'une opération ont donné lieu à un communiqué de presse de la société confirmant l'existence de discussions sur une évolution de l'actionnariat d'April, la performance de l'action April de -3,2% a été nettement inférieure à celle de l'indice CAC All-Tradable qui a connu une hausse sur la même période de +21,9%. Pour la période allant du 31 décembre 2013 au 28 décembre 2018, date de l'annonce de l'offre, la performance de l'action April s'est établie à +33,5% tandis que l'indice CAC All-Tradable a connu une hausse de +11,6%.

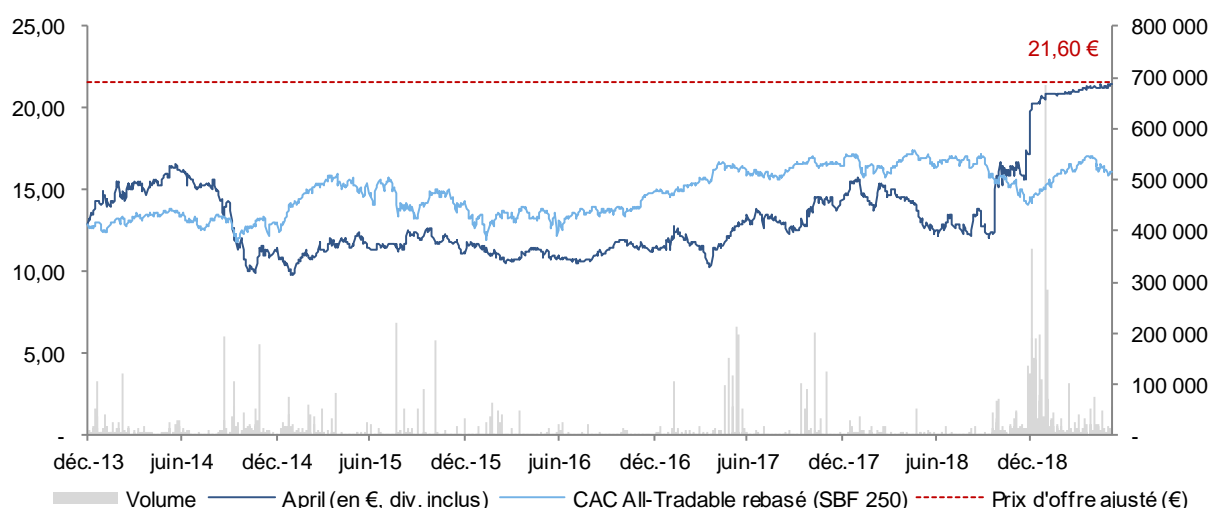
Le cours de l'action April a connu une évolution heurtée depuis 2013. Au cours du premier semestre 2014, le cours a progressé de +25,6% (passant de 12,86 € à 16,15 €) traduisant les bons résultats d'April lors de l'année 2013. A titre de comparaison, l'indice CAC All-Tradable a progressé de +4,0% sur la même période.

Cependant, suite à l'annonce des résultats semestriels 2014 en baisse (chiffre d'affaires en retrait de -1,3% sur le premier semestre 2014), l'action April va enregistrer un cycle baissier important avec une forte chute de -35,3% entre le 28 août 2014 et le 20 novembre 2014.

Après cette forte baisse, le cours de bourse d'April va connaître une certaine stabilité pendant la période 2015-2016. L'action a vu son cours augmenter de +1,6% entre le 31 décembre 2014 et le 30 décembre 2016. Cette légère hausse doit cependant être mise en perspective de la performance du CAC All-Tradable qui, sur la même période, a progressé de 14,6%.

Depuis le début de l'année 2017, l'action April a entamé une hausse quasi-ininterrompue, passant de 11,44 € le 2 janvier 2017 à 12,45 € le 22 octobre 2018 (ajusté du dividende), soit une rentabilité de +8,9% sur la période tandis que le CAC All-Tradable a connu une hausse de 5,0%, avec toutefois un point bas à 10,39 € le 21 avril 2017. Cette progression du cours d'April s'explique par une augmentation de son chiffre d'affaires en 2016 (+7,4% en 2016 à périmètre et taux de change constants) et en 2017 (+7,1% en 2017 à périmètre et taux de change constants), fruits des évolutions stratégiques engagées par le management de la Société.

Figure 15
Evolution boursière de l'action April (31 décembre 2013 – 6 juin 2019)



Sources : Capital IQ, Associés en Finance

Sur l'ensemble de la période présentée, du 31 décembre 2013 au 6 juin 2019 (en tenant donc compte de la hausse du titre post annonce de l'Offre), la performance de l'action April s'établit à +67,2% tandis que l'indice CAC All-Tradable a connu une hausse sur la même période de +25,3%.

Analyse sur courte période (depuis 2017)

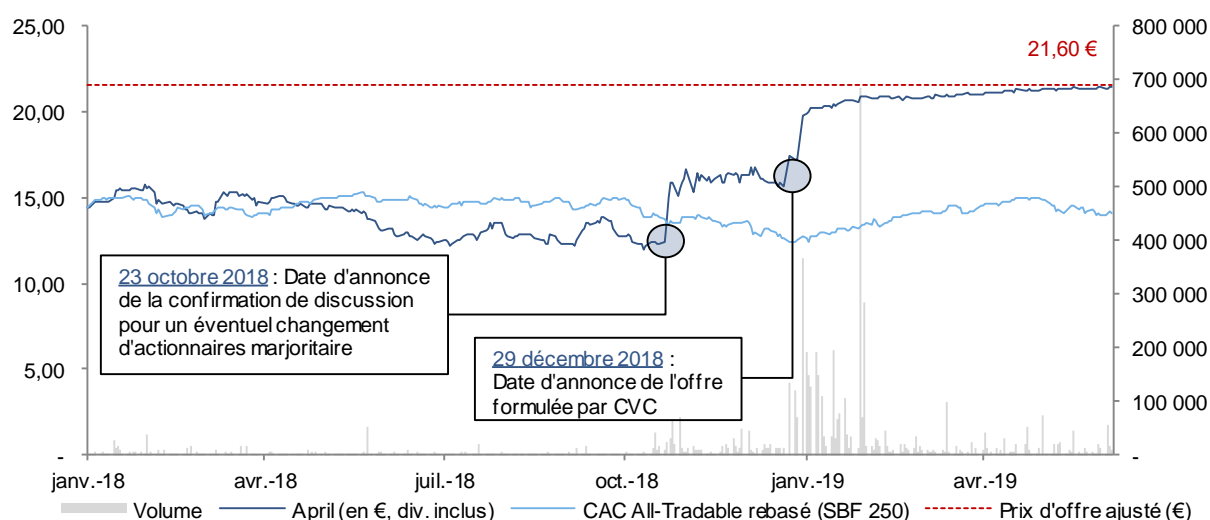
Sur la période du 29 décembre 2017 au 22 octobre 2018, la performance de l'action April a été de -13,0% tandis que celle de l'indice CAC All-Tradable a connu aussi une baisse sur la même période de -5,0%. Pour la période allant du 29 décembre 2017 au 28 décembre 2018, la performance de l'action April s'est établie à +19,9% tandis que l'indice CAC All-Tradable a connu une baisse de -13,0%.

Depuis 2017, et avant annonce de l'Offre, le cours de l'action April a oscillé entre 12,00 € le 11 octobre 2018 et 15,78 € le 31 janvier 2018. Entre le 2 janvier 2018 et le 22 octobre 2018, dernière date de cotation avant la confirmation par April de discussions concernant l'évolution de l'actionnariat majoritaire, le cours de la société April a baissé de -13,6% (passant de 14,42 € à 12,45 €) dans un contexte de marché difficile où le CAC All-Tradable a connu un recul de -4,7%. Cette baisse est notamment due à la publication du premier trimestre 2018 où malgré la dynamique de croissance, les ralentissements sur certaines lignes de métiers d'April ont conduit à un léger recul du cours de bourse.

Suite à la confirmation d'April le 23 octobre 2018 de l'existence de discussions sur un éventuel changement d'actionnariat, le cours de bourse a connu une hausse significative s'établissant à 15,03 € au 24 octobre 2018, puis au 28 décembre 2018 (date précédant l'annonce de l'offre formulée par CVC) à 17,16 € (soit une hausse de 37,8% par rapport au 22 octobre 2018).

Le cours du titre a connu un nouveau bond à l'annonce de l'Offre (+15,3% le 31 décembre 2018, jour de cotation suivant l'annonce), et s'est établi depuis lors à un niveau qui n'a jamais dépassé le prix d'Offre, en présentant constamment une légère décote par rapport à ce prix (le cours s'établissait ainsi à 21,50 € au 6 juin 2019). Cette légère décote, usuelle dans les périodes précédant la réalisation d'offres publiques (car reflétant un risque même minime de non réalisation des conditions suspensives présentes dans la plupart des accords de cession), peut aussi traduire dans le cas présent l'incertitude des investisseurs sur le montant de l'ajustement lié au redressement fiscal, annoncé le 24 décembre 2018.

Figure 16
Performance boursière de l'action April (2 Janvier 2018 au 6 juin 2019)



Sources : Capital IQ, Associés en Finance

Volumes échangés

La société avait mis en œuvre un contrat de liquidité avec la société de bourse Exane (suspendu le 31 janvier 2019), portant sur 65 873 titres April qui ne sont pas visés par l'Offre et ne seront pas apportés à l'Offre.

Les volumes échangés sur l'action April ont été assez faibles sur les douze mois précédant le 22 octobre 2018 (dernière date avant l'annonce par April d'une évolution capitalistique possible²³) : en moyenne sur cette période (cf. Tableau 5), le nombre d'actions échangées était de 5 547 par séance de bourse. En cumul, 1 414 432 actions ont été échangées sur un an (pour un montant cumulé de 20,1 M€), ce qui représente environ 10,0% du flottant de la Société.

Tableau 5
Volumes échangés sur l'action April au 22 octobre 2018

Date	Cours moyen pondéré par les volumes	Nbre moyen d'actions échangées	/ nb total d'actions (%)	/ flottant (%)	Nbre cumulé d'actions échangées	/ nb total d'actions (%)	/ flottant (%)
22-oct.-18	12,44	9 296	0,02%	0,07%	9 296	0,02%	0,07%
Moy. 1M	12,47	5 326	0,01%	0,04%	111 856	0,28%	0,79%
Moy. 3M	12,74	3 413	0,01%	0,02%	225 225	0,56%	1,59%
Moy. 6M	13,11	3 419	0,01%	0,02%	444 464	1,10%	3,14%
Moy. 9M	13,79	3 654	0,01%	0,03%	701 659	1,73%	4,96%
Moy. 12M	13,88	5 547	0,01%	0,04%	1 414 432	3,49%	10,01%

Sources : Capital IQ, Associés en Finance, Bloomberg

La confirmation par la société de discussions d'un éventuel changement d'actionnaire majoritaire a conduit à une hausse des échanges sur le titre. Ainsi le nombre moyen d'actions échangées sur le mois précédant l'annonce de l'offre de CVC a été de 29 687 par séance de bourse. En cumul, 593 745 actions ont été échangées sur ce mois (pour un montant cumulé de 9,9 M€), ce qui représente près de 4,2% du flottant de la Société sur un seul mois.

Tableau 6
Volumes échangés sur l'action April au 28 décembre 2018

Date	Cours moyen pondéré par les volumes	Nbre moyen d'actions échangées	/ nb total d'actions (%)	/ flottant (%)	Nbre cumulé d'actions échangées	/ nb total d'actions (%)	/ flottant (%)
28-déc.-18	17,27	71 247	0,18%	0,50%	71 247	0,18%	0,50%
Moy. 1M	16,51	29 687	0,07%	0,21%	593 745	1,46%	4,20%
Moy. 3M	15,86	17 969	0,04%	0,13%	1 132 070	2,79%	8,01%
Moy. 6M	15,47	10 122	0,02%	0,07%	1 305 757	3,22%	9,24%
Moy. 9M	15,27	7 816	0,02%	0,06%	1 500 693	3,70%	10,62%
Moy. 12M	15,23	7 142	0,02%	0,05%	1 821 150	4,49%	12,88%

Sources : Capital IQ, Associés en Finance, Bloomberg

²³ Les volumes échangés se sont accélérés juste avant et juste après l'annonce du 23 octobre 2018.

Volatilité du cours de l'action April

La volatilité du cours d'une action est une mesure de l'incertitude sur sa rentabilité, calculée ici à partir de performances boursières. Les volatilités ci-dessous sont calculées sur la base des séries de rentabilités quotidiennes historiques du cours de clôture d'April et de l'indice CAC All-Tradable.

Depuis le début de l'année 2017, la volatilité du titre April s'est établie constamment à un niveau sensiblement supérieur à celle de l'indice CAC All-Tradable. Entre début 2017 et début octobre 2018, la volatilité du titre a oscillé entre 11,5% et 25,8% (à comparer à la volatilité de l'indice, entre 8,4% et 12,6%). A partir de la fin du mois d'octobre, la volatilité du titre s'est accentuée à la confirmation de l'existence de discussions sur un possible changement d'actionnaire majoritaire, puis a marqué un nouveau pic à fin décembre lors de l'annonce de l'entrée d'Evolem en négociations exclusives avec CVC.

Figure 17
Volatilité 6 mois du cours de l'action April et de l'indice CAC All-Tradable sur la période 2014 - 2019

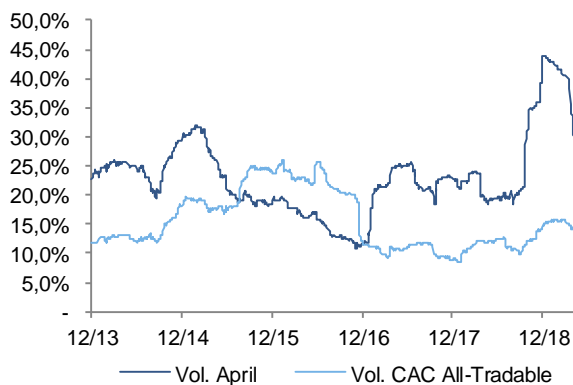
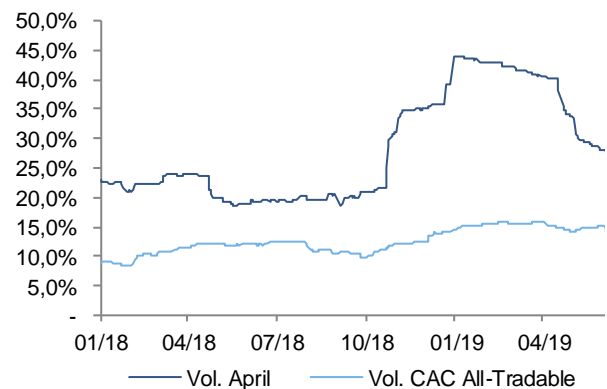


Figure 18
Volatilité 6 mois du cours de l'action April et de l'indice CAC All-Tradable sur la période 2018 - 2019



Sources : Capital IQ, Associés en Finance

Prime extériorisée par l'Offre

Deux dates ont été retenues afin d'extérioriser des niveaux de primes par rapport au prix d'Offre : le 22 octobre 2018 (date précédant l'annonce par April de discussions sur son capital) et le 28 décembre 2018 (dernier jour de cotation des actions avant l'annonce de l'entrée en négociations exclusives avec CVC pour le contrôle du bloc de contrôle). Le cours d'April ayant fortement augmenté entre ces deux dates passant de 12,45 € à 17,16 € (cours ajusté du dividende).

Le prix de l'Offre extériorise une prime de +25,9% par rapport au cours de clôture du 28 décembre 2018 et à des niveaux supérieurs de respectivement +30,8%, +36,2%, +39,6% et +41,8% par rapport aux cours de clôture moyens pondérés par les volumes sur un mois, trois mois, six mois et douze mois.

Sur la base du cours de clôture au 22 octobre 2018, la prime extériorisée est particulièrement importante, elle s'élève à +73,5% et respectivement +73,3%, 69,6%, +64,7% et +55,7% par rapport aux cours de clôture moyens pondérés par les volumes sur un mois, trois mois, six mois et douze mois.

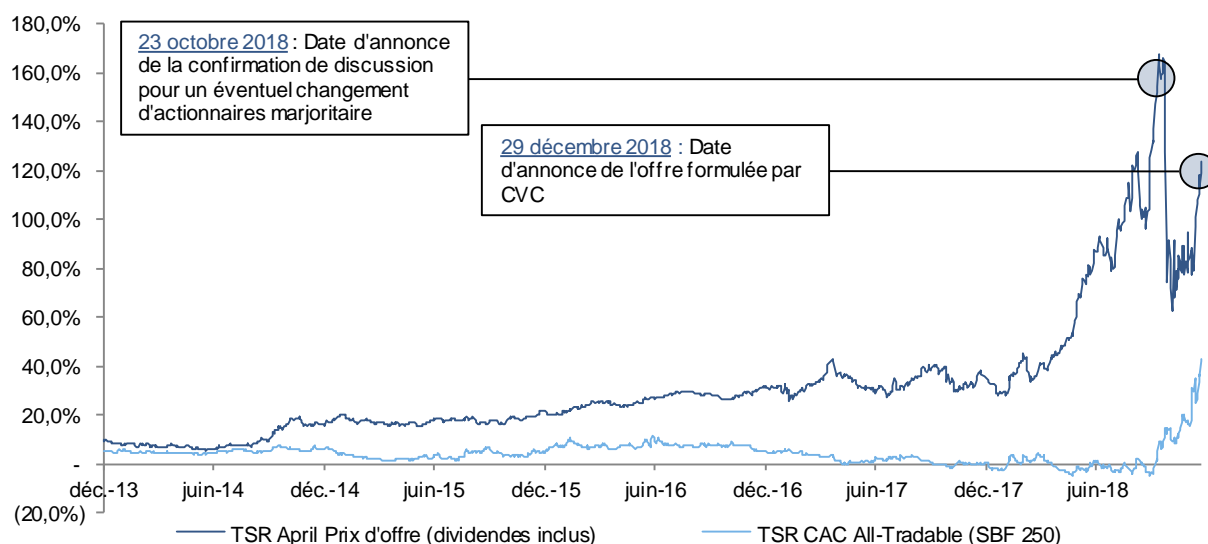
Tableau 7
Primes sur la base des cours au 22 octobre 2018 et au 28 décembre 2018

Données boursières	22-oct-18	Prime	28-déc-18	Prime
Cours de clôture	12,45	73,5%	17,16	25,9%
Cours moyens pondérés par les volumes sur 1 mois	12,47	73,3%	16,51	30,8%
Cours moyens pondérés par les volumes sur 3 mois	12,74	69,6%	15,86	36,2%
Cours moyens pondérés par les volumes sur 6 mois	13,11	64,7%	15,47	39,6%
Cours moyens pondérés par les volumes sur 9 mois	13,79	56,6%	15,27	41,5%
Cours moyens pondérés par les volumes sur 12 mois	13,88	55,7%	15,23	41,8%
<i>Plus haut sur 12 mois</i>	15,78	36,9%	17,46	23,7%
<i>Plus bas sur 12 mois</i>	12,00	79,9%	12,00	79,9%

Sources : Bloomberg, Associés en Finance. Les cours sont ajustés de la distribution de dividende.

En définitive, compte tenu de la prime offerte sur le cours, l'actionnaire qui apporterait ses titres à l'OPAS enregistrerait une performance annualisée, dividendes inclus, de +10,1% depuis le 31 décembre 2013, contre +4,9% pour l'indice CAC All-Tradable. Plus généralement, l'actionnaire, qui apporterait ses titres April à l'Offre, réaliserait, quelle que soit la date de son investissement sur les cinq dernières années, une performance annualisée y compris dividendes (cf. Figure 19) très nettement supérieure à celle qu'il aurait obtenue en investissant dans l'indice CAC All-Tradable.

Figure 19
Total Shareholder Return (TSR) entre 2013 et 2019 (performance annualisée)



Sources : Capital IQ, Associés en Finance

Le graphique s'arrête à une date d'investissement au 28 décembre 2018. Au-delà de cette date, l'annualisation des calculs conduit à faire ressortir une volatilité des performances, en fonction des rentabilités au jour le jour du titre.

IV.B.2. Analyse des objectifs de cours des analystes financiers (à titre indicatif)

L'analyse des objectifs de cours des analystes financiers ne représente pas en tant que telle une méthode d'évaluation, mais synthétise des opinions. De plus, l'objectif de cours des analystes ne peut être considéré comme une valorisation instantanée de la Société mais comme une vue à moyen terme compte tenu d'un scénario donné. Dans le cas d'April, seulement deux analystes suivent la valeur : Oddo BHF et Exane BNP Paribas.

Le Tableau 8 résume l'évolution des objectifs de cours avant les rumeurs de marché et avant l'annonce du lancement de l'Offre. Il est à noter que l'analyste de Oddo BHF a ajusté son objectif post annonce de l'Offre, en recommandant d'apporter ses titres à l'Offre.

Tableau 8
Evolution de l'objectif de cours de Oddo et Exane BNP Paribas (€)

	Analyste	Date	Recommandation	Objectif de cours (€)	Prime induite par le prix d'Offre ajusté vs. obj. de cours
Après l'annonce	Oddo BHF	11/03/2019	Neutre	21,50 €	0,5%
Avant l'annonce (au 28 décembre 2018)	Oddo BHF	28/12/2018	Achat	16,50 €	30,9%
	Exane BNP Paribas	14/11/2018	Neutre	15,30 €	41,2%
	Moyenne			15,90 €	35,8%
Avant les rumeurs de marché (au 22 octobre 2018)	Oddo BHF	19/10/2018	Neutre	15,00 €	44,0%
	Exane BNP Paribas	18/09/2018	Neutre	15,00 €	44,0%
	Moyenne			15,00 €	44,0%

Sources : Oddo BHF, Exane BNP Paribas, Associés en Finance

Le prix d'offre par action extériorise une prime de 44,0% par rapport à la moyenne des cours cibles des analystes ayant publié un objectif de cours²⁴ avant les premières annonces sur une possible recomposition du capital et une prime de 35,8% par rapport à la moyenne des cours cibles publiés avant l'annonce de la transaction.

IV.B.3. Méthode des comparables boursiers (à titre indicatif)

La méthode des comparables boursiers consiste à déterminer la valeur d'une société par l'observation des multiples auxquels s'échangent les titres de sociétés cotées du même secteur et par l'application de ces multiples aux agrégats correspondants pour la société étudiée. La pertinence de cette méthode

²⁴ Seuls sont retenus ici les objectifs de cours publiés après la publication des résultats semestriels 2018 d'April.

analogique est liée à la possibilité de disposer d'un échantillon de groupes similaires en termes de profil de risque, de secteur d'activité, de géographie, de taille et de rentabilité, mais aussi à la stabilité et à la régularité des niveaux de marges et de croissance sur l'horizon de mise en œuvre de ce type de méthode (en général prévisions à deux ou trois ans).

Les sociétés comparables à April sont rares, en raison de la spécificité liée à la double activité de la Société. Ainsi, les sociétés de l'échantillon de comparables étudiées ont été sélectionnées en deux groupes : d'une part les sociétés exerçant une activité de courtier en assurances et d'autre part les sociétés spécialisées en assurances. Pour l'activité de courtage en assurance, il n'existe pas de comparables cotés dans le secteur en France : les sociétés cotées actives dans le courtage en assurance sont pour la plupart américaines ou britanniques et d'une taille nettement plus élevée qu'April²⁵. Ces groupes sont de plus diversifiés sur des activités autres que le courtage (conseil en ressources humaines par exemple). Sur l'activité d'assurances, il n'est pas possible de même de déterminer un échantillon de sociétés réellement comparables à April : les groupes cotés sont la plupart du temps des acteurs mondiaux de taille très supérieure à April ne présentant pas un mix d'activités équivalent à la Société (rappelons que les activités d'April en matière d'assurance sont très ciblées et sont loin de couvrir tout le spectre du métier de l'assurance).

Par conséquent la méthode de valorisation par l'application des multiples constatés sur les sociétés comparables ne peut être présentée qu'à titre indicatif, tant pour des raisons de typologie d'activité, de répartition géographique et de taille.

Nous présentons de ce fait **à titre indicatif seulement** les résultats sur un échantillon de 6 sociétés cotées opérant sur le secteur du courtage en assurance et de 8 sociétés d'assurance²⁶.

Le multiple du résultat net (P/E ou *Price/Earnings Ratio*) est le plus pertinent pour le secteur de l'assurance. Compte tenu de la nature double de l'activité d'April, il est retenu un multiple composite basé sur le poids respectif en 2018 des activités de courtage et d'assurances (soit une répartition de 59% / 41%)²⁷.

Le Tableau 9 présente les caractéristiques opérationnelles et boursières des différentes sociétés comparables qui ont été étudiées :

²⁵ A part la société italienne Assiteca

²⁶ Les deux sociétés d'assurance Axa et CNP Assurances sont retenues au titre de leur nationalité, mais leur profil d'activité est très différent de celui d'April dans son activité d'assurances

²⁷ L'assurance et le courtage représentent respectivement en 2018, 41% et 59% du résultat opérationnel courant

Tableau 9
Caractéristiques opérationnelles et boursières de l'échantillon présenté à titre indicatif (M€)

Société	Pays	Résultat net 2018R	Capitalisation boursière	P/E	
				2019E	2020E
Marsh & McLennan	Etats-Unis	1 461,1	42 023,5	20,7x	18,7x
Aon plc	Royaume-Uni	1 004,2	37 968,9	19,1x	17,0x
Willis Towers Watson	Royaume-Uni	615,4	20 172,8	16,4x	15,2x
Arthur J. Gallagher	Etats-Unis	561,0	13 196,3	21,4x	18,8x
Brown & Brown	Etats-Unis	304,8	7 702,6	22,8x	20,6x
Assiteca	Italie	5,0	70,3	9,0x	8,1x
Moyenne courtage en assurance				18,2x	16,4x
Mediane courtage en assurance				19,9x	17,9x
Allianz	Allemagne	7 462,0	85 618,8	11,2x	10,5x
AXA	France	2 140,0	54 067,3	8,1x	7,8x
Generali	Italie	2 309,0	25 956,9	10,4x	9,8x
CNP Assurances	France	1 366,7	13 915,2	10,3x	9,9x
Mapfre	Espagne	528,9	7 890,6	10,6x	9,8x
Unipol	Italie	905,1	6 565,9	9,8x	9,4x
ageas	Belgique	809,1	8 648,5	10,7x	10,1x
ASR	Pays-Bas	655,0	5 248,5	9,1x	8,5x
Moyenne Assurance				10,0x	9,5x
Mediane Assurance				10,4x	9,8x
Multiple moyen composite (59,0% Courtage en assurance - 41,0% Assurance)				14,9x	13,6x
Multiple median composite (59,0% Courtage en assurance - 41,0% Assurance)				16,0x	14,6x

Sources : Capital IQ, Associés en Finance

Notes : données financières calendarisées au 31-déc. Les données de multiple P/E ne sont pas présentées pour 2021 faute d'un nombre d'estimations suffisant.

En appliquant les *Price/Earnings ratios* pondérés 2019 et 2020 aux prévisions de résultat net modélisés par Associés en Finance sur la base du plan d'affaires d'April dans son périmètre actuel, les résultats de l'évaluation par cette méthode aboutissent à une valeur implicite de 20,42 € par action April faisant ainsi apparaître une prime induite de +5,8% par rapport à cette valeur implicite.

Rappelons qu'en l'absence de comparables boursiers directs et des biais induits par l'échantillon élargi constitué de sociétés n'intervenant pas sur le seul cœur de métier d'April, nous considérons cette méthode **à titre indicatif** seulement. L'effet de la différence de taille entre April et les sociétés présentées justifierait à lui seul l'application d'une décote sur les *Price/Earnings ratios*.

IV.B.4. Référence à la dernière transaction sur le capital d'April : transfert des actions Evolem (à titre principal)

L'Offre fait suite à un processus de vente initié par la société Evolem, actionnaire majoritaire de la société April (64,91% du capital de la Société) et encadré par une banque d'affaires. Le 23 octobre 2018, la société April a confirmé au marché financier faire l'objet de manifestations d'intérêt préliminaires, suite aux rumeurs apparues sur ce sujet. Le processus d'enchères compétitif organisé a conduit à la fixation du prix d'offre par action et s'est conclu par l'annonce, le 29 décembre 2018, de l'entrée en négociations exclusives d'Evolem et de CVC Capital Partners.

L'Initiateur et Evolem ont signé, le 28 janvier 2019, un contrat d'acquisition dont les stipulations fixent les conditions de la réalisation du transfert de bloc à un prix de 22,00 € par action, ajusté à la baisse du montant du dividende (0,17 € par action) et de l'impact du redressement fiscal (soit 0,23 € par action à la date de dépôt de l'offre), soit un prix de transfert effectif du bloc de 21,60 € par action.

Le prix d'achat du bloc de contrôle constitue une référence à titre principal de l'analyse multicritère, le prix fixé découlant d'un processus compétitif. Par ailleurs, le cédant étant le fondateur de la Société et actionnaire historique de la Société, il est en parfaite capacité d'apprécier la pertinence du niveau de prix offert, ce dernier incorporant de plus la prime de contrôle auquel il renonce.

IV.B.5. Méthode d'actualisation des flux de trésorerie (à titre principal)

IV.B.5.a. Méthodologie

Méthodes DCF to Firm et DCF to Equity

En tenant compte des éléments financiers constatés sur les dernières années et des éléments de contexte économique et concurrentiel, April a été modélisé selon les principes utilisés de manière indépendante par Associés en Finance pour la mise en oeuvre du modèle Trival® (cf. Annexe 2). Le modèle Trival® est utilisé selon deux modes opératoires, à partir des mêmes prévisions élaborées par le bureau d'analystes financiers d'Associés en Finance : un modèle de valorisation *DCF to Equity*, qui prend en compte des prévisions de flux disponibles pour les actionnaires après intégration de contraintes d'endettement ou de trésorerie nette minimale et qui aboutit à la détermination de la valeur des fonds propres, et un modèle de valorisation *DCF to Firm* qui intègre les mêmes flux prévisionnels, avant prise en compte des éléments financiers et qui aboutit à la détermination d'une valeur d'entreprise, puis d'une valeur des fonds propres après déduction de la dette nette et autres éléments correctifs.

Ces deux modèles de valorisation, *DCF to Equity* et *DCF to Firm*, sont liés l'un à l'autre par l'utilisation des mêmes flux prévisionnels et des mêmes méthodologies d'estimation des risques opérationnels. Ils ne divergent l'un de l'autre que par l'exploitation des données qui en est faite. Les primes de marché qui résultent de ces calculs sont régulièrement diffusées par Associés en Finance auprès de ses clients, indépendamment et préalablement à la présente mission d'expertise.

Les deux méthodes ont été mises en oeuvre sur la base des mêmes flux issus du plan d'affaires fourni par la Société. Elles diffèrent notamment par la manière d'agréger ces flux et par les taux d'actualisation utilisés. La méthode *DCF to Firm*, qui s'apparente à une vision d'actionnaire majoritaire, à même de bénéficier des flux opérationnels générés par la société, a été mise en oeuvre pour l'activité de courtier grossiste. Elle est en revanche peu pertinente pour l'activité d'assurance, dont les flux disponibles sont contraints par l'existence des contraintes réglementaires. Dans cette première méthode, la valorisation de la branche assurance est appréhendée par l'actualisation des remontées de dividendes des filiales d'assurance. Le modèle *DCF to Equity* permet pour sa part de prendre en compte les flux disponibles pour les actionnaires, après financement et sous contrainte de levier normatif d'endettement, et reflète davantage la situation de l'actionnaire minoritaire. Cette méthode est mise en oeuvre pour les deux activités combinées.

Estimation des flux prévisionnels

Au cours du dernier trimestre 2018 dans le cadre de la cession envisagée du bloc majoritaire, April a élaboré un plan d'affaires qui inclut des hypothèses volontaristes sur la croissance des marges.

Les perspectives de croissance du groupe sont portées par la croissance organique, mais aussi par la volonté du groupe de se concentrer sur ses métiers de courtage, ce qui se reflète dans le plan d'affaires communiqué par des hypothèses de croissance externe, de montants très significatifs. Ceci induit un risque d'exécution du plan d'affaires. C'est la raison pour laquelle Associés en Finance applique les

deux modèles de valorisation selon deux modalités : avec ou sans les acquisitions envisagées dans le plan d'affaires.

Associés en Finance a pris en compte les éléments de ce plan d'affaires sur la période 2019-2022. A partir de 2022, Associés en Finance a prorogé le plan d'affaires de deux années, afin de prendre en compte le recentrage des activités sur le métier de courtage en assurance. La société anticipe une évolution de la contribution du courtage au résultat opérationnel de 75% en 2022.

Plan d'affaires 2019-2022 communiqué par April

Les travaux d'Associés en Finance reposent sur le plan d'affaires établi par April sur la période 2019-2022. Ce document détaille pour chaque société composant le périmètre April, l'évolution de la marge brute et du résultat opérationnel courant sur la période.

Pour la branche courtage en assurances, des hypothèses de croissance différentes ont été appliquées sur la marge brute réalisée par chaque société au sein des 4 pôles (Prévoyance Santé, Dommage, Protection juridique et International).

Le pôle Prévoyance Santé représente le cœur historique de l'activité avec une construction forte autour du courtage. La croissance de la marge brute attendue est la plus élevée sur cette activité, et son poids dans la marge brute de la Société s'accroît de près de 9% sur la durée du plan d'affaires.

Le pôle Dommage voit son poids se réduire dans la marge brute totale de la Société, du fait de sa politique de recentrage.

Le pôle International a pour sa part un profil global, avec des activités en Prévoyance Santé et en Dommages. Un recentrage des activités est aussi envisagé sur ce pôle très cyclique et moins profitable.

Enfin, le pôle Protection Juridique représente une part minoritaire de la marge brute de la Société et oscille entre 2,3% et 2,6% de la marge brute sur la période 2019-2022 (hors acquisitions).

Les charges ont été modélisées par sous-activité au sein de chaque pôle afin d'extérioriser un résultat opérationnel courant. Le pôle Santé Prévoyance connaît la plus forte croissance de son résultat opérationnel. Ces différents éléments prévisionnels s'inscrivent en cohérence avec les perspectives communiquées par la Société au marché (croissance de +4% à +7% du résultat opérationnel courant en 2019, et croissance moyenne annuelle de +5% à +10% entre 2019 et 2022 hors croissance externe).

On peut enfin noter que, comme annoncé par la Société le 18 mars 2019, le plan d'affaires intègre un programme de désengagement d'activités qu'April considère comme non stratégiques (voyages et assistance, certaines activités d'assurance, de gestion pour compte de tiers en assurance collective et de certains canaux de distribution directe). Ces activités représentaient en 2018 une marge brute de 92,4 M€ et une contribution négative au résultat opérationnel courant (-8,8 M€). L'ensemble de ces éléments, focalisation sur les activités-clés, désengagement de certaines activités non stratégiques et générant des pertes, conduisent à des hypothèses de nette hausse de la marge opérationnelle sur la durée du plan d'affaires. Celle-ci s'accroît de près de 600 points de base sur la durée du plan d'affaires pour l'activité courtage. Ce mouvement est encore accentué lorsque l'on considère de plus l'effet de la croissance externe.

Prorogation du plan d'affaires sur la période 2023-2024 et extrapolation 2025-2048

Le plan d'affaires a ensuite été prorogé par Associés en Finance de deux années puis extrapolé jusqu'en 2048 afin de revenir sur des niveaux normatifs de croissance de la marge brute et de rentabilité. Les hypothèses de croissance et de marges sont différentes selon que l'on tienne compte ou non de la croissance externe envisagée par le management.

Le scénario avec acquisition inclut un supplément de croissance sur la marge brute de la Société et un supplément de rentabilité sur la marge d'EBITDA. Les marges ont été modélisées en prolongeant les hypothèses du plan d'affaires jusqu'à des niveaux normatifs. Pour l'extrapolation des données sur le long terme, la méthode d'élaboration des prévisions retenue dans Trival®, telle que décrite en Annexe 2, a été utilisée. Les principales hypothèses utilisées dans la modélisation sont les suivantes :

- Les prévisions à long terme sur la marge brute sont élaborées en liaison avec l'environnement économique et concurrentiel. La croissance de l'activité est progressivement réduite, conformément aux prévisions retenues pour les sociétés exposées à des facteurs de marché similaires dans Trival®. La croissance moyenne du chiffre d'affaires est de +1,7% entre 2023 et 2048 hors croissance externe et de 2,5% y compris acquisitions ;
- La marge d'EBITDA atteint un point haut en 2023, tenant compte des perspectives de développement de la Société y compris la poursuite de son recentrage sur ses activités-clés, puis est progressivement réduite jusqu'en 2048, afin d'appréhender un retour vers une rentabilité des capitaux investis cohérente avec le coût du capital. La marge d'EBITDA d'April sur ses activités de courtage est retenue à un niveau moyen supérieur d'environ 360 points de base à ses niveaux actuels ; l'impact des acquisitions accroît cet écart d'environ 175 points de base supplémentaires en moyenne ;
- Pendant la période de prorogation, soit jusqu'en 2024, le BFR est maintenu stable à un niveau proche de celui de la fin du plan d'affaires. La variation du BFR sur toute la période d'extrapolation est légèrement positive ;
- Les investissements ont été modélisés en cohérence avec les niveaux historiques, ils représentent 5% de la marge brute du courtage sur toute la période. Amortissements et investissements convergent en fin de modélisation ;
- En cohérence avec les principes de modélisation utilisés dans Trival®, la valeur terminale est égale à la valeur résiduelle des fonds propres en 2048 (modèle d'actualisation des flux de trésorerie disponibles aux actionnaires, *DCF to Equity*) ou à la valeur résiduelle des capitaux permanents en 2048 (modèle d'actualisation des free cash-flows générés, *DCF to Firm*) ;
- La modélisation intègre l'effet des cessions prévues à court terme par la Société en termes de flux prévisionnels (marge brute et résultat opérationnel) et de valeur de cession projetée ;
- Comme indiqué précédemment, la valorisation de l'activité d'assurance du groupe April a été appréhendée par l'actualisation des dividendes prévisionnels des filiales d'assurance au coût des fonds propres. Au-delà du plan d'affaires, ceux-ci sont supposés croître à un taux de 1,5% par an ;
- Enfin, dans la modélisation *DCF to Equity*, un levier d'endettement normatif nul est retenu (rappelons qu'actuellement April est en situation de trésorerie nette positive).

Eléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

La méthode *DCF to Firm* détermine dans un premier temps une valeur d'entreprise dont est déduite la dette (ou à laquelle inversement est ajoutée la trésorerie nette positive) et d'autres ajustements nécessaires pour aboutir à la valeur des fonds propres. Sur la base des comptes à fin décembre 2018, Associés en Finance a pris en compte les éléments suivants pour passer de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres d'April :

- les emprunts et dettes financières auprès d'établissements de crédit et concours bancaires courant, enregistrées au bilan ;
- la trésorerie et équivalent de trésorerie, et les comptes à terme, auxquels sont retranchés la trésorerie des activités d'assurance ;

- les engagements de retraites, après prise en compte de l'actif d'impôt lié à ces engagements ;
- l'estimation du coût supporté par April lié au litige fiscal portant sur la filiale à Malte ;
- les provisions pour risques et charges ;
- le dividende 2018 versé ;
- la valeur des sociétés mises en équivalence enregistrée au bilan.

Le Tableau 10 récapitule les éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres d'April pris en compte dans le cadre de la méthode *DCF to Firm*.

Tableau 10
Éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres, sur la base des comptes à fin décembre 2018 (M€)

Éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres (en m€)	2018R
Dettes nettes	110,0
<i>dont Dettes financières</i>	(51,9)
<i>dont Concours bancaires courants</i>	(16,3)
<i>dont Trésorerie et équivalent de trésorerie</i>	136,2
<i>dont Trésorerie des activités d'assurance</i>	(22,8)
<i>dont Comptes à terme</i>	64,8
Engagements de retraites fiscalisés	(2,3)
Estimation provisoire à date du litige fiscal et provisions pour risques et charges	(38,7)
Dividende 2018 versé	(6,9)
Sociétés mises en équivalence	0,8
Valeur actuelle des dividendes versés aux actionnaires minoritaires	(7,4)
Dividendes issus du pôle assurance	130,7
Cessions prévues	73,5
Total des éléments de passage	55,6

Sources : April, Associés en Finance

Les ajustements pris en compte pour le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres s'élèvent à 55,6 M€ dans la valorisation *DCF to Firm*.

IV.B.5.b. Estimation du coût des ressources de financement

Le coût du capital (*DCF to Firm*) et le coût des fonds propres d'April ont été estimés conformément à la méthodologie utilisée par Associés en Finance pour son modèle Trival®.

Situation actuelle sur les marchés financiers

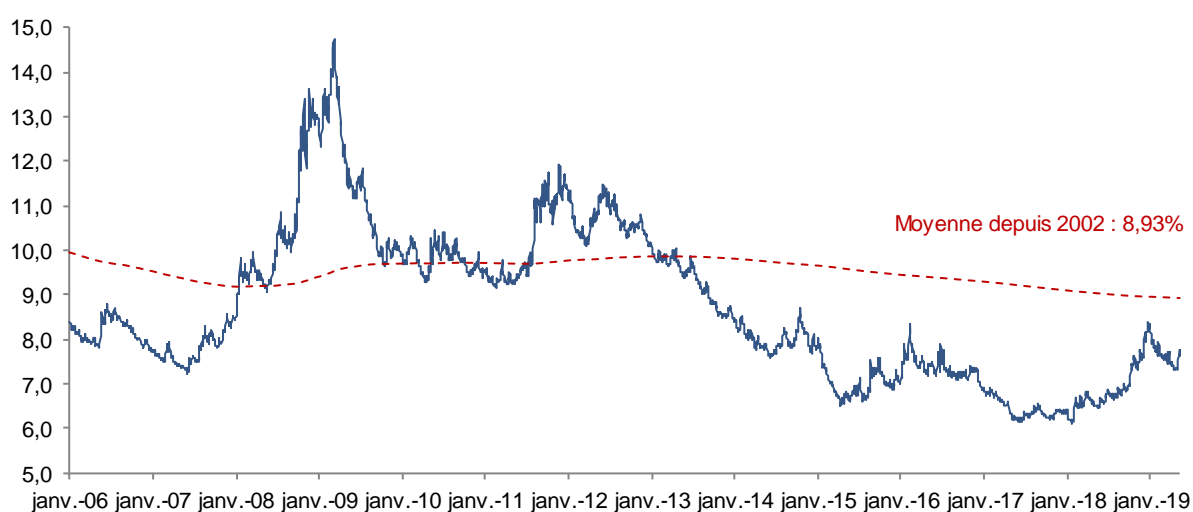
En préliminaire, il convient de souligner le fait que les modèles de valorisation d'Associés en Finance prennent en compte l'évolution au jour le jour des marchés financiers. Ils reflètent donc la situation présente sur les marchés financiers.

La Figure 20 permet de constater que les taux d'actualisation étaient à des niveaux exceptionnellement bas jusqu'à la fin du troisième trimestre 2018. Cette faiblesse des taux d'actualisation résultait du contexte spécifique d'abondance de liquidités liées aux actions volontaristes de la Réserve Fédérale américaine puis de la BCE, et des taux obligataires à des niveaux qui n'ont jamais été aussi faibles

que sur les dernières années, cette situation se répercutant sur les taux d'actualisation sur les marchés actions.

Toutefois, à partir du mois d'octobre 2018, les inquiétudes, notamment macro-économiques, qui étaient apparues début 2018, se sont accentuées, ce qui a eu pour conséquence d'engendrer une phase de baisse importante sur l'ensemble des marchés, et notamment de fortes baisses des cours des actions de la zone euro. Cette baisse des cours a entraîné une hausse généralisée de l'aversion au risque et donc par symétrie une augmentation de la prime de risque et de la prime de taille, et par conséquent une nette hausse des taux d'actualisation en fin d'année 2018. Malgré cette hausse, en partie effacé depuis, les taux d'actualisation restent à des niveaux historiquement faibles, comme le reflète la Figure 20.

Figure 20
Evolution de la rentabilité attendue sur le marché actions depuis 2002



Source : Trival, Associés en Finance

Coût des fonds propres

Le coût des fonds propres qui résulte des calculs d'Associés en Finance dans son modèle de *DCF to Equity* prend en compte, pour chaque société, l'ensemble des risques subis par les actionnaires et la liquidité du titre.

Compte tenu du faible endettement de la société et de son levier d'endettement nul retenu, le coût du capital d'April est égal à son coût des fonds propres. Celui-ci a été estimé conformément à la méthodologie utilisée par Associés en Finance pour son modèle Trival®, qui prend en compte, pour chaque société, l'ensemble des risques subis par les actionnaires et la liquidité du titre.

Paramètres spécifiques d'April :

Le risque relatif d'April résulte des éléments suivants :

- Sur la base de l'analyse de forces / faiblesses présentée à travers la matrice SWOT (cf. Tableau 1) et des fondamentaux de l'environnement opérationnel, le risque de prévision pour les activités de courtage s'établit à 7 pour les modélisations tenant compte des acquisitions anticipées par le management. Cette note prend notamment en considération les risques inhérents à la réalisation du plan d'affaires établi par le management. Le risque de prévision

est diminué pour les modélisations qui ne prennent pas en compte la croissance externe. Pour l'activité assurance, le risque de prévision est plus important que celui lié aux activités de courtage. Le risque de prévision retenu pour les activités d'assurance est de 8 sur une échelle de 1 à 9, c'est-à-dire le niveau de risque des sociétés d'assurance suivies dans le modèle Trival (cf. Annexe 2).

- Le risque financier s'élève à 3 sur une échelle de risque croissant de 1 à 5. Il reflète la structure financière actuelle de la Société qui présente un niveau d'endettement très faible, sa situation financière normative, mais une faible taille relativement à l'échantillon de sociétés suivies dans Trival® et une structure d'actif peu capitalistique (hors placements financiers de l'activité d'assurance).
- Le risque sectoriel s'élève à 0,94 au 6 juin 2019, sur la base du bêta boursier de l'indice *Euro Stoxx Insurance*.

Sur la base de ces éléments, le coefficient de risque relatif d'April s'établit entre 1,17 et 1,23 au 6 juin 2019 selon l'hypothèse de risque (liée à l'intégration ou non de la croissance externe).

Par ailleurs, le modèle Trival® prend en compte l'impact de la liquidité sur le coût des fonds propres des sociétés : la liquidité de chaque société est appréciée au travers de la taille de son flottant et des montants absorbables. Compte tenu des derniers échanges sur l'action April avant annonce de l'Opération, le coefficient d'illiquidité de la Société s'établit à 1,62. Il s'explique par une capitalisation boursière de la Société légèrement inférieure à l'échantillon de sociétés suivies dans Trival® et une relative faible liquidité en bourse (peu de flottant, peu d'échanges), comme mentionné dans la section IV.B.1 sur l'analyse du cours.

Paramètres de marché et coût des fonds propres :

Les paramètres de marché du modèle Trival® permettent d'aboutir à l'estimation du coût des fonds propres après impôt et donc du coût du capital après impôts. Sur la base des paramètres de marché calculés en moyenne sur trois mois au 6 juin 2019, le coût des fonds propres après impôt s'établit à 7,57% pour une action de risque moyen et de liquidité moyenne²⁸. Comme indiqué ci-dessus, les taux d'actualisation sur les actions demeurent actuellement faibles.

Après application des coefficients propres à April aux paramètres de marché indiqués ci-dessus, le coût des fonds propres après impôt ressort entre 10,22% et 10,77% pour la branche courtage (selon l'hypothèse de risque) et à 12,22% pour la branche assurance. Il tient compte de la faible liquidité du titre en bourse. Les Tableaux 11 et 12 en détaillent le calcul.

²⁸ Il intègre une prime de risque de 9,06% par unité de risque et une prime d'illiquidité de 1,82% par unité d'illiquidité.

Tableau 11
Coût des fonds propres après impôt d'April : pôles courtage

		Hors croissance externe	
		Moyenne sur 3 mois	Paramètres spécifiques April
Coût des fonds propres branche courtage	<i>Coût des fonds propres de Marché</i>	7,57%	7,57%
	Impact du risque d'April	9,06% x (1,17 - 1)	1,52%
	Impact de l'illiquidité d'April	1,82% x (1,62 - 1)	1,13%
	Total Coût des fonds propres April		10,22%
			Avec croissance externe
		Moyenne sur 3 mois	Paramètres spécifiques April
Coût des fonds propres branche courtage	<i>Coût des fonds propres de Marché</i>	7,57%	7,57%
	Impact du risque d'April	9,06% x (1,23 - 1)	2,06%
	Impact de l'illiquidité d'April	1,82% x (1,62 - 1)	1,13%
	Total Coût des fonds propres April		10,77%

Source : Associés en Finance

Tableau 12
Coût des fonds propres après impôt d'April : pôle assurance

		Moyenne sur 3 mois	Paramètres spécifiques April
Coût des fonds propres branche assurance	<i>Coût des fonds propres de Marché</i>	7,57%	7,57%
	Impact du risque d'April	9,06% x (1,39 - 1)	3,52%
	Impact de l'illiquidité d'April	1,82% x (1,62 - 1)	1,13%
	Total Coût des fonds propres April		12,22%

Source : Associés en Finance

Le coût moyen pondéré du capital d'April est égal à son coût des fonds propres en l'absence d'endettement normatif (cf. section suivante).

Le modèle *DCF to Equity* prend en compte des prévisions de flux disponibles pour les actionnaires du pôle courtage et du pôle assurance. Le coût des fonds propres retenu correspond à la pondération²⁹ du coût des fonds propres du courtage et du coût des fonds propres de l'assurance, soit 11,04% (hors acquisitions) et 11,36% (avec acquisitions).

IV.B.5.c. Résultats de la valorisation par l'actualisation des flux de trésorerie

Les résultats des deux méthodes (*DCF To Firm* et *DCF To Equity* hors et avec croissance externe) sont synthétisés dans le Tableau 13.

²⁹ Pondération 59% pour le courtage et 41% pour l'assurance

Les éléments de passage pris en compte dans la valorisation par la méthode *DCF to Firm* ont été précédemment détaillés dans la section IV.B.5.a.

Tableau 13
Résultat des valorisations d'April par les méthodes *DCF to Firm* et *DCF To Equity*

	<i>Valorisation (M€)</i>	<i>Hors croissance externe</i>	<i>Avec croissance externe</i>
DCF to Firm	Valeur des fonds propres part du groupe April	815,2	779,8
	Nombre d'actions April (Millions)	40,94	40,94
	Valeur par action April	19,91 €	19,05 €
	<i>Prime d'Offre (en %)</i>	<i>8,5%</i>	<i>12,8%</i>
	<i>Valorisation (M€)</i>	<i>Hors croissance externe</i>	<i>Avec croissance externe</i>
DCF to Equity	Capitaux propres	747,4	779,9
	Nombre d'actions April (Millions)	40,94	40,94
	Valeur par action April	18,26 €	19,05 €
	<i>Prime d'Offre (en %)</i>	<i>18,3%</i>	<i>13,4%</i>

Source : Associés en Finance

Au 6 juin 2019, la méthode *DCF to Firm* aboutit à une valorisation comprise entre 19,05 € et 19,91 € par action April et la méthode *DCF to Equity* aboutit à une valorisation comprise entre 18,26 € et 19,05 €, soit une prime extériorisée par le prix d'Offre comprise entre 8,5% et 18,3%.

IV.B.5.d. Analyse de sensibilité de la valorisation

Sensibilité au taux d'actualisation

Le Tableau 14 présente les résultats de la valorisation en faisant varier les taux d'actualisation dans une fourchette de plus ou moins 1,0% par rapport à l'hypothèse centrale correspondant aux taux moyens sur les trois derniers mois.

Tableau 14
Analyse de la sensibilité de la valorisation d'April au taux d'actualisation

		Hors acquisitions				
		Taux central -1,0%	Taux central -0,5%	Moyenne 3 mois	Taux central + 0,5%	Taux central +1,0%
DCF to Firm	Coût des fonds propres	9,22%	9,72%	10,22%	10,72%	11,22%
	Valeur des FP (M€)	868,3	840,6	815,2	791,8	770,2
	Valeur par action (€)	21,21	20,53	19,91	19,34	18,81
	Prime d'Offre (en %)	1,8%	5,2%	8,5%	11,7%	14,8%
DCF to Equity	Coût des fonds propres	10,04%	10,54%	11,04%	11,54%	12,04%
	Valeur des FP (M€)	817,7	781,2	747,4	716,0	686,8
	Valeur par action (€)	19,98	19,08	18,26	17,49	16,78
	Prime d'Offre (en %)	8,1%	13,2%	18,3%	23,5%	28,7%
		Avec acquisitions				
		Taux central -1,0%	Taux central -0,5%	Moyenne 3 mois	Taux central + 0,5%	Taux central +1,0%
DCF to Firm	Coût des fonds propres	9,77%	10,27%	10,77%	11,27%	11,77%
	Valeur des FP (M€)	848,0	812,4	779,8	749,7	722,0
	Valeur par action (€)	20,71	19,85	19,05	18,31	17,64
	Prime d'Offre (en %)	4,3%	8,8%	13,4%	17,9%	22,5%
DCF to Equity	Coût des fonds propres	10,36%	10,86%	11,36%	11,86%	12,36%
	Valeur des FP (M€)	865,1	820,8	779,9	742,2	707,2
	Valeur par action (€)	21,13	20,05	19,05	18,13	17,28
	Prime d'Offre (en %)	2,2%	7,7%	13,4%	19,1%	25,0%

Source : Associés en Finance

Quelle que soit la période considérée, le prix de l'Offre est supérieur à la valorisation intrinsèque de April. Le prix d'Offre est dès lors équitable pour l'actionnaire minoritaire d'April et s'établit à une valeur significativement plus élevée que la valorisation intrinsèque ressortant des travaux de valorisation présentés ci-dessus.

Impact du montant du litige fiscal a posteriori

Les mécanismes d'ajustement du prix d'Offre, ainsi que les conséquences pour l'actionnaire de l'évolution du montant du redressement fiscal éventuel, ont été détaillés en section III.E.

Les actionnaires qui apporteront à l'Offre s'immunisent contre un potentiel risque lié au niveau du redressement fiscal. En revanche, dans le cas où l'opération ne permet pas le retrait obligatoire, les

actionnaires qui auront décidé de ne pas apporter à l'Offre seront toujours exposés au dénouement du litige fiscal. Le Tableau 15 présente pour exemple la valorisation par action d'April extériorisée par la méthode *DCF To Firm* (hors acquisitions) en fonction du montant définitif du litige fiscal (compris entre 0 et 69,8 M€). Un montant définitif du redressement plus élevé que l'estimation du litige à date induirait un décaissement à payer plus important que la somme prise en compte dans le prix d'Offre, et qui viendrait impacter la valeur par action. Il s'agit d'un calcul théorique d'un impact potentiel futur, mais qui représente un risque pour l'actionnaire.

Tableau 15
Impact du montant du litige fiscal par rapport au coût des FP (en M€) sur la valeur par action (€)

		Estimation du litige fiscal (M€)					
		0,00	15,00	30,00	45,00	60,00	69,80
Coût des fonds propres (%)	10,22%	20,34 €	20,01 €	19,68 €	19,35 €	19,02 €	18,80 €

Source : Associés en Finance

V. Analyse des travaux de la banque présentatrice

Deutsche Bank, Lazard et Natixis, banques présentatrices de l'Offre, font reposer les éléments d'appréciation des conditions de l'Offre sur une évaluation multicritère de la Société tout comme Associés en Finance.

V.A. Méthodologies d'évaluation écartées

Les banques présentatrices ont écarté les mêmes méthodes qu'Associés en Finance, c'est-à-dire les méthodes par l'actif net comptable, par l'actif net réévalué, par l'actualisation des dividendes et par la méthode des transactions de comparables faute de données. Etant donné le caractère hybride d'April et le manque d'informations financières sur les transactions identifiées, Deutsche Bank, Lazard, Natixis et Associés en Finance ont simplement rappelé les transactions intervenues dans le secteur (Associés en Finance présente cinq opérations contre trois (identifiées par Associés en Finance également) pour les banques présentatrices.

Les établissements présentateurs retiennent pour l'évaluation multicritère d'April les méthodes suivantes : l'analyse des cours de bourse, la référence au prix d'achat du bloc de contrôle, la méthode des multiples sur les comparables boursiers, l'approche par les objectifs de cours des analystes et l'actualisation des flux prévisionnels. Associés en Finance présente à titre principal la valorisation par l'analyse des cours de bourse, la référence au prix d'achat du bloc de contrôle et l'actualisation des flux prévisionnels. La valorisation par la méthode des multiples sur les comparables boursiers et l'approche par les objectifs de cours des analystes sont présentées seulement à titre indicatif.

V.B. Les éléments de passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des fonds propres

Les banques présentatrices établissent les différents éléments de passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des fonds propres sur la base du dernier bilan consolidé publié dans le rapport annuel 2018, tout comme l'a fait Associés en Finance. Les banques présentatrices et Associés en Finance retiennent le même nombre de titres.

Associés en Finance et les banques présentatrices intègrent le même niveau de trésorerie (position financière nette positive), de la trésorerie détenue par les sociétés d'assurance en vue du maintien des ratios de solvabilité, de provisions pour retraites fiscalisées, de provisions pour le litige fiscal concernant l'activité de réassurance de la filiale Axeria Re, de provisions pour litiges juridiques, risques et charges, des sociétés mises en équivalence enregistrées à leur valeur comptable et du montant des dividendes versés au titre de l'exercice 2018.

Les banques présentatrices et Associés en Finance prennent en compte également une valeur actuelle des dividendes versés aux actionnaires minoritaires, la légère différence s'explique par le taux d'actualisation retenu. Le montant des éléments de passage extériorisé par les travaux des banques présentatrices et qui vient en déduction de la valeur d'entreprise s'établit à 57 M€ (contre 55,6 M€ pour Associés en Finance).

V.C. Les méthodes présentées à titre indicatif par Associés en Finance

V.C.1. Méthode des objectifs de cours (à titre indicatif)

Les banques présentatrices ont choisi de présenter l'analyse des objectifs de cours des analystes à titre principal, contrairement à Associés en Finance qui présente les résultats seulement à titre indicatif. Le panel d'analystes est identique et le choix de la moyenne avant le communiqué de presse d'April du 23 octobre 2018 et avant l'annonce de la transaction a été préféré par les banques présentatrices comme par Associés en Finance. Les résultats sont par conséquent identiques. Associés en Finance estime que l'analyse des objectifs de cours des analystes financiers ne représente pas en tant que telle une méthode d'évaluation, mais synthétise des opinions.

V.C.2. Méthode des comparables boursiers (à titre indicatif)

Associés en Finance comme les banques présentatrices présentent les résultats d'une valorisation basée sur les comparables boursiers. Associés en Finance a toutefois présenté cette uniquement à titre indicatif pour les raisons mentionnées en section IV.B.3. L'échantillon de sociétés cotées retenu est identique à l'exception d'une société, Assiteca, retenue par Associés en Finance et non par les banques présentatrices. Un multiple composite a été utilisé dans une pondération similaire par les banques présentatrices et Associés en Finance.

Les banques présentatrices et Associés en Finance s'appuient sur les multiples P/E 2019 et 2020 et sur la base des prévisions des analystes de recherche pour les banques présentatrices et sur la base des bénéfices modélisés à partir du plan d'affaires de la société dans son périmètre actuel pour Associés en Finance.

A titre d'information, la fourchette de valorisation obtenue par Associés en Finance par cette méthode, présentée à titre indicatif seulement, est comprise entre 19,73 € et 21,12 € par action April (soit une prime comprise entre +2,3% et +9,5% par rapport au prix d'Offre ajusté), un niveau supérieur à la valorisation obtenue par les banques présentatrices (fourchette de valorisation entre 18,76 € et 19,67 € par action April extériorisant des primes de +9,8% et 15,1%).

V.D. Les méthodes présentées à titre principal

V.D.1. Référence au prix d'achat du bloc de contrôle (à titre principal)

Associés en Finance comme les banques présentatrices considèrent que les conditions de la cession à CVC Partners du bloc majoritaire d'Evolem constituent une référence pour la valorisation d'April.

V.D.2. Référence au cours de bourse (à titre principal)

L'approche d'analyse du cours de bourse présentée par les banques présentatrices est similaire à celle d'Associés en Finance. Associés en Finance³⁰ et les banques présentatrices ont arrêté leurs calculs

30 Il peut néanmoins subsister de légères différences selon la méthode de calcul des cours moyens pondérés utilisés notamment le nombre de jours de bourse de référence. Par ailleurs, les périodes de référence utilisées par Associés en Finance et par les trois banques présentatrices sont identiques, à l'exception de l'utilisation d'un cours moyen pondéré sur deux mois par les banques présentatrices.

au dernier jour de cotation avant annonce de l'Opération et au dernier jour précédant les rumeurs de transaction.

V.D.3. Méthodologie de valorisation par actualisation des flux prévisionnels (à titre principal)

Méthodologie de valorisation DCF to Firm

Les banques présentatrices comme Associés en Finance ont construit leur modèle d'actualisation de flux prévisionnels sur la base des hypothèses du plan d'affaires fourni par la Société.

Les banques présentatrices ont basé leur modélisation sur le plan d'affaires communiqué par la Société hors croissance externe. Pour sa part, Associés en Finance présente des résultats sur la base du plan d'affaires avec et hors acquisitions.

La valeur d'entreprise extériorisée par les banques présentatrices se décompose en la valeur actualisée des flux de trésorerie sur la période explicite du plan d'affaires (2019-2022) et en une valeur terminale qui correspond à l'actualisation de ces flux après 2022 (modèle de Gordon Shapiro), en utilisant un coût moyen pondéré du capital. Les dividendes des filiales d'assurance sont actualisés suivant le même principe en utilisant un coût des fonds propres. Dans le cadre de sa modélisation, Associés en Finance a utilisé le modèle Trival®. La modélisation retenue par Associés en Finance dans ses travaux court jusqu'en 2048.

La somme des flux prévisionnels estimés par les banques (pôle courtage et pôle assurance) est légèrement plus faible que la somme des flux prévisionnels estimés par Associés en Finance (pôle assurance et hors prise en compte des hypothèses de croissance externe pour le pôle courtage). Les différences dans les hypothèses utilisées concernent les éléments suivants :

- La valorisation du pôle assurance et le niveau du coût des fonds propres retenu. Le coût des fonds propres retenu par les banques est légèrement supérieur au coût des fonds propres utilisé par Associés en Finance ;
- Les banques présentatrices se basent sur un taux normatif de +1,25% de croissance du chiffre d'affaires du pôle courtage. Associés en Finance retient une hypothèse de croissance moyenne de 1,7% entre 2023 et 2048 dans son modèle hors acquisitions. Avec acquisitions, elle est de 2,5% entre 2023 et 2048.
- La marge d'EBITDA normative est estimée par les banques comme stable. Dans la modélisation faite par Associés en Finance, cette marge n'est pas linéaire : elle converge vers des niveaux plus faibles conformément à la méthodologie de son modèle Trival®. Le niveau de marge d'EBITDA est supérieur dans le scénario intégrant la croissance externe.
- Les banques présentatrices ont retenu le taux d'impôt de 25% issu de la Loi de Finance 2019 dès 2022, Associés en Finance retient les taux d'impôt communiqués par la Société sur toute la durée du plan d'affaires et le taux d'impôt en vigueur en France à la fin du plan d'affaires ;
- Les banques présentatrices ont modélisé une variation de BFR nulle. Associés en Finance a modélisé le niveau de BFR en pourcentage de la marge brute, puis en a déduit sa variation chaque année. Les flux actualisés par Associés en Finance incorporent des flux de BFR légèrement positifs, qui se réduisent ensuite pour devenir quasi nuls ;
- Associés en Finance a modélisé des dépenses d'investissements un peu plus élevées que les banques présentatrices sur la période 2023-2048, cohérentes avec des hypothèses de croissance elles-aussi plus élevées. Deutsche Bank, Lazard et Natixis ont retenu des investissements nets en immobilisations corporelles et incorporelles de 20 millions d'euros à

partir de 2023, égaux aux dépréciations et amortissements tandis qu'Associés en Finance a modélisé ces investissements en pourcentage de la marge brute sur la base d'un niveau moyen de 5% de la marge brute du courtage, conforme à l'historique du groupe ;

- Les travaux des banques présentatrices aboutissent à un coût moyen pondéré du capital de 11,3% pour les activités de courtage, sur la base des primes de marché de 9,1% (donnée *spot* au 3 juin 2019 de la prime de marché France Bloomberg), d'un bêta de 0,91 calculé à partir du bêta de l'échantillon de comparables, d'un taux sans risque de 1,2% (OAT 30 ans *spot*), et d'une prime d'illiquidité de 2,5% (source Duff & Phelps), d'un niveau de dette nette / capitaux propres de 10% en ligne avec les comparables boursiers, soit un coût des fonds propres du courtage de 12,0% et en tenant compte d'un coût de la dette après impôt de 3,4% basé sur le prix des obligations de Marsh & McLennan, Aon, Willis Towers Watson et Brown & Brown et d'un taux d'impôt de 25% ;
- Associés en Finance dispose de sa propre méthodologie d'estimation du coût des fonds propres ressortant du modèle Trival® (cf. Annexe 2). Le coût des fonds propres de la Société est assimilé à son coût du capital en raison de sa situation de trésorerie. Les travaux menés par Associés en Finance aboutissent à un coût des fonds propres au 6 juin 2019 de 10,22% pour les activités de courtage (hors acquisitions) et de 10,77% pour les activités de courtage (avec prise en compte des acquisitions) ;
- Pour les dividendes des sociétés d'assurance, le taux d'actualisation retenu par les banques présentatrices est de 12,7%, sur la base des mêmes hypothèses que pour le courtage en termes de prime de risque, de taux sans risque, de prime d'illiquidité et avec un bêta de 0,99 observé sur la médiane des bêtas des sociétés d'assurance cotées comparables retenues. Pour sa part, Associés en Finance retient un coût des fonds propres de 12,22% pour l'assurance. Par ailleurs, les banques ne retiennent pas de croissance à long terme pour les activités d'assurance, contre 1,5% pour Associés en Finance.

La valorisation obtenue par Associés en Finance par la méthode *DCF to Firm* hors acquisitions s'élève à 19,91 € par action April, un niveau supérieur à la valorisation obtenue par les banques présentatrices (18,86 € par action April). L'écart entre les deux valorisations s'explique en grande partie par les taux d'actualisation retenus, ainsi que par une valorisation implicite plus élevée pour les activités d'assurance (écart d'environ 30 M€).



Rappelons enfin qu'Associés en Finance présente également des résultats en tenant compte des acquisitions prévues dans le plan d'affaires.

Méthodologie de valorisation *DCF to Equity*

Les banques présentatrices n'ont pas effectué de valorisation par la méthode *DCF to Equity*, à l'inverse d'Associés en Finance qui considère cette méthode comme pertinente pour tenir compte de la structure actuelle du groupe (courtage et assurances).

VI. Synthèse

Tableau 16
Comparaison des valorisations obtenues pour April par les banques présentatrices et par Associés en Finance

Méthode	 Associés en Finance	
Examen des cours de bourse	<p>Prime offerte par l'Offre de 25,9% par rapport au cours de clôture au 28 décembre 2018</p> <p>Primes comprises entre 30,8% (cours sur 1 mois) et 41,8% (cours sur 6 mois) par rapport aux cours moyens pondérés sur 1, 3, 6, 9 et 12 mois au 28 décembre 2018</p> <p>Primes comprises entre 55,7% (cours sur 12 mois) et 73,2% (cours sur un mois) par rapport aux cours moyens pondérés sur 1, 3, 6, 9 et 12 mois au 22 octobre 2018</p>	<p>Prime offerte par l'Offre de 25,9% par rapport au cours de clôture au 28 décembre 2018</p> <p>Primes comprises entre 30,8% et 41,8% par rapport aux cours moyens pondérés sur 1, 2, 3, 6, 9 et 12 mois au 28 décembre 2018</p> <p>Primes comprises entre 55,7% et 73,3% par rapport aux cours moyens pondérés sur 1, 2, 3, 6, 9 et 12 mois au 22 octobre 2018</p>
Actualisation des flux prévisionnels DCF to Firm	<p>Valeur centrale de 19,91 € par action April sur la base de l'évaluation par DCF to Firm, hors acquisitions. Sur cette base, le prix d'Offre extériorise une prime de 8,5%</p> <p>Valeur centrale de 19,05 € par action April sur la base de l'évaluation par DCF to Firm, avec acquisitions. Sur cette base, le prix d'Offre extériorise une prime de 13,4%</p>	<p>Valeur centrale de 18,86 € par action April sur la base de l'évaluation par DCF to Firm, hors acquisitions. Sur cette base, le prix d'Offre extériorise une prime de 14,6%</p>
Actualisation des flux prévisionnels DCF to Equity	<p>Valeur centrale de 18,26 € par action April sur la base de l'évaluation par DCF to Equity, hors acquisitions. Sur cette base, le prix d'Offre extériorise une prime de 18,3%</p> <p>Valeur centrale de 19,05 € par action April sur la base de l'évaluation par DCF to Equity, avec acquisitions. Sur cette base, le prix d'Offre extériorise une prime de 13,4%</p>	
Méthode des comparables boursiers (à titre indicatif)	<p>A titre indicatif : valeur par action April de 20,42 € sur la base des multiples de P/E 2019E et 2020E. Sur cette base, le prix d'offre fait ressortir une prime de 5,8%</p>	<p>A titre indicatif : valeur par action April comprise entre 18,76 € et 19,67 € sur la base de multiple de P/E 2019E et 2020E. Sur cette base, le prix d'offre fait ressortir une prime comprise entre 15,1% et 9,8%</p>
Cession du bloc majoritaire	<p>Valeur par action April de 21,60 € sur la base de la transaction entre CVC et Evolem</p>	<p>Valeur par action April de 21,60 € sur la base de la transaction entre CVC et Evolem</p>
Analyse des objectifs de cours	<p>Les objectifs de cours des deux brokers qui suivent la valeur sont compris entre 15,00 € et 15,90 €</p>	<p>Les objectifs de cours des deux brokers qui suivent la valeur sont compris entre 15,00 € et 15,90 €</p>

Sources : Banques présentatrices, Associés en Finance

VII. Conclusion d'Associés en Finance

Le 28 décembre 2018, le Conseil d'Administration d'April a désigné Associés en Finance en qualité d'expert indépendant.

Dans le cas présent, le recours à un expert indépendant est rendu nécessaire par le fait que l'Initiateur de l'Offre détiendra déjà le contrôle d'April (article 261.1 I alinéa 1 du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers), que les dirigeants de la Société ont conclu un accord avec l'Initiateur de l'Offre susceptible d'affecter leur indépendance (article 261.1 I alinéa 2 du RG), qu'une ou plusieurs opérations connexes à l'offre sont susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix ou la parité de l'offre publique considérée (article 261.1 I alinéa 4 du RG) et par le fait qu'une procédure de retrait obligatoire pourrait être mise en œuvre (article 261.1.II du RG).

La mission d'Associés en Finance consiste à se prononcer sur le caractère équitable des termes et conditions de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un éventuel retrait obligatoire, initiée par Andromeda Investissements, contrôlée ultimement par CVC Partners, au prix de 22,00 € par action payable en numéraire, ajusté à la baisse selon deux éléments : le montant du dividende distribué au titre de l'exercice 2018, soit 0,17 € par action, et un montant fonction du redressement fiscal lié aux activités de réassurance à Malte impliquant un ajustement de 0,23 €. Ainsi le prix d'offre ajusté au 13 juin 2019 est de 21,60 € par action.

Les résultats de la valorisation multicritères d'April réalisée par Associés en Finance sont synthétisés dans le Tableau 17.

Le prix de 21,60 € par action proposé dans le cadre de l'Offre extériorise :

- Une prime très élevée de +73,5% par rapport au cours de clôture d'April au 22 octobre 2018, dernière date avant la confirmation de discussions sur un changement de contrôle d'April, et une prime de +25,9% par rapport au cours de clôture d'April au 28 décembre 2018, avant l'annonce de l'Offre ;
- Des primes comprises entre +30,8% et +41,8% (calculs arrêtés au 28 décembre 2018) et entre 55,7% et +73,3% (calculs arrêtés au 22 octobre 2018), par rapport au cours moyen pondéré du titre calculé sur différentes périodes comprises entre 1 mois et 12 mois de bourse aux dates de référence mentionnées ;
- Des primes de +8,5% à +18,3% par rapport à la valorisation d'April à début juin 2019 par les méthodes d'actualisation des flux de trésorerie, méthode principale de valorisation retenue par Associés en Finance ; le prix d'Offre est de plus supérieur aux résultats les plus élevés obtenus dans cette méthode, lorsqu'on fait varier le taux d'actualisation ;

Le prix d'Offre ressort également supérieur aux résultats des autres méthodes de valorisation qu'Associés en Finance ne retient qu'à titre indicatif.

En définitive, les actionnaires minoritaires de la Société bénéficieront ainsi au titre de la présente Offre d'une prime significative par rapport au cours coté avant l'annonce de l'Offre, et par rapport aux valorisations effectuées par Associés en Finance. Ils se voient offrir le même prix que celui auquel l'actionnaire fondateur et actionnaire de contrôle, Evolem, a cédé son bloc de contrôle à Andromeda Investissements. Les actionnaires minoritaires bénéficient par ailleurs d'une monétisation immédiate sur leur investissement dans un titre dont la liquidité en bourse est relativement faible.

Il convient de rappeler que l'Offre intervient dans un contexte particulier où la Société fait l'objet d'une notification de redressement par l'Administration fiscale, dont l'issue est à ce jour inconnue. L'analyse des conditions de sa mise en œuvre montre que le mécanisme d'ajustement du prix d'Offre lié à ce redressement fiscal est équilibré. En particulier, les actionnaires qui apporteraient leurs actions April à

l'Offre s'immuniserait contre un potentiel risque de perte de valeur lié au niveau du redressement fiscal.

Tableau 17
Comparaison des valorisations obtenues pour April au 6 juin 2019 par les différentes méthodes et primes extériorisées par le prix d'Offre

		Valeur par action	Prime / Décote induite	
A titre principal	Cours de bourse au 22 octobre 2018	22-oct-18	12,45	73,5%
		Cours moyen pondéré par les volumes 1 mois	12,47	73,3%
		Cours moyen pondéré par les volumes 3 mois	12,74	69,6%
		Cours moyen pondéré par les volumes 6 mois	13,11	64,7%
		Cours moyen pondéré par les volumes 9 mois	13,79	56,6%
		Cours moyen pondéré par les volumes 12 mois	13,88	55,7%
	Cours de bourse au 28 décembre 2018	28-déc-18	17,16	25,9%
		Cours moyen pondéré par les volumes 1 mois	16,51	30,8%
		Cours moyen pondéré par les volumes 3 mois	15,86	36,2%
		Cours moyen pondéré par les volumes 6 mois	15,47	39,6%
		Cours moyen pondéré par les volumes 9 mois	15,27	41,5%
		Cours moyen pondéré par les volumes 12 mois	15,23	41,8%
	Méthode d'actualisation des flux	<i>DCF to Equity</i> - Hors prise en compte des acquisitions	18,26	18,3%
		<i>DCF to Equity</i> - Avec prise en compte des acquisitions	19,05	13,4%
		<i>DCF to Firm</i> - Hors prise en compte des acquisitions	19,91	8,5%
		<i>DCF to Firm</i> - Avec prise en compte des acquisitions	19,05	13,4%
Cession du bloc majoritaire	Transaction entre CVC et Evolem	21,60		
A titre indicatif	Analyse des objectifs des analystes	Moyenne avant rumeurs	15,00	44,0%
		Moyenne avant annonce	15,90	35,8%
	Méthode des comparables boursiers	Moyenne multiples P/E 2019E et 2020E	20,42	5,8%

Source : Associés en Finance

Les termes et conditions de l'Offre sont donc équitables pour les actionnaires minoritaires, y compris dans le cas de la mise en œuvre d'un retrait obligatoire à l'issue de la présente Offre.

Philippe Leroy

VIII. Annexe 1 : Présentation de l'expert et déroulement de la mission

Associés en Finance et Détroyat Associés ont annoncé leur rapprochement en décembre 2014.

Créé en 1968 par Jean-Michel Détroyat, Détroyat Associés a été l'un des tout premiers intervenants français indépendants dans le conseil et l'analyse financière.

Créé en 1979, Associés en Finance est un acteur spécialisé dans l'analyse financière et l'évaluation. Son co-fondateur Bertrand Jacquillat a contribué à développer différentes techniques d'évaluation et de calculs financiers aujourd'hui utilisés par l'ensemble de la communauté financière.

La combinaison de ces deux sociétés a permis de créer le seul acteur indépendant de l'évaluation et du conseil à forte culture financière et dont la légitimité repose sur sa connaissance approfondie des marchés financiers, sa maîtrise de la modélisation financière et son exigence de rigueur. La nouvelle entité dispose d'un effectif d'environ 20 personnes, qui constitue l'une des toutes premières de la Place de Paris à la fois en nombre et en qualité.

Une des spécificités d'Associés en Finance réside dans le modèle de valorisation Trival® qui assure le suivi de 500 sociétés cotées et qui permet notamment d'estimer les primes de marché, primes de risque et primes d'illiquidité, et de calculer le coût des ressources de financement pour le marché dans son ensemble et pour les sociétés individuelles. Les primes de marché issues de Trival® constituent des primes de référence pour de nombreux évaluateurs externes et acteurs de l'expertise. Le modèle est également un puissant outil d'analyse qui permet d'évaluer des sociétés / actifs non cotés.

Associés en Finance suit de nombreux groupes dans le secteur des assurances, ce qui a permis à Associés en Finance de développer une connaissance de ce secteur unique parmi les cabinets d'expertise indépendants.

Préalablement à leur rapprochement et depuis ce rapprochement, Associés en Finance et Détroyat Associés ont effectué de multiples missions de conseil, d'expertise indépendante, et plus de 200 missions d'attestations d'équité. Associés en Finance ou Détroyat Associés sont intervenus récemment en qualité d'expert indépendant des opérations suivantes régies par le Règlement Général de l'AMF :

Tableau 18
Missions d'Associés en Finance et Détoyat Associés

Date	Cible	Initiateur	Banques(s) présentatrice(s)	Type d'offre
nov.-18	Malteries Franco-Belges	Malteries Soufflet	Portzamparc	OPAS puis RO
janv.-18	EPS	GDF International	Portzamparc	OPAS
nov.-17	Vexim	Stryker Corporation	BNP Paribas	OPAS
sept.-17	Le Tanneur	Tolomei Participations	Natixis	Augmentation de capital et OPAS
juin-17	Blue Solutions	Bolloré	BNP Paribas / Natixis	OPAS
juin-17	Fimalac	GML	BNP Paribas / Crédit Agricole / Société Générale	OPAS puis RO
juin-17	SIPH	Michelin	Oddo & Cie	OPR-RO
janv.-17	Salvepar	Tikehau Capital	BNP Paribas / Crédit Agricole	OPM puis RO
nov.-16	Faiveley	Wabtec	Société Générale / UBS	OPM
août-16	Orolia	Financière Orolia	Invest Securities	OPAS-puis RO
juin-16	SAFTI	La Santa Maria	Invest Securities	OPR-RO
nov.-15	Montupet	Linamar	Deutsche Bank / Natixis	OPA
oct.-15	AlcateL-Lucent	Nokia	Société Générale	OPE
sept.-15	Bac Majestic	Millimages	Atout Capital	OPR-RO
juil.-15	Serma	Financière Ampère Gallée	Invest Securities	OPAS
juin-15	Société d'Edition de Canal+	Vivendi	CM-CIC Sec. / Credit Agricole CIB	OPA
nov.-14	Nexeya	Nexeya Invest	Natixis	OPR-RO
oct.-14	Cameleon Software	Pros Holdings	Bryan Garnier & Co	OPAS
sept.-14	Club Méditerranée	Global Resort	Lazard Frères / Unicredit Bank AG	OPA
sept.-14	Orosdi	CEREP Investment France	Oddo Corporate Finance	OPR
sept.-14	AlphaMos	DMS	Rocheffort & Associés	Augmentation de capital
juil.-14	Carrefour Property Developpement	CRPF 13	Natixis	OPR

Source : Associés en Finance

Associés en Finance n'a adhéré à aucune des deux associations professionnelles agréées par l'AMF en application de l'article 263-1 de son Règlement Général, et a mis en œuvre en interne les procédures et diligences nécessaires pour le respect des exigences requises des experts indépendants conformément aux principes énoncés dans les instructions AMF n°2006-15, n°2006-08 et dans le Règlement Général de l'AMF aux articles 261-4 et 262.1.

Personnes associées à la réalisation de la mission

Les personnes d'Associés en Finance impliquées dans cette mission sont Philippe Leroy, Président d'Associés en Finance, Mathilde de Montigny, Manager, Arthur Imbert, Associate et Mathieu Benoît, Analyste. Catherine Meyer, Associée, a été en charge du contrôle qualité des travaux engagés.

Déroulement de la mission d'Associés en Finance

Au cours de sa mission, Associés en Finance a eu des contacts physiques ou téléphoniques réguliers avec les différentes personnes indiquées ci-dessous. Dix réunions ont été organisées avec les administrateurs indépendants.

- Contacts physiques ou téléphoniques avec les personnes suivantes :
 - Chiara Corazza, administrateur indépendant, April ;
 - Dominique Druon, administrateur indépendant, April ;
 - Rachael Hughes, administrateur indépendant, April ;
 - Dominique Takizawa, administrateur indépendant, April ;
 - Jacques Tassi, administrateur indépendant, April ;
 - Emmanuel Morandini, Directeur Général, April ;
 - Emmanuel Maillet, Directeur Financier, April ;
 - Aymeric Boisseau, Directeur Juridique, April ;
 - Hubert Segain, Partner Head of Corporate, Herbert Smith Freehills ;
 - Laurence Vincent, Avocate, Herbert Smith Freehills ;
 - Cyril Niboyet, Managing Director, Deutsche Bank ;
 - Gaétane Rebuffet, Director, Deutsche Bank ;
 - Edouard Conques, Managing Director, CVC ;
 - Nicolas Bonnard, Investment Director, CVC ;
 - Fabrice de La Morandière, Avocat, Linklaters ;
 - Pierre Thomet, Avocat, Linklaters.

Pour mener sa mission, Associés en Finance s'est appuyé sur ses propres méthodes et bases de données propriétaires (modèle Trival®), sur des bases de données externes (Bloomberg, Capital IQ), sur des entretiens menés avec les différentes parties prenantes citées ci-dessus et sur les diverses sources d'information disponibles.

Le programme de travail détaillé et les sources d'information utilisées sont également présentés ci-dessous :

- Analyse de documents
 - Derniers statuts d'April ;
 - Organigramme juridique d'April et de ses filiales ;
 - Répartition à jour du capital de la Société (en actions et en droits de vote), détail des éventuels instruments dilutifs ;
 - Rapports de gestion d'April sur les 3 derniers exercices ;
 - Procès-verbaux des Conseils d'Administration d'April et des Assemblées Générales (sur les 3 derniers exercices) ;

-
- Rapports (généraux et spéciaux) des commissaires aux comptes sur les trois derniers exercices ;
 - Projets de Note d'information et éléments d'appréciation du prix de l'Offre élaborés par les banques présentatrices et projet de Note en réponse ;
 - Comptes sociaux, comptes consolidés et annexes 2018 ;
 - Etudes passés et prospectives sur l'environnement opérationnel d'April ;
 - Plan d'affaires commenté ;
 - Contrat de cessions d'actions, signé en date du 28 janvier 2019 ;
 - Documents liés au contrôle fiscal AXERIA RE (scénarios pour le provisionnement, la proposition de redressement, Axeria Re analyse prop. Rectif 21 décembre 2018, Fraude fiscale sanctions pénales financières et une note blanche) ;
 - Term Sheet sur le Co-invest ;
 - Promesse d'achat et d'exclusivité pour l'acquisition des actions April ;
 - Projet sur les principes du Management Package ;
 - *Term Sheet* management et pacte d'actionnaires avec le management ;
 - Projet de pacte entre détenteurs de valeurs mobilières émises par Andromeda Holding ;
 - Mécanisme de liquidité des actions gratuites et contrat de liquidité ;
 - Le montage de financement et le *Term Sheet* de la dette ;
- Utilisation des bases de données
 - utilisation des bases de données financières externes (Bloomberg, Capital IQ) ;
 - utilisation de la base de données Trival® d'Associés en Finance.
 - Analyse de la Société et de son environnement
 - analyse de l'environnement économique et concurrentiel du marché ;
 - analyse financière, comptes et stratégie d'April ;
 - analyse des comparables boursiers de la Société.
 - Evaluation d'April selon une approche multicritère
 - Entretiens avec les différentes personnes indiquées ci-dessus
 - Mise en œuvre du contrôle qualité
 - Examen des travaux des trois banques présentatrices
 - Rédaction du rapport d'expertise
 - Présentation du rapport à la Société

Rémunération

Les honoraires forfaitaires (et donc non conditionnés par le résultat de l'Offre) s'établissent 310 000 € hors TVA et frais techniques.

IX. Annexe 2 : Présentation détaillé du modèle Trival®

IX.A. Trival® : modèle de coût des fonds propres

L'univers Trival®

Le modèle permet de faire cohabiter dans un même échantillon de 500 sociétés : environ 350 sociétés de la zone Euro et environ 150 sociétés hors zone euro (principalement des grandes sociétés nord-américaines ou européennes hors zone euro) de taille très différente, avec des flottants s'étageant de 15 M€ pour le plus faible à 850 Mds€ pour le plus élevé.

Les paramètres de marché sont calculés à partir du sous-échantillon des valeurs de la zone Euro et mis à jour quotidiennement.

Le taux de rentabilité anticipé : l'actualisation des excédents de trésorerie disponibles pour les actionnaires

La rentabilité anticipée est basée sur le calcul des excédents de trésorerie disponibles pour les actionnaires, à partir de plans de développement élaborés par le bureau d'analyse financière d'Associés en Finance. Cette méthode, utilisée par l'ensemble des évaluateurs, permet d'englober dans la répartition des flux tant les dividendes que les rachats d'actions. Ces excédents de trésorerie sont déterminés par simulation des bilans compte tenu des besoins d'investissement et d'une structure financière normative. Celle-ci est liée à la volatilité de la valeur des actifs financés qui conditionne la plus ou moins grande confiance des prêteurs. Le coût de la dette est composé d'un taux pivot affecté d'un écart de taux conforme à la notation de l'entreprise et du spread constaté sur le marché pour celle-ci.

Le modèle de simulation comporte trois périodes. La première vise à passer de la structure actuelle d'endettement à la structure cible, compte tenu de la capacité de croissance interne et externe de l'activité démontrée par la société considérée. La seconde fait converger les variables de rentabilité du groupe considéré vers celles de la moyenne de son secteur d'activité. La troisième période fait converger l'ensemble des secteurs de manière à observer une disparition de la rente économique et d'achever la simulation en calant la valeur finale sur la valeur comptable des fonds propres résiduels.

Le modèle prend en compte plus d'une vingtaine de variables par société. Son objectif est avant tout de faire ressortir les écarts sous-jacents de croissance d'activité, de rentabilité et d'utilisation des capitaux permanents entre les sociétés qui sont directement concurrentes, clientes, etc.

Les flux disponibles pour l'investisseur sont calculés après paiement de l'impôt sur les sociétés, des frais financiers et des flux de la dette, remboursements ou nouveaux emprunts. Le taux de rentabilité anticipé ressortant de ce calcul est donc un taux de rentabilité attendu sur les fonds propres exprimés en valeur de marché après impôt sur les sociétés, mais avant imposition de l'actionnaire.

De l'actif économique à l'actif financier coté

Les simulations microéconomiques sur un portefeuille d'actifs industriels ne correspondent pas toujours à la réalité financière et juridique de l'actif financier coté. Un premier ajustement passe par la prise en compte des intérêts minoritaires, des participations qui ne sont pas consolidées par intégration globale, et des plus et moins-values latentes sur actifs financiers. Un second ajustement passe par la prise en compte au niveau de la « part du groupe » des différents titres (actions ordinaires, actions préférentielles) et l'adoption d'un nombre d'actions normalisé.

Le taux de rentabilité anticipé est le taux d'actualisation qui rend la somme de la valeur actuelle des flux prévus et des ajustements liés aux comptes consolidés évoqués dans le paragraphe précédent égale à la capitalisation boursière. C'est donc un taux de rentabilité attendue sur les fonds propres exprimés en valeur de marché après impôts sur les sociétés mais avant imposition de l'actionnaire.

Le risque anticipé

Une des particularités des modèles développés par Associés en Finance est de se référer non pas à un coefficient bêta calculé ex-post à partir des cours de bourse mais à un risque anticipé. Les premiers présentent en effet l'inconvénient de coefficients de corrélation peu convaincants entraînant leur instabilité et leur faible significativité.

Le risque anticipé résulte de la combinaison d'un risque de prévision, d'un risque financier et d'un risque sectoriel.

Le risque de prévision correspond au degré de confort avec lequel l'analyste peut faire des projections pour l'avenir. Le risque de prévision est la perception externe de l'ensemble des facteurs de variabilité des bénéfices, qu'ils soient liés à des facteurs internes à l'entreprise (produits, stratégie, qualité de gestion, qualité de l'information) ou à son environnement (concurrence dans le secteur, degré de réglementation). Il intègre une note qualitative propre au bureau d'analyse financière d'Associés en Finance représentant la synthèse de douze critères d'appréciation des forces et faiblesses de la société concernée. Il est directement lié à la variabilité anticipée des mouvements du cours de bourse de l'action concernée vis à vis de changements d'environnement économique ou des « surprises » sur les résultats. Le risque de prévision s'étage sur une échelle de 1 à 9, pour une note médiane de 5.

Le risque financier s'apparente aux notations des agences de rating financier. Le risque financier, qui s'étage sur une échelle croissante entre 1 et 5 (3 étant la note médiane), mesure la solidité de la structure financière et la capacité de la société à faire face à ses engagements financiers dans le cadre de son scénario de développement. Il tient compte, sur la base des flux prévisionnels élaborés par Associés en Finance, de la structure financière de la société (dettes sur valeur d'entreprise), de la taille et la volatilité des actifs, de la couverture des charges financières par l'exploitation et du nombre d'années de *cash flows* que représente la dette.

Le risque sectoriel correspond au bêta boursier de l'indice sectoriel auquel appartient la société analysée.

La liquidité

Elle est évaluée dans le modèle par la liquidité structurelle, à savoir le flottant, comme c'est désormais le cas dans la pondération des grands indices boursiers, et par la liquidité conjoncturelle. Le coefficient affecté à la liquidité est normé à un.

La liquidité structurelle s'exprime par le rapport de l'inverse du logarithme du flottant d'un groupe coté à la moyenne des inverses des logarithmes du flottant de chacune des sociétés de l'échantillon.

La liquidité conjoncturelle est appréhendée par l'inverse du logarithme du montant de capitaux négociables pour une variation de 1,0% du cours.

Les sociétés sont rangées par ordre de liquidité décroissante –ou illiquidité croissante– afin d'obtenir une pente positive comme dans le cas de la prime de risque. Les valeurs très liquides ont un coefficient d'illiquidité inférieur à 1, les valeurs peu liquides ayant un coefficient d'illiquidité supérieur à 1.

L'ajout dans Trival® du facteur liquidité dans la valorisation des actifs financiers apporte une réelle contribution. On constate en effet en général une indépendance entre le risque et la liquidité, c'est à

dire que par sous-échantillon de liquidité le risque est invariant, et que par sous-échantillon de risque, la liquidité est également invariante.

La régression entre les taux actuariels obtenus et les deux attributs de risque relatif et d'illiquidité relative, permet de déterminer, compte tenu du niveau de risque opérationnel et de la taille de l'entité, le taux de rentabilité normalement exigé pour cette entreprise. C'est le coût des fonds propres.

Les paramètres obtenus par cette régression sont la prime de risque, la prime d'illiquidité, et un résidu. La prise en compte de la liquidité permet de mieux expliquer les valorisations, puisque le coefficient de détermination (R^2) de la double régression est en général supérieur à 65%.

IX.B. Trival® plan WACC : modèle de coût moyen du capital

A partir des données calculées précédemment pour chacune des sociétés suivies et pour l'ensemble du marché actions, il est possible de calculer le coût moyen pondéré du capital (Wacc).

L'approche traditionnelle en la matière consiste à calculer le coût moyen pondéré du capital en fonction des proportions respectives du capital et de la dette par rapport au total de capitaux employés en valeur de marché (valeur d'entreprise = capitalisation boursière ajustée + dettes). Les résultats de cette méthode sont assez sensibles à la pondération respective accordée au financement par dette et au financement par capitaux propres.

Pour cette raison, Associés en Finance a développé une méthode directe d'estimation du coût moyen du capital : à partir des flux prévus pour chaque société déterminés selon la méthode décrite ci-dessus, il est possible de calculer directement le Wacc.

En pratique, à partir des projections de flux dans Trival®, on régresse :

- Les taux actuariels obtenus en comparant les cash-flows (avant prise en compte des frais financiers et après impôt) à la valeur d'entreprise (capitalisation boursière ajustée et dettes) ;
- Les deux attributs que sont le risque opérationnel (à risque financier moyen) et la taille des actifs mis en œuvre. Le risque opérationnel est calculé selon la méthodologie exposée dans le paragraphe 1, à la différence près que la note de risque financier est bloquée à la note médiane 3 (le calcul est neutre dans un premier temps vis-à-vis de la structure financière : il s'agit de déterminer une valeur d'entreprise théorique avant prise en compte de la structure financière) et que les risques obtenus sont normés sur une moyenne de 1,0. La taille des actifs mis en œuvre est calculée à partir de la valeur d'entreprise (capitalisation boursière ajustée majorée des dettes).



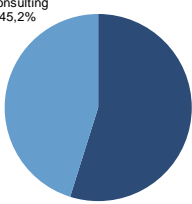
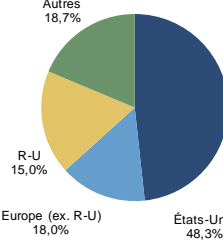


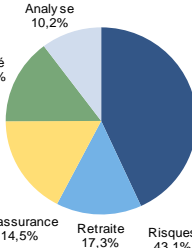
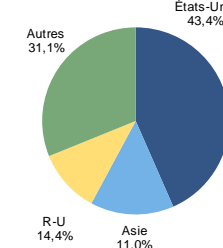


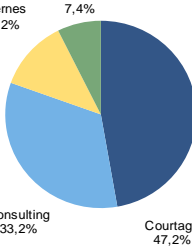
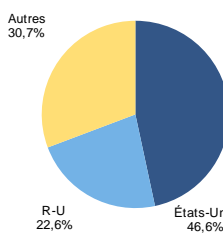


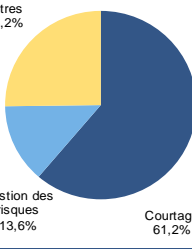
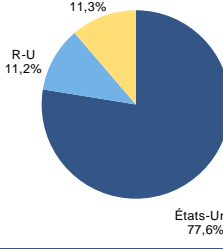


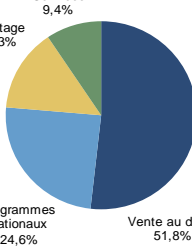
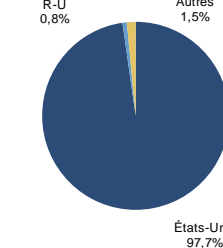
L'ensemble des calculs du plan Wacc est effectué hors valeurs bancaires.

La régression entre les taux actuariels obtenus et les deux attributs de risque opérationnel et de taille des actifs, directement dérivés des éléments utilisés pour la détermination du coût des fonds propres permet de déterminer, compte tenu du niveau de risque opérationnel et de la taille de l'entité, le taux de rentabilité normalement exigé pour cette entreprise. C'est le coût moyen pondéré des capitaux (Wacc).

Les paramètres obtenus par cette régression sont la prime de risque opérationnel, la prime de taille et l'ordonnée du plan.

X. Annexe 3 : Présentation des comparables boursiers



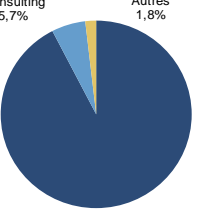
Tableau 19
Sociétés de l'échantillon des comparables boursiers « Courtage »

Société	Pays	Description de l'activité	Capi. boursière	2018R ⁽¹⁾	Répartition des activités par segment ⁽²⁾	Répartition des activités par région ⁽²⁾
		Marsh & McLennan Companies est une entreprise américaine de courtage d'assurance. Elle propose des services de gestions des risques, de conseils et des services de courtage en assurance.	42 023 M€	Chiffre d'affaires 12 661M€		
		Aon est une société britannique de gestion des risques, courtage en assurance et en réassurance. Aon un des leader mondial des services aux entreprises en matière de gestion des risques, de retraite et de couverture sociale.	37 969 M€	Chiffre d'affaires 9 121M€		
		Willis Tower Watson est une entreprise britannique de courtage en assurance de conseil et de solutions logiciels. Elle propose des solutions de gestion des risques, d'accompagnement et d'optimisation du capital.	20 173 M€	Chiffre d'affaires 7 209M€		
		Arthur J. Gallagher & Co. Est une entreprise américaine de courtage en assurance et de conseil en risque financier. Elle propose également des solutions de conseil.	13 196 M€	Chiffre d'affaires 5752,3M€		
		Brown & Brown est une entreprise américaine de courtage en assurance. L'entreprise propose des produits et des services d'assurance aux entreprises, aux institutions gouvernementales et aux particuliers.	7 703 M€	Chiffre d'affaires 1 702,1M€		

Sources : Capital IQ, Associés en Finance

(1) Chiffre d'affaires de la société (2) Basés sur la répartition du chiffre d'affaires 2018



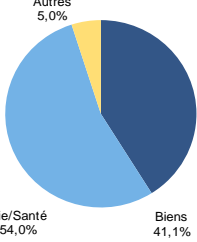
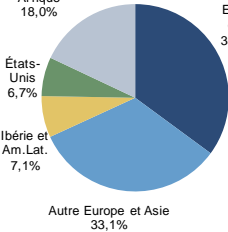


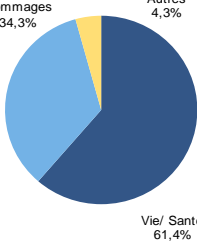
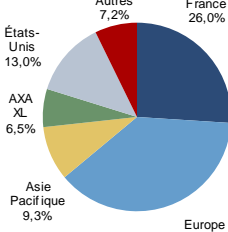


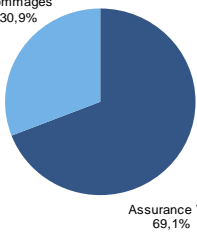
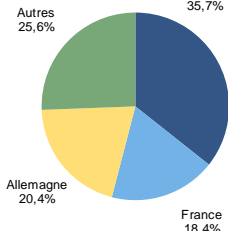


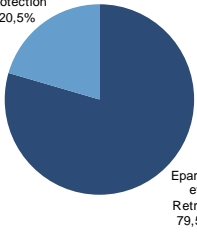
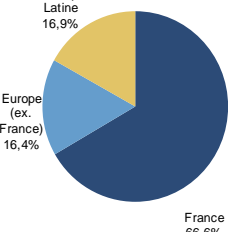
Tableau 20
Sociétés de l'échantillon des comparables boursiers « Courtage » (suite)

Société	Pays	Description de l'activité	Capi. boursière	2018R ⁽¹⁾	Répartition des activités par segment ⁽²⁾	Répartition des activités par région ⁽²⁾								
		<p>Assiteca est entreprise italienne de courtage en assurance. La société fournit des services de conseil en assurance, de courtage et d'analyse technique des risques d'entreprise.</p>	70 M€	<p>Chiffre d'affaires 67,4M€</p>	 <table border="1"> <caption>Répartition des activités par segment</caption> <thead> <tr> <th>Segment</th> <th>Pourcentage</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Commissions</td> <td>92,4%</td> </tr> <tr> <td>Consulting</td> <td>5,7%</td> </tr> <tr> <td>Autres</td> <td>1,8%</td> </tr> </tbody> </table>	Segment	Pourcentage	Commissions	92,4%	Consulting	5,7%	Autres	1,8%	n.d.
Segment	Pourcentage													
Commissions	92,4%													
Consulting	5,7%													
Autres	1,8%													

Sources : Capital IQ, Associés en Finance

(1) Chiffre d'affaires de la société (2) Basés sur la répartition du chiffre d'affaires 2018



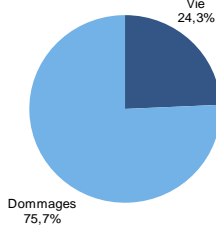
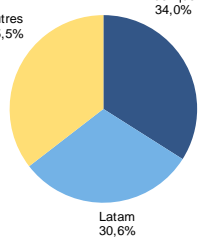


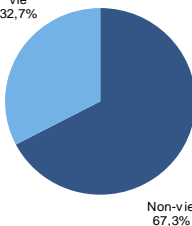


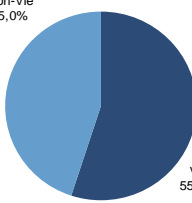
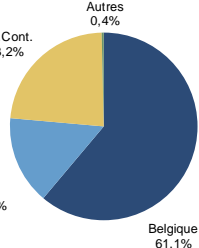


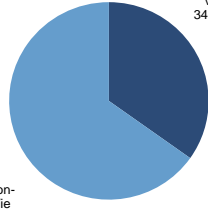
Tableau 21
Sociétés de l'échantillon des comparables boursiers « Assurances »

Société	Pays	Description de l'activité	Capi. boursière	2018R ⁽¹⁾	Répartition des activités par segment ⁽²⁾	Répartition des activités par région ⁽²⁾
		Allianz est un groupe d'assurances leader sur le marché européen. La société intervient sur les assurances vie et santé, les assurances dommages et la gestion d'actifs.	85 619 M€	Gross written premiums 130 557M€		
		AXA est un groupe français spécialisé dans l'assurance et dans la gestion d'actifs. La société est présente dans plus de 64 pays et compte près de 107 millions de clients.	54 067 M€	Gross written premiums 96 558M€		
		Generali est une entreprise italienne d'assurance. La société propose des assurances dans de nombreux segments de l'assurance offrant des solutions aux particuliers, aux professionnels et aux entreprises.	25 957 M€	Gross written premiums 66 691M€		
		CNP Assurances est une entreprise française d'assurance. La société conçoit des solutions de prévoyance et d'épargne.	13 915 M€	Gross written premiums 32 367M€		

Sources : Capital IQ, Associés en Finance

(1) Gross Written Premiums (Primes acquises) (2) Basés sur la répartition des GWP 2018

Tableau 22
Sociétés de l'échantillon des comparables boursiers « Assurances » (suite)

Société	Pays	Description de l'activité	Capi. boursière	2018R ⁽¹⁾	Répartition des activités par segment ⁽²⁾	Répartition des activités par région ⁽²⁾
		Mapfre est une entreprise espagnole d'assurance. La société est regroupée autour de 3 pôles d'activités : l'assurance non vie, la réassurance et l'assurance vie.	7 891 M€	Gross written premiums 22 537M€		
		UnipolSai Assicurazioni est une compagnie d'assurances du groupe Unipol. La société leader en Italie est particulièrement active dans les secteurs de l'assurance vie, de l'immobilier et de l'automobile.	6 566 M€	Gross written premiums 11 718M€		n.d.
		Ageas, est un groupe d'assurance belge. La société est spécialisée dans la création et la gestion de contrats d'assurance vie proposant des produits d'épargne, retraite et prévoyance.	8 649 M€	Gross written premiums 8 646M€		
		A.S.R Insurance est une entreprise néerlandaise d'assurance. La société propose des produits d'assurance, des produits d'épargne et de placement ainsi que des produits d'épargne bancaire.	5 249 M€	Gross written premiums 4 459M€		n.d.

Sources : Capital IQ, Associés en Finance

(1) Gross Written Premiums (Primes acquises) (2) Basés sur la répartition des GWP 2018