OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIÉE VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIÉTÉ

INITIÉE PAR LA SOCIÉTÉ

NOTE EN RÉPONSE ÉTABLIE PAR PCAS

En application des dispositions de l'article L. 621-8 du Code monétaire et financier et de l'article 231-26 de son règlement général, l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») a apposé le visa n°17-321 en date du 4 juillet 2017 sur la présente note en réponse. Cette note en réponse a été établie par la société PCAS et engage la responsabilité de ses signataires. Le visa, conformément aux dispositions de l'article L. 621-8-1-I du Code monétaire et financier, a été attribué après que l'AMF a vérifié « *si le document est complet et compréhensible, et si les informations qu'il contient sont cohérentes* ». Il n'implique ni approbation de l'opportunité de l'opération, ni authentification des éléments comptables et financiers présentés.

AVIS IMPORTANT

En application des dispositions des articles 231-19 et 261-1 du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet Kling & Associés (en ce compris l'addendum à ce rapport), agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans la présente note en réponse.

La présente note en réponse est disponible sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de PCAS (http://www.pcas.com) et peut être obtenue sans frais auprès de **PCAS** (23, rue Bossuet – Parc d'activités de la Vigne aux Loups – 91160 Longjumeau).

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 PCAS seront déposées auprès de l'AMF et mises à la disposition du public, selon les mêmes modalités, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique. Un communiqué de presse sera publié au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre publique afin d'informer le public des modalités de mise à disposition de ces informations, conformément aux dispositions de l'article 221-3 du règlement général de l'AMF.

S O M M A I R E

1. RAPPEL DES PRINCIPALES MODALITÉS DE L'OFFRE 3

1.1 L'Initiateur de l'Offre 3

1.2 Rappel des principaux termes de l'Offre 4

1.3 Rappel des motifs et du contexte de l'Offre 7

1.4 Accords pouvant avoir une incidence sur l'appréciation de l'Offre 11

2. AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE PCAS 14

2.1 Avis motivé du conseil d'administration de PCAS 14

2.2 Intentions des membres du conseil d'administration 18

2.3 Intention de la Société quant aux actions auto-détenues 19

3. AVIS DU COMITÉ D'ENTREPRISE DE PCAS 20

4. RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT – ATTESTATION D'ÉQUITÉ 21

5. INFORMATIONS CONCERNANT LA SOCIÉTÉ 22

5.1 Structure du capital de la Société 22

5.2 Restrictions à l'exercice du droit de vote et au transfert d'actions – Clauses des conventions visées à l'article L. 233-11 du Code de commerce 23

5.3 Participations directes ou indirectes dans le capital de la Société 23

5.4 Titres comportant des droits de contrôle spéciaux 25

5.5 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel 25

5.6 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration et à la modification des statuts 25

5.7 Pouvoirs du conseil d'administration en matière d'émission et de rachat de titres 26

5.8 Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société 31

5.9 Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration, de la direction générale 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 34

6. MISE À DISPOSITION DES AUTRES INFORMATIONS RELATIVES À LA SOCIÉTÉ 35

7. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE EN RÉPONSE 36

ANNEXE 1 AVIS DU COMITE D'ENTREPRISE 37

ANNEXE 2 RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT ET ADDENDUM 39

1. RAPPEL DES PRINCIPALES MODALITÉS DE L'OFFRE

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 233-1 2° et 234-2 et suivants du Règlement général de l'AMF, la société Novacap, société par actions simplifiée au capital de 35 232 819,63 euros ayant son siège social sis 21 chemin de la Sauvegarde - 21 Écully Parc - CS 33 167 - 69 134 Écully Cedex et immatriculée au Registre du commerce et des sociétés sous le numéro 444 465 736 R.C.S. Lyon (« **Novacap** » ou l' « **Initiateur** »), offre de manière irrévocable aux autres actionnaires de la société PCAS, société anonyme au capital de 15 141 725 euros ayant son siège social sis 23, rue Bossuet – Parc d'activités de la Vigne aux Loups – 91160 Longjumeau et immatriculée au Registre du commerce et des sociétés sous le numéro 622 019 503 R.C.S. Évry (« **PCAS** » ou la « **Société** »), d'acquérir, dans les conditions décrites dans la note d'information de l'Initiateur ayant reçu le visa n° 17-320 de l'AMF le 4 juillet 2017 (la « **Note d'Information** »), la totalité des actions de la Société au prix de 16,94 euros (solde du dividende afférent à l'exercice clos le 31 décembre 2016, d'un montant de 0,06 euro, détaché) payable exclusivement en numéraire dans le cadre d'une offre publique d'achat simplifiée dont les conditions sont décrites ci-après (l'« **Offre** »).

Les actions PCAS sont admises aux négociations sur le compartiment B du marché règlementé d'Euronext à Paris (« **Euronext Paris** ») sous le code ISIN FR0000053514.

1.1 L'INITIATEUR DE L'OFFRE

L'Initiateur est une société détenue indirectement à 100% par la société Novacap Group Holding (819 595 794 R.C.S. Lyon – « **NGH** »), laquelle a pour principaux actionnaires :

- LH Novacap, filiale d'Eurazeo SE, qui détient environ 67% du capital de NGH (« **Eurazeo** ») ;
- Ardian Nobel SCS, qui détient environ 18% du capital de Novacap (« **Ardian** ») ; et
- Mérieux Participations 2, qui détient environ 9% du capital de Novacap (avec Mérieux Développement, « **Mérieux** »).

À la date de la présente note en réponse[1] et à la connaissance de la Société, l'Initiateur détient 8 259 104 actions PCAS représentant 54,55% du capital social de la Société[2] et 53,66% des droits de vote théoriques[3].

Cette détention provient de (i) l'acquisition par l'Initiateur le 20 juin 2017 de blocs d'actions auprès de plusieurs actionnaires de la Société (l' « **Acquisition des Blocs** »), comme plus amplement détaillé ci-après (*cf. infra* § 1.3), suivie de (ii) l'acquisition sur le marché depuis l'ouverture de la période

[1] Hors prise en compte des Achats Postérieurs (tel que ce terme est défini ci-après) réalisés par Novacap le 4 juillet 2017.

[2] Calculé sur la base d'un capital composé de 15 141 725 actions.

[3] Calculé sur la base d'un nombre de droits de vote théoriques arrêté, à l'issue de l'Acquisition des Blocs, à 15 391 093 suivant les mêmes modalités que celles énoncées à l'article 223-11 I 2ème alinéa du Règlement général de l'AMF.

d'Offre d'un nombre total de 416 126 actions PCAS[4] conformément aux dispositions de l'article 231-38 IV du Règlement général de l'AMF[5] (les « **Achats Postérieurs** »).

1.2 RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES DE L'OFFRE

1.2.1 Présentation de l'Offre

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du Règlement général de l'AMF, BNP Paribas a déposé le projet d'Offre auprès de l'AMF le 20 juin 2017, en tant qu'établissement présentateur de l'Offre agissant pour le compte de l'Initiateur (« **BNP Paribas** » ou l'« **Établissement Présentateur** »). BNP Paribas garantit en cette qualité 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 règlement général de l'AMF.

1.2.2 Cadre de l'Offre

Comme indiqué au paragraphe 1.1 ci-dessus, l'Initiateur a acquis le 20 juin 2017 suivant les modalités détaillées au paragraphe 1.3 ci-dessous auprès de plusieurs actionnaires de la Société un bloc d'actions PCAS négocié hors marché représentant plus de la moitié du capital social et des droits de vote de PCAS (l' « **Acquisition des Blocs** »).

L'Offre résulte ainsi du franchissement à la hausse le 20 juin 2017, consécutivement à cette Acquisition des Blocs, des seuils de 30% et de 50% du capital social et des droits de vote de la Société par l'Initiateur. Elle revêt en effet, du fait du franchissement du seuil de 30%, un caractère obligatoire conformément aux dispositions de l'article L. 433-3 I du Code monétaire et financier et de l'article 234-2 du Règlement général de l'AMF.

Conformément à l'article 233-1 du Règlement général de l'AMF, du fait du franchissement du seuil de 50%, l'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée régie par les dispositions des articles 233-1 et suivants dudit Règlement.

1.2.3 Titres visés par l'Offre

Conformément à l'article 231-6 du Règlement général de l'AMF, l'Offre porte sur la totalité[6] des actions PCAS existantes, à l'exclusion :

- des actions PCAS détenues par l'Initiateur, soit 8 259 104 actions PCAS à la date de la présente note en réponse[7],

---

[4] Nombre d'actions acquises par Novacap conformément à l'article 231-38 IV du Règlement général de l'AMF entre le 20 juin 2017 et le 3 juillet 2017.

[5] Il est rappelé que, conformément aux dispositions de cet article, l'Initiateur dans le projet de note d'information déposé le 20 juin 2017 auprès de l'AMF et dans la déclaration de franchissement de seuils du 20 juin 2017 (Avis AMF n°217C1305) avait déclaré se réserver la faculté, jusqu'à la date d'ouverture de l'Offre, de se porter acquéreur d'actions PCAS dans la limite de 1 744 604 actions PCAS sur la base d'un ordre libellé au prix de l'Offre.

[6] Sur la base d'un nombre total de 15 141 725 actions, représentant à l'issue de l'Acquisition des Blocs 15 391 093 droits de vote théoriques calculés suivant les modalités de l'article 223-11 I 2ème alinéa du Règlement général de l'AMF.

[7] Nombre arrêté au 3 juillet 2017 (hors prise en compte des Achats Postérieurs réalisés par Novacap le 4 juillet 2017).

- des actions auto-détenues par la Société, soit 1 159 216 actions PCAS (hors contrat de liquidité), et

- des actions ayant été attribuées gratuitement à des salariés et mandataires sociaux de la Société et des sociétés qui lui sont liées en vertu des articles L. 227-197-1 et L. 225-197-2 du Code de commerce et qui leur sont définitivement acquises, mais dont la période de conservation n'aura pas expiré à la date de clôture de l'Offre et qui, en conséquence de cette indisponibilité, ne seront pas transférables, soit 324 184 actions PCAS.

L'Offre porte ainsi, à la date de la présente note en réponse, sur un nombre maximum de 5 399 221actions PCAS, représentant 35,66% du capital et au plus 36,70% des droits de vote sur la base d'un nombre de 15 141 725 actions et 15 391 093 droits de vote théoriques[8] de la Société (avant perte des droits de vote double consécutive à l'apport des actions à l'Offre[9]).

À la connaissance de la Société, il n'existe à la date des présentes 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. Il est précisé à toutes fins utiles que 182 964 actions attribuées gratuitement aux salariés et mandataires sociaux de PCAS et des sociétés qui lui sont liées en vertu des articles L. 227-197-1 et L. 225-197-2 du Code de commerce sont en période d'acquisition. Conformément aux décisions prises par le conseil d'administration de PCAS, les actions qui seront remises à leurs bénéficiaires à l'issue de la période d'acquisition seront des actions existantes, prises parmi les 1 159 216 actions auto-détenues par PCAS visées ci-dessus

1.2.4 Prix de l'Offre

L'Initiateur s'engage irrévocablement à acquérir auprès des actionnaires PCAS tous les titres de la Société visés par l'Offre qui seront apportés à l'Offre, au prix de 16,94 euros, pendant une période de 10 jours de négociation, étant précisé que ce prix s'entend d'un prix coupon détaché au titre du solde de 0,06 euro du dividende afférent à l'exercice clos le 31 décembre 2016. Ce prix équivaut à un prix de 17 euros par action PCAS coupon attaché au titre au titre du solde du dividende afférent à l'exercice clos le 31 décembre 2016.

Il est à cet égard rappelé que :

- le conseil d'administration de PCAS a décidé le 7 septembre 2016 de la distribution en numéraire d'un acompte sur dividende de 0,06 euro par action, lequel a été mis en paiement le 16 septembre 2016[10] ;

- l'assemblée générale des actionnaires de PCAS réunie le 28 juin 2017 a décidé la distribution d'un dividende de 0,12 euro par action ; le solde du dividende à verser aux actionnaires au titre de l'exercice clos le 31 décembre 2016 s'élève ainsi à 0,06 euro par action.

Le prix de 16,94 euros par action PCAS a été arrêté sous le postulat que (i) l'assemblée générale des actionnaires approuve la proposition de versement d'un dividende de 0,12 euro par action et que (ii) le détachement du solde du dividende à verser, d'un montant de 0,06 euro par action, intervienne avant la date d'ouverture de l'Offre.

---

[8] *Cf. supra* note 6.

[9] Et le cas échéant aux Achats Postérieurs visés au paragraphe 5.1.2 ci-dessous.

[10] *Cf.* Rapport financier semestriel au 30 juin 2016 de PCAS (communiqué de presse du 7 septembre 2016).

La date de détachement et la date de paiement du solde du dividende 2016 sont respectivement les 3 et 5 juillet 2017.

En conséquence, la date de détachement étant, compte-tenu du calendrier indicatif de l'Offre[11], antérieure à l'ouverture de l'Offre, le prix de l'Offre est fixé à 16,94 euros par action PCAS.

1.2.5 Conditions assortissant l'Offre

L'Offre n'est assortie d'aucune condition, y compris en matière de contrôle des concentrations.

Il est à cet égard précisé que l'Acquisition des Blocs par Novacap, visée aux paragraphes 1.1 et 1.2.2 ci-dessus et décrite au paragraphe 1.3 ci-dessous, était subordonnée à l'autorisation des autorités de la concurrence compétentes en France et à l'étranger. Ces autorisations ont toutes été obtenues préalablement à l'acquisition susvisée[12].

1.2.6 Procédure d'apport à l'Offre – Remboursement des frais de négociation

La procédure suivant laquelle les actionnaires de PCAS pourront apporter leurs actions PCAS à l'Offre est décrite au paragraphe 2.4 de la Note d'Information établi par l'Initiateur dans les termes reproduits ci-dessous au présent paragraphe.

Les actionnaires de PCAS dont les actions sont inscrites en compte auprès d'un intermédiaire financier (établissements de crédit, entreprises d'investissement, etc.) et qui souhaiteraient présenter leurs actions à l'Offre, devront remettre à leur intermédiaire financier, au plus tard à la date de clôture de l'Offre, un ordre de vente irrévocable selon les modalités propres à leur intermédiaire.

Les actions inscrites en compte au nominatif devront être converties au porteur pour être présentées à l'Offre. En conséquence, les actionnaires détenant leurs actions sous forme nominative et qui souhaitent les apporter à l'Offre devront demander la conversion de ces actions au porteur dans les meilleurs délais. Ils perdront alors les avantages attachés à la forme nominative pour celles des actions alors converties au porteur.

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

L'acquisition des actions de la Société dans le cadre de l'Offre se fera par achats sur le marché d'Euronext Paris par l'intermédiaire d'Exane BNP Paribas, en tant que membre de marché acheteur, agissant en qualité d'intermédiaire pour le compte de l'Initiateur.

---

[11] *Cf. Infra* § 1.2.7.

[12] Décision de l'autorité de la concurrence allemande (« Bundeskartailamt ») en date du 30 mai 2017 - Décision de l'autorité de la concurrence autrichienne (« Bundeswettbewerbsbehorde ») en date du 13 juin 2017 - Décision de l'autorité de la concurrence irlandaise (« Competition and Consumer Protection Commission ») en date du 15 juin 2017 - Décision de l'Autorité de la Concurrence française (« ADLC ») en date du 19 juin 2017.

Les actionnaires de la Société qui souhaiteraient apporter leurs actions à l'Offre peuvent :

- soit céder leurs actions sur le marché, auquel cas le règlement-livraison des actions cédées (y compris le paiement du prix) interviendra le deuxième jour de bourse suivant l'exécution des ordres, et les frais de négociation (y compris les frais de courtage et de TVA correspondants) afférents à ces opérations resteront alors en totalité à la charge des actionnaires cédants (la « **Procédure Non-Centralisée** ») ;

- soit céder leurs actions dans le cadre de la procédure semi-centralisée coordonnée par Euronext Paris, auquel cas le règlement-livraison des actions cédées (y compris le paiement du prix) interviendra après l'achèvement des opérations de semi-centralisation après le dernier jour d'ouverture de l'Offre (la « **Procédure Semi-Centralisée** »).

L'Initiateur remboursera les frais de négociation (frais de courtage et TVA afférente) supportés par les actionnaires ayant apporté à l'Offre dans le cadre de la Procédure Semi-Centralisée, dans la limite de 0,20% (hors taxes) du montant de l'ordre avec un maximum de 100 euros (toutes taxes incluses) par opération.

Les demandes de remboursement des frais mentionnés ci-dessus seront acceptées et traitées par les intermédiaires financiers à Euronext Paris pendant une période de 25 jours de bourse suivant la clôture de l'Offre. Passé ce délai, aucune demande de remboursement ne sera acceptée. Les actionnaires susceptibles de bénéficier du remboursement des frais de négociation visés ci-dessus seront seulement ceux qui seront inscrits en compte le jour précédant l'ouverture de l'Offre.

1.2.7 Calendrier de l'Offre

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

La Note d'Information[13] présente, à titre tout à fait indicatif, un calendrier de l'Offre.

1.3 RAPPEL DES MOTIFS ET DU CONTEXTE DE L'OFFRE

L'Offre s'inscrit dans le cadre du rapprochement stratégique souhaité et proposé par l'Initiateur entre son groupe et le groupe PCAS, afin de créer un acteur français de poids dans le domaine de la chimie fine et de la pharmacie, présent à l'international, doté d'une taille critique, d'une capacité d'innovation forte et d'une surface financière solide pour un renforcement du nouveau groupe sur un secteur en consolidation.

Ce projet de rapprochement a été présenté au conseil d'administration de PCAS par Novacap dans une lettre d'offre du 15 mai 2017 détaillant notamment les conditions et modalités envisagées pour le lancement d'une offre publique d'acquisition sur les titres PCAS après et sous réserve de l'acquisition par l'Initiateur d'un bloc d'actions représentant plus de la moitié du capital social et des droits de vote de PCAS.

[13] *Cf*. § 2.6 de la Note d'Information.

Le conseil d'administration, réuni immédiatement après la réception de cette offre de rapprochement le 15 mai 2017, a notamment :

- pris acte des discussions intervenues entre Novacap et certains actionnaires de la Société, dont les principaux, en vue de la cession de leurs actions PCAS à Novacap sous conditions (i) de la détention par Novacap, à l'issue de ces cessions, de plus de la moitié du capital et des droits de vote de PCAS et (ii) de l'obtention des autorisations requises en matière de contrôle des concentrations (les « **Conditions** ») ;

- examiné le rationnel stratégique sous-tendant le rapprochement proposé et donné un avis favorable sur le principe de ce rapprochement ;

- désigné le cabinet Kling & Associés en qualité d'expert indépendant (l'« **Expert Indépendant** ») conformément aux dispositions de l'article 261-1 du Règlement général de l'AMF.

Suite à cette réunion du conseil d'administration, le 15 mai 2017, Novacap et chacun des actionnaires susvisés ont conclu les contrats reflétant leur accord en vue de la cession à Novacap de leurs actions PCAS et de l'acquisition corrélative du contrôle de PCAS par Novacap (le projet d' « **Acquisition des Blocs** ») :

(i) d'une part, Novacap a conclu avec les sociétés Eximium et Crusader – toutes deux contrôlées par M. Michel Baulé – un contrat de cession de leurs actions PCAS (soit un total de 4 464 058 actions représentant 29,48% du capital de PCAS) à Novacap sous les Conditions et au prix de 17 euros par action (solde du dividende 2016 attaché) ; ce contrat de cession prévoyait également les modalités d'investissement de Crusader dans NGH suivant les modalités précisées au paragraphe 1.4 ci-dessous ;

(ii) d'autre part, Novacap a conclu avec plusieurs autres actionnaires détenant ensemble 3 432 604 actions PCAS susceptibles de cession à Novacap (soit 22,67% du capital de PCAS) des promesses unilatérales d'achat d'actions aux termes desquelles Novacap s'engageait auprès de chacun desdits actionnaires, sous les Conditions et moyennant un engagement d'exclusivité portant interdiction pour chaque actionnaire signataire de négocier en vue de céder et de céder ses actions PCAS, à acquérir ses actions PCAS au prix de 17 euros par action (solde du dividende 2016 attaché), le cas échéant complété par un complément de prix ; ainsi, en cas d'un prix d'Offre supérieur au prix de cession, soit à 17 euros par action PCAS (solde du dividende 2016 attaché), Novacap est engagée, sous certaines conditions[14], à verser à chacun des bénéficiaires des promesses (à l'exception de Messieurs Touraille et Moissenot) un complément de prix égal à la différence entre le prix de l'Offre qu'elle déposera et le prix payé pour chaque action transférée à son profit ;

le tableau ci-dessous identifie les bénéficiaires[15] des promesses unilatérales susvisées et le nombre d'actions PCAS sur lesquelles chacune de ces promesses portait :

[14] Parmi lesquelles en particulier (i) un règlement-livraison de l'Offre avant le 31 décembre 2017, (ii) un rapport de l'Expert Indépendant concluant à l'équité du prix d'Offre et (iii) un avis motivé du conseil d'administration de PCAS favorable à l'Offre.

[15] Il est précisé que M. Christian Moretti a, postérieurement à la conclusion le 15 mai 2017 de la promesse unilatérale le liant à Novacap, apporté la totalité de ses actions PCAS, soit 1 553 300 actions PCAS, à InWhite, société de droit luxembourgeois contrôlée par M. Christian Moretti, cédant ainsi sa qualité de partie à ladite promesse à InWhite (*cf*. Avis AMF n° 217C1232). M. Christian Moretti s'est également vu consentir un prêt de consommation de 60 000 actions PCAS (*cf*. même Avis AMF) qui ont été restituées concomitamment à l'Acquisition des Blocs.

Bénéficiaires	Actions PCAS sous promesse
M. Christian Moretti et les membres de sa famille	1 557 341
Anblan (343 518 957 R.C.S Evry - contrôlée par M. Moretti)	666 239
M. Denery Fenouil et Edoine Holding SPRL (contrôlée par M. Fenouil)	450 000
D.R.T. (985 520 154 R.C.S. Dax)	238 410
M. et Mme Jean-Robert Kervarec	114 892
M. et Mme Jean-Charles Arkwright	50 000
Chaussier Croissance	60 000
M. Jacques Lair	22 000
M. Philippe Delwasse	60 000
M. Vincent Touraille	14 000
M. Eric Moissenot et les membres de sa famille	36 500
Nactis Flavours (421 044 009 R.C.S Evry) et Nactis (809 520 836 R.C.S. Evry)	163 222
Total	**3 432 604**

Les procédures d'information et de consultation des institutions représentatives du personnel compétentes du groupe PCAS sur le changement de contrôle appelé à résulter du projet d'Acquisition des Blocs ont été entamées dès le 15 mai 2017. Le comité central d'entreprise de PCAS a dans ce cadre rendu un avis favorable le 15 juin 2017.

Novacap a parallèlement notifié le projet de rapprochement avec PCAS auprès des autorités de la concurrence compétentes, en France et à l'étranger (Allemagne, Autriche et Irlande), lesquelles ont toutes autorisé le projet d'Acquisition des Blocs et le rapprochement subséquent[16].

Les actionnaires bénéficiaires d'une promesse unilatérale d'achat de leurs actions PCAS en vertu des accords conclus le 15 mai 2017 ont, pour la plupart d'entre eux et conformément aux stipulations desdits accords, confirmé leur souhait de céder leurs actions PCAS sous promesse à Novacap ; les actionnaires suivants ont ainsi exercé la promesse dont ils étaient bénéficiaires : Anblan, InWhite[17], les membres de la famille de M. Moretti, DRT, Edoine Holding (mais seulement à hauteur de 443 316 actions), Nactis et Nactis Flavours, Chaussier Croissance, M. et Mme Kervarec, M. Arkwright (mais seulement à hauteur de 25 000 actions), M. Moissenot et les membres de sa famille, M. Touraille et M. Delwasse ; M. Lair n'a en revanche pas exercé la promesse dont il était bénéficiaire.

Le tableau ci-dessous identifie ainsi les bénéficiaires ayant exercé la promesse qui leur bénéficiait et le nombre d'actions à hauteur de laquelle elle a été exercée :

[16] *Cf. Supra* note 12.

[17] *Cf. Supra* note 15.

Bénéficiaires ayant exercé la promesse	Nombre d'actions PCAS concernées par l'exercice de la promesse
M. Christian Moretti et les membres de sa famille	1 557 341
Anblan (343 518 957 R.C.S Evry - contrôlée par M. Moretti)	666 239
Edoine Holding SPRL (contrôlée par M. Fenouil)	443 316
D.R.T. (985 520 154 R.C.S. Dax)	238 410
M. et Mme Jean-Robert Kervarec	114 892
M Jean-Charles Arkwright	25 000
Chaussier Croissance	60 000
M. Philippe Delwasse	60 000
M. Vincent Touraille	14 000
M. Eric Moissenot et les membres de sa famille	36 500
Nactis Flavours (421 044 009 R.C.S Evry) et Nactis (809 520 836 R.C.S. Evry)	163 222
Total	**3 378 920**

Le conseil d'administration de PCAS a rendu son avis motivé sur l'intérêt et les conséquences de ce projet d'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés le 20 juin 2017 ; les conditions d'adoption de cet avis motivé et ses termes sont détaillés au paragraphe 2 ci-dessous.

Les Conditions étant satisfaites, Novacap a acquis hors marché le 20 juin 2017 à l'issue du conseil susvisé, en application des accords susvisés du 15 mai 2017, un total de 7 842 978 actions PCAS, auprès de Eximium, Crusader et des actionnaires ayant exercé la promesse unilatérale leur bénéficiant, lui permettant de détenir 51,80% du capital et 50,96% des droits de vote (théoriques) de PCAS (l' « **Acquisition des Blocs** »). Au résultat de l'Acquisition des Blocs, l'Initiateur a ainsi franchi individuellement à la hausse les seuils de 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 1/3 et 50% du capital social et des droits de vote de PCAS.

Par ailleurs, conformément aux accords conclus le 15 mai 2017, Messieurs Moretti (président du conseil d'administration et administrateur), M. Philippe Delwasse (vice-président du conseil d'administration et administrateur), M. Jean-Robert Kervarec (administrateur) et M. Denery Fenouil (administrateur) ont démissionné de leurs fonctions au sein du conseil d'administration avec effet à la date de l'Acquisition des Blocs. Le 20 juin 2017, le conseil d'administration a coopté les personnes suivantes pour remplacer chacun d'eux avec effet à la date de l'Acquisition des Blocs : M. Pierre Luzeau, M. Vincent Milhau, M. Marc de Roquefeuil et Mme Vanessa Michoud.

Le conseil a également désigné M. Pierre Luzeau, par ailleurs président de Novacap, en qualité de président du conseil d'administration en remplacement de M. Christian Moretti et M. Marc de Roquefeuil en qualité de président et membre du comité des rémunérations en remplacement de M. Philippe Delwasse.

BNP Paribas a déposé le projet d'Offre auprès de l'AMF le 20 juin 2017, en tant qu'établissement présentateur de l'Offre agissant pour le compte de l'Initiateur.

Comme indiqué au paragraphe 1.2.2 ci-dessus, l'Offre s'inscrit dans le cadre de l'obligation faite à l'Initiateur par l'article L. 433-3 I du Code monétaire et financier et par l'article 234-2 du Règlement général de l'AMF de déposer une offre publique visant la totalité du capital et des titres donnant accès au capital ou aux droits de vote de la Société qu'il ne détenait pas à la suite du franchissement à la hausse le 20 juin 2017 du seuil de 30 % du capital et des droits de vote de la Société du fait de l'Acquisition des Blocs visée aux paragraphes 1.1, 1.2.2 et 1.3.

1.4 ACCORDS POUVANT AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRÉCIATION DE L'OFFRE

La Société n'a connaissance d'aucun accord pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue sous réserve des accords décrits au paragraphe 1.3 ci-dessus et au présent paragraphe 1.4.

1.4.1 Investissement de Crusader dans le capital de NGH

Conformément à la faculté, mentionnée au paragraphe 1.3 ci-dessus, offerte par le contrat de cession d'actions conclu le 15 mai 2017 entre Eximium et Crusader d'une part et Novacap d'autre part, Crusader a investi, à la date d'Acquisition des Blocs, une somme de 25 000 000 euros dans NGH, en souscrivant à des obligations remboursables en actions émises par NGH dites « ORA Tranche 1B ». Il est précisé qu'Eurazeo, Ardian et Mérieux ont quant à eux souscrit à des obligations remboursables en actions émises par NGH dites « ORA Tranche 1A » dans le cadre du financement de l'Acquisition des Blocs par l'Initiateur[18].

Sous réserve de l'obtention de la déclaration de conformité par l'AMF de l'Offre, les ORA Tranche 1B ainsi émises seront remboursées en actions NGH à la première des deux dates suivantes α/ le la date de publication des résultats de l'Offre ou β/ le 31 janvier 2018, suivant une parité de remboursement identique à celle applicable au remboursement des ORA Tranche 1A souscrites par Eurazeo, Ardian et Mérieux.

Par dérogation à ce qui précède, dès lors que l'AMF ou la Cour d'appel de Paris conclurait α/ au caractère non équitable ou sous-évalué des valorisations de NGH ou de ses instruments financiers telles que retenues dans le cadre de cet investissement de Crusader ou β/ à l'existence d'un avantage né de cet investissement au profit de Crusader de nature à rompre l'égalité de traitement entre les actionnaires dans le cadre de l'Offre, les ORA Tranche 1B par Crusader lui seront remboursées en numéraire et non en actions NGH, sauf accord entre les parties concernées sur une modification des termes de de l'investissement de Crusader permettant une déclaration de conformité de l'Offre par l'AMF au prix de 16,94 euros par action (solde du coupon 2016 détaché).

Les conditions de remboursement de ces ORA Tranche 1B et, plus généralement, les modalités de l'investissement de Crusader dans NGH ainsi que les accords conclus dans ce cadre sont plus amplement détaillés dans la Note d'Information de l'Initiateur[19].

Comme précisé dans la Note d'Information établi par l'Initiateur, le pourcentage de participation de Crusader au capital de NGH – en l'absence de remboursement en numéraire des ORA Tranche 1B – sera compris entre environ 6,2% et 7,7%, selon les résultats de l'Offre et corrélativement du financement requis de la part des associés de NGH.

---

[18] *Cf.* § 2.8.2 de la Note d'Information.

[19] *Cf*. en particulier le paragraphe 1.3.1 de la Note d'Information.

Il est précisé que l'Expert Indépendant, dans le cadre de son analyse des accords afférents à l'investissement de Crusader dans NGH, telle que présentée dans un Addendum à son rapport[20], conclut à l'absence de remise en cause du prix de l'Offre.

1.4.2 Participations de certains membres de l'équipe de direction de PCAS aux plans d'intéressement bénéficiant aux managers du groupe Novacap

Comme indiqué dans la Note d'Information établie par l'Initiateur, certains managers du groupe PCAS se voient offrir, dans le cadre de l'Offre, la possibilité de participer aux plans d'intéressement mis en place au sein du groupe Novacap au profit de certains de leurs managers.

(i) Descriptif des plans d'intéressement mis en place en juin 2016 au niveau du groupe Novacap

Dans le cadre de l'acquisition du groupe Novacap par Eurazeo, Ardian et Mérieux en juin 2016 et de la mise en place concomitante de plans d'intéressement au bénéfice de certains cadres et dirigeants du groupe Novacap, NGH a émis des AO, AP 1 et AP 2 (tels que ces termes sont définis dans les statuts de NGH) au bénéfice de trois véhicules *ad hoc* regroupant ces cadres et dirigeants du groupe Novacap (les « **Sociétés des Cadres** ») :

- Les AO donnent droit à une participation dans les bénéfices, au boni de liquidation et à des droits de vote proportionnels à leur participation dans le capital de NGH.

- Les AP 1 donnent droit (i) à un droit de vote par action et (ii) à un dividende préciputaire cumulatif de 8,5% de leur prix de souscription par an (capitalisé à chaque date anniversaire de la date d'émission, s'il n'est pas payé) et une allocation prioritaire de valeur dans le cadre d'une opération de cession ou de fusion de NGH à l'issue de laquelle Eurazeo cesserait de détenir 50% ou plus du capital ou des droits de vote de NGH, d'une introduction en bourse de NGH et de la répartition du boni de liquidation, selon le cas (les « **Événements Déclencheurs** »).

- Les AP 2 donnent droit (i) à un droit de vote par action et (ii) à une allocation surpondérée de la valeur dans le cadre de la survenance d'un Événement Déclencheur en fonction du rendement du projet d'investissement des associés de NGH.

(ii) Faculté d'investissement de certains managers de PCAS

Dans le cadre de son investissement au sein du groupe Novacap en juin 2016, Eurazeo a souscrit des actions des Sociétés des Cadres ayant vocation à être cédées à des cadres et dirigeants (la « **Réserve** »).

Dans le cadre de l'Offre, il est proposé qu'environ 16 cadres du groupe PCAS[21] (les « **Cadres Investisseurs PCAS** ») puissent acquérir des actions de la Réserve, à leur valeur vénale, établie par transparence sur la base de la valeur des titres NGH détenus par les Sociétés des Cadres concernées.

[20] *Cf. Infra* § 4 et Annexe 2.

[21] Dont Messieurs Vincent Touraille (directeur général), Éric Moissenot (directeur finances et administration) et Pierre Schreiner (directeur des opérations).

Chacun des Cadres Investisseurs PCAS consentira une promesse de vente à Eurazeo[22] sur la totalité des titres qu'il détient dans les Sociétés des Cadres exerçable en cas de cessation de ses fonctions dans le groupe Novacap pour quelque raison que ce soit. Corrélativement, Eurazeo consentira à chacun des Cadres Investisseurs PCAS une promesse d'achat portant sur la totalité des titres qu'il détient dans les Sociétés des Cadres, exerçable dans certains cas limités. Ces promesses seront similaires à celles conclues avec les cadres et dirigeants du groupe Novacap depuis juin 2016.

[22]Eurazeo s'est engagée à rétrocéder les actions qui seraient acquises à la suite de la levée de la promesse de vente à Ardian, Mérieux et Crusader, le cas échéant, à hauteur de leur participation respective dans le capital de NGH.

2. AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE PCAS

2.1 AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE PCAS

2.1.1 Rappel des décisions préalables du conseil d'administration relatives au projet d'Offre

Comme indiqué au paragraphe 1.3 ci-dessus, le 15 mai 2017, le conseil d'administration de la Société s'est réuni suite à l'offre de rapprochement lui ayant été adressée le 15 mai 2017 par Novacap, consistant en une offre publique d'achat de Novacap sur les titres de PCAS après acquisition d'un bloc d'actions représentant plus de la moitié du capital social et des droits de vote de PCAS.

Lors de cette réunion[23], le conseil d'administration a notamment :

- donné un avis favorable sur le principe du rapprochement proposé par Novacap et donc à la poursuite de son étude par la Société et ses conseils ;

- désigné le cabinet Kling & Associés en qualité d'expert indépendant conformément aux dispositions de l'article 261-1 du Règlement général de l'AMF, avec pour mission d'apprécier le caractère équitable du prix de l'Offre et de dresser un rapport de ses constatations et conclusions afin de permettre au conseil d'apprécier les conditions financières de l'Offre et de rendre l'avis motivé prévu par la réglementation en vigueur ; le conseil a chargé son président et le directeur général de superviser la mission de l'expert et de lui communiquer tous les éléments nécessaires à son bon déroulement.

Le cabinet Kling & Associés a remis son rapport le 20 juin 2017, étant précisé que ce rapport a été complété par un addendum en date du 28 juin 2017.

2.1.2 Avis motivé rendu par le conseil d'administration

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 4° du Règlement général de l'AMF et comme indiqué au paragraphe 1.3 ci-dessus, le conseil d'administration de PCAS s'est réuni le 20 juin 2017 sur convocation de son président à l'effet d'examiner le projet d'Offre et de rendre un avis motivé sur l'intérêt et les conséquences de ce projet d'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Tous les membres du conseil d'administration étaient présents ou réputés présents à cette réunion, à l'exception de Madame Caroline Millot ; ainsi étaient présents ou réputés présents : M. Christian Moretti (président et administrateur), M. Philippe Delwasse (vice-président et administrateur), M. Alain de Salaberry (administrateur), M. Denery Fenouil (administrateur), M. Jean-Robert Kervarec (administrateur) et Mme Jacqueline Lecourtier (administrateur).

Les débats et le vote sur l'avis motivé se sont déroulés sous la présidence de M. Christian Moretti en sa qualité de président de la Société. L'Expert Indépendant, en la personne de M. Christophe Bonte, était présent pour présenter son rapport au conseil.

[23] *Cf*. communiqué de presse du 15 mai 2017.

Les membres du conseil d'administration ont dans ce cadre pu prendre connaissance des documents suivants :

- le Projet de Note d'Information établi par l'Initiateur, comportant les caractéristiques du projet d'Offre et notamment les éléments d'appréciation du prix de l'Offre établis par BNP Paribas,

- le rapport du cabinet Kling & Associés (Didier Kling, Christophe Bonte), expert indépendant,

- l'avis du comité central d'entreprise de la Société rendu le 15 juin 2017,

- le projet de note en réponse à préparer par PCAS conformément aux dispositions de l'article 231-19 et 231-26 du Règlement général de l'AMF et le projet de communiqué annonçant le dépôt du projet de note en réponse.

Un extrait du procès-verbal de la réunion du conseil d'administration, contenant l'avis motivé rendu à l'unanimité des membres présents et réputés présents, est reproduit ci-dessous.

Tous les administrateurs présents et réputés présents ont pris part au vote sur l'avis motivé étant précisé que :

- les administrateurs suivants étaient intéressés au titre de l'opération : M. Christian Moretti, M. Philippe Delwasse, M. Jean-Robert Kervarec et M. Denery Fenouil ;

- compte-tenu du nombre de membres composant le conseil et des règles de majorité instituées par le Code de commerce, leur participation au vote étaient nécessaire, une abstention de leur part ne permettant pas de réunir la majorité quel que soit le sens du vote des administrateurs non intéressés, ce dont le conseil a pris acte ;

- aussi, afin de se concilier les règles du Code de commerce avec les principes de bonne gouvernance, notamment la recommandation 7 du code Middlenext auquel la Société se réfère, il a été proposé que les administrateurs intéressés prennent part au vote sur l'avis motivé mais ne l'expriment qu'une fois le vote des administrateurs non intéressés exprimé : chacun des administrateurs non intéressés a confirmé son accord sur cette proposition, puis chacun des administrateurs intéressés a également confirmé son accord.

Comme il résulte de l'extrait ci-dessous reproduit, tous les administrateurs présents et réputés présents, non intéressés puis intéressés, ont voté favorablement au projet d'Offre dans le cadre de l'avis motivé.

« *[…]*

S'ensuivent divers échanges de vues au sein du conseil sur l'ensemble des documents et éléments présentés, en particulier les termes du Projet de Note d'Information et du rapport de l'Expert Indépendant. Le Président et le Directeur Général répondent aux questions des membres du conseil.

L'Expert Indépendant, le cabinet Kling & Associés, en la personne de Christophe Bonte, présente au conseil les conclusions de son rapport et les principaux éléments qui lui ont permis de conclure au caractère équitable du prix de l'OPAS [l'Offre], notamment les critères de valorisation de PCAS, les éléments d'appréciation présentés par BNP Paribas et les accords et opérations connexes (investissement de Crusader, management package).

Dans ce cadre, le conseil d'administration a particulièrement relevé les éléments suivants :

- *s'agissant du rationnel de l'OPAS visant au rapprochement entre les groupes PCAS et Novacap, le conseil a pris acte qu'il participait d'une vision stratégique forte, fondée notamment sur les atouts de PCAS identifiés par Novacap ;*

  selon l'Initiateur, le rapprochement permettra de créer un acteur français de poids dans le domaine de la chimie fine et de la pharmacie, présent à l'international, doté d'une taille critique, d'une capacité d'innovation forte, et d'une surface financière solide, et partenaire majeur pour les grands laboratoires ; il permettra également aux deux groupes de mieux servir leurs clients tout en se renforçant dans un secteur en consolidation ;

  selon l'Initiateur également, les moyens divers dont dispose le groupe Novacap (réseau commercial mondial, présence industrielle et commerciale forte en Europe, Asie et Amérique du Nord, équipes dédiées au support des grands projets de développement, ressources financières nécessaires à leurs mise en œuvre, …) permettront à PCAS d'accélérer son développement tel qu'initié ;

- *s'agissant du prix, le conseil note que l'Expert Indépendant conclut au caractère équitable du prix, qui est de 17 euros par action (coupon du solde du dividende 2016 attaché), ce notamment après avoir appliqué et comparé les principales méthodes de valorisation des titres ; à ce titre, l'Expert Indépendant relève notamment que le prix proposé fait ressortir les primes suivantes : (i) entre +22,6 % et +28,0 % par rapport au cours spot et cours moyen pondéré de l'action PCAS sur respectivement, 10 jours, 1 mois, 3 mois et 6 mois et (ii) une prime de 6,9 % par rapport à la valeur centrale issue de la méthode de flux de trésorerie actualisés ; l'Expert Indépendant souligne également que le prix offert se situe au-dessus des fourchettes des valeurs issues de méthodes de valorisation jugées pertinentes, ressortant d'une approche multicritères ; l'Expert Indépendant précise par ailleurs que les accords connexes (investissement de Crusader, management package) n'apparaissent pas de nature à remettre en cause le caractère équitable de l'opération et s'inscrivent dans la logique du projet de rapprochement ;*

- *s'agissant des intentions de Novacap, telles que présentées dans le Projet de Note d'Information, le conseil relève notamment que l'Initiateur n'envisage pas de fusion avec une autre entité de son groupe dont PCAS sera une Business Unit à part entière avec l'indépendance et l'autonomie associée à ce statut ; l'Initiateur a également indiqué ne pas envisager de modifier la politique de distributions de dividendes et ne pas anticiper de conséquences particulières en matière d'emploi ;*

  l'Initiateur a par ailleurs déclaré ne pas avoir l'intention de demander à l'AMF la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire portant sur les actions PCAS, ni de demander à Euronext Paris la radiation des actions PCAS du marché Euronext Paris.

Au vu des éléments présentés et des échanges ayant suivi, le conseil d'administration, après en avoir délibéré, décide d'émettre un avis favorable sur le projet d'OPAS présenté, qu'il estime de nature à servir tout à la fois :

(i) l'intérêt de la Société dans la mesure où le rapprochement proposé permettra à l'issue de l'OPAS la constitution d'un groupe européen de premier plan sur le marché de la synthèse pharmaceutique et de la chimie fine de spécialités, présent à l'international, avec un large portefeuille de produits et d'une gamme étendue de technologies ;

PCAS conservera son indépendance en s'intégrant, sous la forme d'une société autonome avec ses filiales et le management actuel du groupe, au sein du groupe Novacap ; la Société continuera ainsi à être dirigée par Monsieur Vincent Touraille, en qualité de directeur général, assisté de Messieurs Éric Moissenot et Pierre Schreiner (respectivement directeur finances et administration et directeur des opérations), qui pourront poursuivre la stratégie de développement et de transformation initiée au niveau du groupe, avec l'appui d'un partenaire solide, le tout au service de la croissance et des clients ;

le rapprochement est porteur d'un potentiel de développement renforcé tant pour PCAS que pour Novacap ;

(ii) l'intérêt de ses actionnaires dans la mesure où le prix de 17 euros par action, solde du dividende 2016 attaché (soit 16,94 euros par action, solde du dividende 2016 détaché) proposé par Novacap, identique au prix d'Acquisition des Blocs, est supérieur au cours de bourse actuel et à la moyenne du cours de bourse de ces derniers mois ; l'Expert Indépendant a ainsi conclu au caractère équitable du prix en ces termes : « […] nous estimons que le prix offert s'élevant à 17 € (solde du dividende au titre de l'exercice 2016 attaché) par action, proposé dans le cadre de l'Offre est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de PCAS. » ;

(iii) l'intérêt de ses salariés et ceux du groupe dans la mesure où l'OPAS s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et du développement du groupe PCAS qui ne devrait pas avoir d'incidence particulière sur la politique actuellement suivie en matière de relations sociales et de ressources humaines et devrait offrir des perspectives favorables en termes d'emploi ; le projet de rapprochement a été favorablement accueilli par les instances représentatives du personnel : le comité central d'entreprise de PCAS a ainsi rendu un avis favorable le 15 juin 2017 à l'issue de la procédure d'information-consultation.

Cet avis motivé a été rendu à l'unanimité des membres présents, étant rappelé que parmi ces derniers :

- *les administrateurs non intéressés, à savoir Madame Lecourtier et Monsieur de Salaberry, ont chacun été invités à exprimer leur vote en premier et ont tous voté favorablement au projet d'OPAS ;*

- *les Administrateurs Intéressés, à savoir Messieurs Moretti, Delwasse, Kervarec et Fenouil, ont été invités à exprimer leur vote à leur tour une fois les votes des administrateurs non intéressés recueillis et ont également voté favorablement au projet d'OPAS.*

Le conseil d'administration, à l'unanimité, recommande ainsi à ceux des actionnaires de la Société qui souhaiteraient bénéficier d'une liquidité immédiate et certaine, d'apporter leurs actions PCAS à l'OPAS. »

2.2 INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Lors de la réunion du 20 juin 2017, à l'issue du vote sur l'avis motivé reproduit au paragraphe 2.1 ci-dessus et conformément aux dispositions de l'article 231-19 6° du Règlement général de l'AMF, il a été demandé à chacun des administrateurs détenant des actions composant le capital de la Société[24] de préciser ses intentions relativement à l'Offre.

Les membres du conseil d'administration ont fait part des intentions suivantes :

- S'agissant des membres qui n'ont pas démissionné à l'issue de l'Acquisition des Blocs et qui seront donc en fonction au jour de l'ouverture de l'Offre :
  - M. Alain de Salaberry a indiqué avoir l'intention de ne pas apporter l'Offre les 100 actions PCAS qu'il détient ;
  - Mme Jacqueline Lecourtier a indiqué avoir l'intention d'apporter à l'Offre les 100 actions PCAS qu'elle détient ;
  - Mme Caroline Millot[25] a, préalablement à la réunion du conseil, indiqué avoir l'intention d'apporter à l'Offre les 232 actions PCAS qu'elle détient ;

  étant entendu que chacun d'eux conservera en toute hypothèse au minimum une action PCAS conformément à l'article 13 des statuts de la Société ;

- S'agissant des membres qui ont démissionné à l'issue de l'Acquisition des Blocs mais qui étaient encore en fonction lors du conseil susvisé :
  - M. Christian Moretti ne détient plus aucune action PCAS, directement ou indirectement, suite à l'Acquisition des Blocs et donc n'en détiendra aucune au jour de l'ouverture de l'Offre ;
  - M. Philippe Delwasse détient encore 40 000 actions PCAS à l'issue de l'Acquisition des Blocs ; il est toutefois précisé que ces actions sont soumises à une obligation de conservation et ne pourront donc pas être apportées à l'Offre ;
  - M. Denery Fenouil détient encore 6 684 actions PCAS à l'issue de l'Acquisition des Blocs ; M. Fenouil a indiqué avoir l'intention de les apporter à l'Offre ;
  - M. Jean-Robert Kervarec détient encore 1 320 actions PCAS à l'issue de l'Acquisition des Blocs ; M. Kervarec a indiqué avoir l'intention de les apporter à l'Offre.

[24] Étant rappelé que les actions détenues directement ou indirectement par M. Christian Moretti, M. Philippe Delwasse, M. Jean-Robert Kervarec et M. Denery Fenouil étaient, au moment de l'avis motivé, encore détenues par ces derniers mais appelées à être cédées à l'Initiateur au titre de l'Acquisition des Blocs en application des promesses unilatérales conclues le 15 mai 2017 (*cf. Supra* § 1.3).

[25] Il est précisé que Madame Caroline Millot dont le renouvellement du mandat d'administrateur de PCAS était inscrit à l'ordre du jour de l'assemblée générale annuelle du 28 juin 2017 a, préalablement à la tenue de cette assemblée, fait savoir à la Société qu'elle souhaitait ne pas voir son mandat renouvelé : l'assemblée générale a pris acte du souhait de Madame Millot dont le mandat d'administrateur n'a donc pas été renouvelé, de sorte que Madame Millot n'est désormais plus administrateur et n'est donc plus tenue de conserver au moins une action PCAS.

2.3 INTENTION DE LA SOCIÉTÉ QUANT AUX ACTIONS AUTO-DÉTENUES

Lors de la réunion du 20 juin2017, à l'issue du vote sur l'avis motivé reproduit au paragraphe 2.1 ci-dessus, le conseil d'administration a décidé à l'unanimité de ne pas apporter les 1 159 216 actions auto-détenues[26] par la Société, compte-tenu qu'une partie de ces actions auto-détenues sont affectées à la livraison des actions due aux bénéficiaires d'attribution gratuites d'actions à l'issue de la période d'acquisition.

[26] Hors actions sous contrat de liquidité.

3. AVIS DU COMITÉ D'ENTREPRISE DE PCAS

La Société a engagé les procédures d'information et de consultation des instances représentatives du personnel compétentes au niveau de la Société et du groupe PCAS immédiatement après l'annonce des négociations entre Novacap et PCAS en vue d'un rapprochement stratégique entre les deux groupes.

Ainsi, dans le cadre de la procédure-consultation prévue à l'article L. 2323-33 du Code du Travail, le comité central d'entreprise de la Société a rendu le 15 juin 2017 un avis favorable sur ce projet de rapprochement sous forme de l'acquisition d'un bloc d'actions PCAS représentant plus de la moitié du capital social e des droits de vote de PCAS suivie du dépôt d'une offre publique d'achat simplifiée sur les titres PCAS.

Cet avis est reproduit en Annexe 1.

4. RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT – ATTESTATION D'ÉQUITÉ

Le cabinet Kling & Associés (représenté par Messieurs Didier Kling et Christophe Bonte, associés), désigné en qualité d'expert indépendant par le Conseil d'administration de la Société conformément aux dispositions de l'article 261-1 I du Règlement général de l'AMF, a remis son rapport le 20 juin 2017 et un addendum à ce rapport le 28 juin 2017.

Ce rapport et son addendum sont intégralement reproduits en Annexe 2 de la présente de note en réponse.

5. INFORMATIONS CONCERNANT LA SOCIÉTÉ

5.1 STRUCTURE DU CAPITAL DE LA SOCIÉTÉ

5.1.1 Au jour de l'Acquisition des Blocs

À la connaissance de la Société, selon ses dernières informations disponibles résultant des franchissements de seuils communiqués en application de l'article L. 233-7 du Code de commerce et de l'article 11.3 des statuts, le capital et les droits de vote de PCAS sont répartis ainsi qu'il suit avant et à l'issue de l'Acquisition des Blocs le 20 juin 2017 :

	Avant l'Acquisition des Blocs				Après l'Acquisition des Blocs			
Actionnaires	Actions		Droits de Vote(*)		Actions		Droits de Vote (*)	
	Nb	%	Nb	%	Nb	%	Nb	%
Eximium	4 258 709	28,13%	4 258 709	25,87%	0	0,00%	0	0,00%
Crusader	205 349	1,36%	205 349	1,25%	0	0,00%	0	0,00%
InWhite et Anblan (contrôlées directement et indirectement par M. Moretti) et famille de M. Moretti	2 223 580	14,69%	2 890 032	17,55%	0	0,00%	0	0,00%
Edoine Holding	450 000	2,97%	450 000	2,73%	6 684	0,04%	6 684	0,04%
DRT	238 410	1,57%	476 010	2,89%	0	0,00%	0	0,00%
Nactis et Nactis Flavours	163 222	1,08%	163 222	0,99%	0	0,00%	0	0,00%
M. & Mme Jean Kervarec	116 212	0,77%	231 104	1,40%	1 320	0,01%	1 320	0,01%
M. Philippe Delwasse	100 000	0,66%	120 000	0,73%	40 000	0,26%	40 000	0,26%
Chaussier Croissance	60 000	0,40%	60 000	0,36%	0	0,00%	0	0,00%
M.Jean-Charles Arkwright	28 500	0,19%	28 500	0,17%	3 500	0,02%	3 500	0,02%
M. Eric Moissenot et sa famille	72 520	0,48%	92 520	0,56%	36 020	0,24%	36 020	0,23%
M. Vincent Touraille	70 108	0,46%	84 108	0,51%	56 108	0,37%	56 108	0,36%
M. Pierre Schreiner	36 157	0,24%	36 157	0,22%	36 157	0,24%	36 157	0,23%
Inocap Gestion	1 079 748	7,13%	1 079 748	6,56%	1 079 748	7,13%	1 079 748	7,02%
Novacap	0	0,00%	0	0,00%	7 842 978	51,80%	7 842 978	50,96%
Autodétention	1 159 216	7,66%	1 159 216	7,04%	1 159 216	7,66%	1 159 216	7,53%
Actions sous contrat de liquidité	954	0,01%	954	0,01%	954	0,01%	954	0,01%
Public	4 879 040	32,22%	5 128 408	31,15%	4 879 040	32,22%	5 128 408	33,32%
Total	**15 141 725**	**100,00%**	**16 464 037**	**100,00%**	**15 141 725**	**100,00%**	**15 391 093**	**100,00%**

(*) Droits de vote théoriques (calculés suivant les modalités de l'article 223-11 I 2ème alinéa du Règlement général de l'AMF.

À la connaissance de la Société, il n'existe aucun autre actionnaire détenant directement ou indirectement, seul ou de concert, plus de 5% du capital et des droits de vote de la Société.

Il est rappelé à toutes fins utiles que 182 964 actions attribuées gratuitement aux salariés et mandataires sociaux de PCAS et des sociétés qui lui sont liées en vertu des articles L. 227-197-1 et L. 225-197-2 du Code de commerce sont en période d'acquisition. Conformément aux décisions prises par le conseil d'administration de la Société, les actions qui seront remises à leurs bénéficiaires à l'issue de la période d'acquisition seront des actions existantes, prélevées parmi les 1 159 216 actions auto-détenues par PCAS visées dans le tableau ci-dessus.

Il n'existe à la date de la présente note en réponse, aucun droit, titre de capital ou instrument financier pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de PCAS.

5.1.2 Depuis l'Acquisition des Blocs

Comme précisé au paragraphe 1.1 ci-dessus, Novacap avait indiqué lors du dépôt de l'Offre se réserver la faculté, jusqu'à la date d'ouverture de l'Offre, de se porter acquéreur d'actions PCAS dans la limite de 1 744 604 actions PCAS sur la base d'un ordre libellé au prix de l'Offre conformément aux dispositions de l'article 231-38 IV du Règlement général de l'AMF.

Dans ce cadre, Novacap a acquis postérieurement à l'Acquisition des Blocs[27] un nombre total de 416 126 actions PCAS (les « **Achats Postérieurs** »).

En conséquence, compte-tenu de l'Acquisition des Blocs et des Achats Postérieurs, Novacap détient au 3 juillet 2017 un total de 8 259 104 actions PCAS représentant 54,55 % du capital et 53,66 % des droits de vote théoriques de PCAS

5.2 RESTRICTIONS À L'EXERCICE DU DROIT DE VOTE ET AU TRANSFERT D'ACTIONS – CLAUSES DES CONVENTIONS VISÉES À L'ARTICLE L. 233-11 DU CODE DE COMMERCE

5.2.1 Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et au transfert d'actions

Les statuts de la Société ne prévoient aucune restriction à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions.

5.2.2 Autres restrictions à l'exercice du droit de vote et au transfert d'actions

Comme indiqué au paragraphe 1.2.3 ci-dessus, parmi les Actions Gratuites Incessibles, 8 465 actions PCAS, toutes propriété de M. Vincent Touraille, directeur général de PCAS, sont soumises à une obligation de conservation jusqu'à la cessation de ses fonctions conformément aux dispositions de l'article L. 225-197-1 II 4ème alinéa du Code de commerce. En outre, conformément aux délibérations du conseil d'administration du 15 mai 2017, le directeur général devra conserver au nominatif, jusqu'à la cessation de ses fonctions, au moins 5% des actions qui lui seront attribuées et acquises en vertu de tout nouveau plan d'attribution gratuite d'actions dont il bénéficierait.

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

Il n'existe pas de clauses conventionnelles de la nature de celles visées à l'article L. 233-11 du Code de commerce ayant été portées à la connaissance de la Société en application de cet article, à l'exception des accords conclus le 15 mai 2017 décrits au paragraphe 1.3 ci-dessus.

5.3 PARTICIPATIONS DIRECTES OU INDIRECTES DANS LE CAPITAL DE LA SOCIÉTÉ

À la connaissance de la Société, à la date de la présente note en réponse, le capital social de PCAS est réparti ainsi qu'il est indiqué au paragraphe 5.1 ci-dessus.

[27] Entre le 20 juin 2017 et le 3 juillet 2017 (étant précisé que la présente note en réponse n'intègre pas les Achats Postérieurs réalisés le 4 juillet 2017).

Depuis le 1er janvier 2016, la Société a été informée des franchissements de seuils suivants :

- le 1er mars 2017, la société Inocap Gestion (40 rue de la Boétie - 75008 Paris), agissant pour le compte de fonds dont elle assure la gestion, a déclaré, à titre de régularisation, avoir franchi en hausse, le 22 février 2017, le seuil de 5 % du capital de la Société[28] ;

- le 16 mai 2017, la société Inocap Gestion (40 rue de la Boétie - 75008 Paris), agissant pour le compte de fonds dont elle assure la gestion, a déclaré, à titre de régularisation, avoir franchi en hausse, le 8 mai 2017, le seuil de 5 % des droits de vote de la Société[29] ;

- le 13 juin 2017, le groupe familial Christian Moretti[30] a déclaré avoir franchi, en hausse, le 6 juin 2017, le seuil de 15% du capital de la Société et détenir alors, directement et indirectement, par l'intermédiaire de la société Anblan contrôlée par M. Christian Moretti, 2 283 580 actions représentant 4 387 026 droits de vote, soit 15,08% du capital et 24,51% des droits de vote de la Société[31] ;

- le 13 juin 2017, le groupe familial Christian Moretti a déclaré avoir franchi, en baisse, le 9 juin 2017, le seuil de 20% des droits de vote de la Société et détenir alors, directement et indirectement, par l'intermédiaire des sociétés Anblan et InWhite contrôlées par M. Christian Moretti, 2 283 580 actions représentant 2 950 032 droits de vote, soit 15,08% du capital et 17,92% des droits de vote de la Société[32] ; à cette occasion, M. Christian Moretti a déclaré avoir franchi individuellement, en baisse, les seuils de 15% des droits de vote, et de 10% et 5% du capital et des droits de vote de la Société et la société InWhite, contrôlée par M. Christian Moretti, a déclaré avoir franchi, individuellement, en hausse, les seuils de 10% du capital et de 5% du capital et des droits de vote de la Société.

En outre, suite à l'Acquisition des Blocs, les seuils légaux suivants ont été franchis le 20 juin 2017 :

- l'Initiateur a franchi à la hausse les seuils légaux de 5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 30 %, 1/3 et 50 % du capital et des droits de vote de la Société ;

- Eximium a franchi à la baisse les seuils légaux de 25%, 20%, 15%, 10% et 5%, du capital et des droits de vote de la Société ;

- InWhite a franchi à la baisse les seuils légaux 10% et 5 % du capital de la Société et de 5% de ses droits de vote ;

- Anblan a franchi à la baisse le seuil légal de 5% des droits de vote de la Société ;

- le groupe familial Christian Moretti a franchi à la baisse les seuils légaux de 15%[33], 10% et 5% du capital social et des droits de vote de la Société.

---

[28] *Cf.* Avis AMF n° 217C0573 du 1er mars 2017.

[29] *Cf.* Avis AMF n° 217C0977 du 16 mai 2017.

[30] Composé de M. Christian Moretti, Mme Andrée Moretti, M. Charlie Moretti et M. Jules Moretti.

[31] *Cf.* Avis AMF n° 217C1232 du 14 juin 2017.

[32] *Cf.* Avis AMF n° 217C1232 du 14 juin 2017.

[33] En tenant compte de la restitution des 60 000 actions prêtées à M. Moretti (*cf. supra* note 15) qui est intervenue concomitamment à l'Acquisition des Blocs.

5.4 TITRES COMPORTANT DES DROITS DE CONTRÔLE SPÉCIAUX

L'article 11.2 des statuts de la Société stipule qu' « *[…] un droit de vote double […] est attribué à toutes les actions ou coupures d'actions entièrement libérées pour lesquelles il sera justifié d'une inscription nominative, depuis quatre ans au moins, au nom du même actionnaire […]* ».

Le droit de vote double attaché à une action donnée est perdu en cas de conversion au porteur ou de transfert en propriété de cette action.

5.5 MÉCANISMES DE CONTRÔLE PRÉVUS DANS UN ÉVENTUEL SYSTÈME D'ACTIONNARIAT DU PERSONNEL

La Société dispose d'un système d'actionnariat du personnel au travers du fonds d'épargne salariale FCPE PCAS.

Le contrôle du FCPE est assuré par son conseil de surveillance composé de représentants des salariés et de la direction de PCAS. Il est géré par CMCIC AM. Le teneur de comptes est CM CIC et le dépositaire la BFCM.

L'actionnariat des salariés concerne, à travers du FCPE, 259 personnes pour 171 000 actions PCAS, soit 1,13% du capital social.

5.6 RÈGLES APPLICABLES À LA NOMINATION ET AU REMPLACEMENT DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION ET À LA MODIFICATION DES STATUTS

5.6.1 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration

La Société est administrée par un conseil d'administration composé de trois membres au moins et de dix-huit membres au plus, sous réserve de la dérogation prévue par la loi en cas de fusion.

À l'exception des stipulations ci-dessous, les statuts de PCAS ne prévoient pas de stipulations différentes de celles prévues par la loi en matière de nomination et remplacement des membres du conseil d'administration :

- Âge : le nombre d'administrateurs ayant dépassé l'âge de 75 ans ne peut excéder le tiers des membres du conseil d'administration ; si cette limite est atteinte, l'administrateur le plus âgé est réputé démissionnaire d'office ; nul ne peut être nommé administrateur si, ayant dépassé l'âge de 75 ans, sa nomination a pour effet de porter à plus du tiers des membres du conseil le nombre d'administrateurs ayant dépassé cet âge (article 12 des statuts) ;

- Obligation de détention d'actions : à l'exception des salariés nommés administrateurs en application de l'article L. 225-23 du Code de commerce, chaque administrateur doit être propriétaire d'une action au moins (article 13 des statuts).

5.6.2 Règles applicables à la modification des statuts

Les statuts de la Société peuvent être modifiés dans les conditions prévues par les lois et règlements applicables aux sociétés anonymes.

5.7 POUVOIRS DU CONSEIL D'ADMINISTRATION EN MATIÈRE D'ÉMISSION ET DE RACHAT DE TITRES

5.7.1 Délégations et autorisations accordées par l'assemblée générale des actionnaires

En dehors des pouvoirs généraux qui lui sont accordés par la loi et les statuts, le conseil d'administration dispose d'autorisations et de délégations accordées par l'assemblée générale des actionnaires en matière d'émission ou de rachat de titres, dont le détail est le suivant à la date de la présente note en réponse[34] :

[VOIR TABLEAU PAGE SUIVANTE]

[34] Compte-tenu du renouvellement de certaines de ces autorisations voté par l'assemblée générale des actionnaires réunie le 28 juin 2017.

Date de l'assemblée générale	Nature de la délégation/de l'autorisation	Durée	Utilisation au cours de l'exercice 2016 et/ou de l'exercice 2017
28 juin 2017 5ème résolution	Autorisation donnée au conseil d'administration en vue d'acheter ses propres actions en vue de (i) leur attribution ou leur vente dans le cadre de plans d'options de souscription ou d'achat d'actions ou dans le cadre d'un plan d'actionnariat salarié ou d'un plan d'épargne d'entreprise ou dans le cadre de tout plan d'attribution gratuite d'actions ou (ii) d'assurer l'animation du marché ou la liquidité de l'action ou (iii) de leur conservation en vue de leur remise ultérieure à titre d'échange, de paiement ou autre dans le cadre de toutes opérations de croissance externe ou (iv) de leur remise lors de l'exercice de droits attachés à des valeurs mobilières donnant droit par remboursement, conversion, échange, présentation d'un bon ou de tout autre manière à l'attribution d'actions de la société ou (v) de leur annulation, ce dans la limite de 10% des actions composant le capital social (5% dans le cas d'un rachat en vue de remise ultérieure en paiement ou en échange dans le cadre d'une opération de fusion, de scission ou d'apport) . Prix maximum d'achat : 20 euros par action. Montant maximum : 30 283 450 euros.	18 mois **Échéance** : 28/12/2018	Néant.
28 juin 2017 19ème résolution	Autorisation donnée au conseil d'administration en vue de réduire le capital social par annulation d'actions auto-détenues, dans la limite de 10 % du capital de la Société par périodes de 24 mois	18 mois **Échéance** : 28/12/2018	Néant.
21 avril 2016 10ème résolution	Autorisation donnée au conseil d'administration en vue d'attribuer gratuitement des actions existantes ou à émettre aux membres du personnel salarié et aux mandataires sociaux de la Société et des entités qui lui sont liées dans la limite de 10% du capital social.	38 mois **Échéance** : 21/06/2019	Le conseil d'administration du 11 mai 2016 a attribué gratuitement 156 204 actions de la Société, existantes.
21 avril 2016 12ème résolution	Délégation consentie au conseil d'administration en vue de procéder à l'émission d'actions et/ou de valeurs mobilières avec maintien du droit préférentiel de souscription. Montant nominal maximal des augmentations de capital (immédiates et différées) : 10 millions d'euros. Montant nominal maximal des titres de créance : 3 fois le montant maximal des augmentations de capital.	26 mois **Échéance** : 21/06/2018	Néant.
21 avril 2016 13ème résolution	Autorisation donnée au Conseil d'Administration en vue d'augmenter le montant des émissions en cas de demandes excédentaires, dans la limite de 15% de l'émission initiale et au même prix que celui retenu pour cette émission.	26 mois **Échéance** : 21/06/2018	Néant.
21 avril 2016 11ème résolution	Délégation consentie au conseil d'administration pour augmenter le capital par incorporation de réserves, bénéfices, primes ou autres. Montant maximal : 15 millions d'euros.	26 mois **Échéance** : 21/06/2018	2016 : incorporation de 3 400 € prélevés sur le poste "prime d'émission" par création de 3 400 actions attribuées gratuitement aux bénéficiaires du Plan d'Actions Gratuites mis en place par l'assemblée générale du 21 avril 2010.

5.7.2 Plans d'Actions Gratuites

5.7.2.1 Plans d'Actions Gratuites en vigueur

À la date de la présente note en réponse, il existe trois plans d'attribution gratuite d'actions (les « **Plans d'Actions Gratuites** ») en vigueur au sein de la Société, c'est-à-dire en vertu desquels α/ des actions PCAS ont été octroyées et sont en cours de période d'acquisition et/ou β/ des actions PCAS sont susceptibles d'être attribuées gratuitement :

(i) Plan d'Actions Gratuites du 13 mars 2014

Le conseil d'administration du 13 mars 2014 a mis en place, sur autorisation de l'assemblée générale du 24 avril 2013, un plan d'attribution gratuite d'actions PCAS portant sur 3 400 actions PCAS, définitivement acquises et dont la période de conservation prendra fin le 25 février 2018. Ces Actions Gratuites Incessibles ne pourront donc pas être apportées à l'Offre[35].

(ii) Plan d'Actions Gratuites du 4 septembre 2014 :

Le conseil d'administration du 4 septembre 2014 a mis en place, sur autorisation de l'assemblée générale du 24 avril 2013, un plan d'attribution gratuite d'actions PCAS portant sur 396 546 actions gratuites, certaines assorties de conditions de présence et de performance, d'autres assorties uniquement de conditions de présence. Elles sont réparties en plusieurs tranches, en fonction de la durée de la période d'acquisition. En outre, la quotité d'actions susceptibles d'attribution définitive est, s'agissant des actions assorties de conditions de performance, ajustée chaque année en fonction de la réalisation des objectifs fixés par le plan au titre de l'exercice considéré.

À ce jour, sur les actions attribuées au titre du plan susvisé :

- 227 781 actions PCAS au total sont définitivement acquises et sont en période de conservation ;
- 137 264 actions PCAS au total sont en période d'acquisition ;
- 22 750 actions attribuées ont été annulées ;
- le solde, soit 8 751 actions attribuées, est caduc.

Ces actions, qui comptent parmi les Actions Gratuites Incessibles, ne pourront pas être apportées à l'Offre[36].

(iii) Plan d'Actions Gratuites du 11 mai 2016 :

Le conseil d'administration du 11 mai 2016 a mis en place, sur autorisation de l'assemblée générale du 21 avril 2016, un plan d'attribution gratuite d'actions PCAS portant sur 156 204 actions PCAS, réparties en trois tranches (une première tranche de 93 003 actions attribuées à des membres du comité exécutif assorties d'une période d'acquisition d'un an sans conditions de présence ou performance, une deuxième tranche de 24 250 actions gratuites attribuées à des salariés non mandataires sociaux assorties d'une période d'acquisition de 2 ans et de conditions de présence et

[35] *Cf. supra* § 1.2.3.

[36] *Cf. supra* § 1.2.3.

performance, une troisième tranche de 24 250 actions gratuites attribuées à des salariés non mandataires sociaux assorties d'une période d'acquisition de 3 ans et de conditions de présence et performance), 14 701 actions n'ayant fait l'objet d'aucune attribution nominative.

À ce jour, sur les actions attribuées au titre du plan susvisé :

- 93 003 actions PCAS au total sont définitivement acquises et sont en période de conservation ;
- 45 700 actions PCAS au total sont en période d'acquisition ;
- 14 701 actions PCAS n'ont fait l'objet d'aucune attribution nominative ;
- le solde, soit 2 800 actions attribuées, est caduc.

Ces actions, qui comptent parmi les Actions Gratuites Incessibles, ne pourront pas être apportées à l'Offre[37].

(iv) Synthèse :

La situation à la date de la présente note en réponse est synthétisée dans le tableau ci-dessous :

Assemblée générale (autorisation)	**24 avril 2013**	**24 avril 2013**					**21 avril 2016**		
Conseil d'administration (mise en œuvre)	**13 mars 2014**	**4 sept. 2014**					**11 mai 2016**		
Nombre total d'actions attribuées	3 400	27 150	143 400	75 332	75 332	75 332	93 003	24 250	24 250
Nombre d'actions annulées ou caduques	-	-	(11 401)	(6 700)	(6 700)	(6 700)	-	(1 400)	(1 400)
Nombre d'actions acquises	(3 400)	(27 150)	(131 999)	(68 632)	-	-	(93 003)	-	-
Nombre d'actions restantes à la date des présentes	**-**	**-**	**-**	**-**	**68 632**	**68 632**	**-**	**22 850**	**22 850**
Date d'acquisition	25 février 2016	1 mars 2016	5 sept.2016	5 mars 2017	5 mars 2018	5 mars 2019	12 mai 2017	5 mars 2018	5 mars 2019
Date de disponibilité	25 février 2018	1 mars 2018	5 sept.2018	5 mars 2019	5 mars 2020	5 mars 2021	12 mai 2018	12 mai 2018	5 mars 2019
Conditions de présence	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Non	Oui	Oui
Conditions de performance	Non	Non	Non	Oui	Oui	Oui	Non	Oui	Oui

5.7.2.2 Traitement des actions attribuées gratuitement dans le cadre de l'Offre

(i) Rappel des mécanismes de liquidité prévus par les Plans d'Actions Gratuites

Les Plans d'Actions Gratuites mis en place le 4 septembre 2014 et le 11 mai 2016 stipulent la faculté pour les bénéficiaires des actions attribuées gratuitement en vertu de ces plans, en cas de changement de contrôle de la Société, de faire racheter par la Société les actions PCAS leur ayant été attribuées gratuitement ou de renoncer à l'attribution définitive des actions PCAS leur ayant été attribuées gratuitement moyennant une indemnisation par la Société.

Ces deux plans organisent donc, au profit de leurs bénéficiaires, un mécanisme de liquidité des actions leur ayant été attribuées gratuitement dont les modalités varient selon que ces actions leur sont ou non définitivement acquises ; ainsi :

[37] *Cf. supra* § 1.2.3.

- S'agissant des actions gratuites en période d'acquisition :
  - les bénéficiaires d'actions attribuées gratuitement en vertu du Plan d'Actions Gratuites mis en place le 4 septembre 2014 disposent d'un délai de 3 mois suivant le changement de contrôle pour renoncer auxdites actions et solliciter de la Société une indemnisation (à hauteur d'une somme égale, pour un bénéficiaire considéré, à un nombre N de ses actions gratuites multiplié par le cours du changement de contrôle – N étant égal à la somme de la totalité de ses actions gratuites pour lesquelles la conditions de résultat stipulée par ce plan est satisfaite et de la moitié du nombre de ses actions gratuites pour lesquelles cette condition n'est pas satisfaite) ;
  - les bénéficiaires d'actions attribuées en vertu du Plan d'Actions Gratuites mis en place le 11 mai 2016 disposent de la faculté de choisir entre les deux options suivantes en cas e changement de contrôle : α/ renoncer, pendant le même délai de 3 mois, auxdites actions moyennant le versement d'une indemnité par la Société suivant les modalités identiques à celles prévues au Plan d'Actions Gratuites mis en place le 4 septembre 2014 et ci-dessus résumées ou β/ exiger le rachat par la Société ou toute personne qu'elle se substituerait desdites actions une fois que ces dernières leur seront définitivement acquises, ledit rachat devant alors intervenir à l'expiration de la période de conservation (d'une durée de 2 ans) à un prix par action égal au cours du changement de contrôle.

- S'agissant des actions gratuites en période de conservation :
  - les bénéficiaires d'actions attribuées en vertu des Plans d'Actions Gratuites mis en place le 4 septembre 2014 et le 11 mai 2016 disposent d'un délai de 3 mois suivant le changement de contrôle pour exiger le rachat par la Société ou toute personne qu'elle se substituerait des actions leur ayant été définitivement attribuées, lequel rachat interviendra alors à l'expiration de la période de conservation (d'une durée de 2 ans) à un prix par action égal au cours du changement de contrôle.

Le Plan d'Actions Gratuites mis en place le 13 mars 2014 ne prévoit pas un tel mécanisme de liquidité en faveur de ses bénéficiaires.

(ii) <u>Mécanisme de liquidité spécifique offert par l'Initiateur</u>

Compte-tenu des mécanismes de liquidité prévus par les Plan d'Actions gratuites mis en place les 4 septembre 2014 et 11 mai 2016, tels que résumés au point (i) ci-dessus, l'Initiateur ne consent un mécanisme de liquidité (le « **Mécanisme de Liquidité Offert** ») qu'aux deux seuls catégories suivantes de bénéficiaires d'une attribution gratuite d'actions : α/ les bénéficiaires d'actions gratuites au titre du Plan d'Actions Gratuites mis en place le 4 septembre 2014 qui sont en période d'acquisition et qui n'optent pas pour la faculté de renonciation contre indemnisation ouverte par ledit plan et β/ les bénéficiaires d'actions gratuites d'actions gratuites au titre du Plan d'Actions Gratuites mis en place le 13 mars 2014 et qui sont en période d'acquisition et/ou de conservation.

Sont ainsi concernées par ce Mécanisme de Liquidité Offert au maximum (cas où aucun bénéficiaire du Plan d'Actions Gratuites mis en place le 4 septembre 2014 n'opte pour la renonciation ouverte par ledit plan) : α/ 68 632 actions gratuites relevant du Plan d'Actions Gratuites du 4 septembre 2014 dont la période d'acquisition et la période de conservation expirent respectivement les 5 mars 2018 et 5 mars 2020, β/ 68 632 actions gratuites relevant du Plan d'Actions Gratuites du 4 septembre 2014 dont la période d'acquisition et la période de conservation expirent respectivement les 5 mars 2019 et 5 mars 2021 et γ/ les 3 400 actions gratuites relevant du Plan d'Actions Gratuites du 13 mars 2014, toutes en période de conservation jusqu'au 25 février 2018.

Le Mécanisme de Liquidité Offert consiste pour chaque bénéficiaire éligible principalement en :

- une promesse d'achat de ses actions gratuites concernées consentie par Novacap et exerçable par ledit bénéficiaire en cas d'illiquidité desdites actions (correspondant à l'une des hypothèses suivantes α/ les actions PCAS ne sont plus admises aux négociations sur un marché réglementé ou β/ Novacap détient plus de 90% du capital de PCAS ou (iii) une moyenne par jour des échanges d'actions PCAS sur le marché Euronext Paris est inférieure à 3.500 actions pendant une période consécutive de 20 jours de bourse précédant la date envisagée de cession des actions gratuites concernées, étant entendu que les échanges d'actions comptabilisés sur ladite période ne prendront pas en compte les acquisitions ou cessions de titres de la Société réalisés par Novacap) dans un délai de trois (3) mois suivant la fin de la période de conservation prévue dans le plan applicable ; et

- une promesse de vente de ses actions gratuites concernées consentie par le bénéficiaire concerné à Novacap, exerçable dans un délai de trois (3) mois suivant la fin de la période d'exercice de la promesse d'achat susvisée.

L'acquisition par l'Initiateur des actions gratuites sur exercice de ces promesses se fera pour un prix par action déterminé sur la base d'une valeur des fonds propres de la Société arrêtée à : Multiple d'Acquisition * EBITDA – Dette Nette Financière, le Multiple d'Acquisition étant le multiple valeur d'entreprise/EBITDA implicite ressortant du prix de l'Offre, soit un multiple de 9.7.

Il est précisé que l'Expert Indépendant, dans le cadre de son analyse du Mécanisme de Liquidité Offert, telle que présentée dans un Addendum à son rapport[38], conclut à l'absence de remise en cause du prix de l'Offre.

5.8 ACCORDS CONCLUS PAR LA SOCIÉTÉ QUI SONT MODIFIÉS OU PRENNENT FIN EN CAS DE CHANGEMENT DE CONTRÔLE DE LA SOCIÉTÉ

À l'exception de ce qui est mentionné aux paragraphes ci-dessous, la Société n'est partie à aucun accord significatif en vigueur susceptible d'être modifié ou de prendre fin en cas de changement de contrôle.

5.8.1 Les Plans d'Actions Gratuites

Les Plans d'Actions Gratuites mis en place le 4 septembre 2014 et le 11 mai 2016[39] stipulent la faculté pour les bénéficiaires des Actions Gratuites Incessibles attribuées en vertu de ces plans de faire racheter par la Société (ou par toute personne que la Société se substituera) leurs Actions Gratuites Incessibles en cas de changement de contrôle de la Société. Conformément aux stipulations des accords conclus le 15 mai 2017 entre Novacap et certains actionnaires de PCAS[40], le changement de contrôle subséquent à l'Acquisition des Blocs sera notifié auxdits bénéficiaires, en période d'acquisition ou de conservation, en vue de leur permettre de se prévaloir de la faculté susvisée.

[38] *Cf. Infra* § 4 et Annexe 2.

[39] *Cf. Supra* § 5.7.2.

[40] *Cf. Infra* § 1.3.

5.8.2 Les contrats financiers

5.8.2.1 Contrats d'emprunt

Les contrats financiers suivants, auxquels la Société est partie, prévoient une exigibilité anticipée, immédiate et intégrale, de l'emprunt consenti à la Société en cas de changement de contrôle de la Société :

- la convention de crédit syndiqué d'un montant en principal de 20 000 000 d'euros conclue le 23 octobre 2014 entre la Société en qualité d'Emprunteur, Natixis en qualité d'Agent, les Arrangeurs Mandatés et les Prêteurs Initiaux (la « **Dette Existante** ») ;

- le contrat d'arrangement Euro PP relatif à un emprunt obligataire d'un montant en principal de 25 000 000 d'euros conclu le 23 octobre 2014 entre la Société en qualité d'Émetteur, Kepler Capital Markets S.A en qualité d'Arrangeur et Novo 2 en qualité de Souscripteur, à l'initiative de chacun des porteurs de l'emprunt Euro PP (la « **Dette Europp** »).

À cet égard et comme indiqué dans sa Note d'Information, l'Initiateur a négocié une ligne de crédit de 45 millions d'euros (la « **Tranche de Refinancement** ») lui permettant de mettre à disposition de PCAS un montant total de 47 062 500 euros destinés à refinancer (i) les deux emprunts susvisés et (ii) le remboursement d'un premium d'un montant de 2 062 500 euros du fait du remboursement anticipé de la dette EuroPP (le « **Premium** »).

Les modalités de cette Tranche de Refinancement sont ainsi décrites dans la Note d'Information :

- Cette Tranche de Refinancement est sans engagement de ratios financiers permanents. Elle bénéficie notamment d'un taux d'intérêt Euribor plus 3,75% de marge et d'une maturité jusqu'au 22 juin 2023 (les « **Conditions de Financement** »).

- Il est prévu l'adhésion par PCAS à la convention de crédits Novacap conclue notamment avec BNP Paribas, ING Bank France et Société Générale en qualité de prêteurs en date du 26 mai 2016 telle que modifiée (le « **Contrat de Crédits** ») en qualité d'emprunteur et de garant dans les 90 jours suivants l'Acquisition des Blocs afin notamment de faire bénéficier à PCAS des Conditions de Financement via la mise en place d'un prêt intra-groupe lui permettant ainsi de rembourser la Dette Existante et le Premium (le « **Prêt Intra-Groupe** »). L'adhésion par PCAS au Contrat de Crédits lui permettra notamment de bénéficier (i) en qualité d'emprunteur additionnel, du crédit renouvelable existant pour un montant total maximum de 90 000 000 euros bénéficiant à l'ensemble des emprunteurs au titre du Contrat de Crédits, afin notamment de financer ses besoins généraux en trésorerie et en fonds de roulement ou toute acquisition en vue d'accroitre son activité, (ii) d'une faculté pour Novacap de négocier (sans engagements de la part des prêteurs) au bénéfice du groupe (en ce inclus PCAS) d'augmentation des crédits par la voie de crédits supplémentaires afin d'offrir une flexibilité supplémentaire aux emprunteurs du Contrat de Crédits et (iii) si elle décide d'y adhérer, à la convention de gestion centralisée de la trésorerie du groupe Novacap et ainsi de bénéficier d'un financement à un coût réduit adapté aux besoins de PCAS.

- En contrepartie de son adhésion au contrat de Crédits, PCAS consentira, au bénéfice des prêteurs de la Tranche de Refinancement, une garantie couvrant les obligations de paiement de Novacap au titre de la Tranche de Refinancement à hauteur du montant de la Tranche de Refinancement prêtée par Novacap à PCAS. En supplément de cette garantie, PCAS consentira un nantissement (i) sur les titres de sa filiale PCAS Finland (société représentant plus de 5% de l'EBITDA consolidé du groupe Novacap, en ce inclus l'EBITDA du groupe PCAS), (ii) sur l'ensemble de ses comptes bancaires ouverts en France (à l'exception des comptes ouverts

dans le cadre du *cash pooling* du groupe) et (iii) sur l'ensemble de ses créances intra-groupe. PCAS Finland, filiale finlandaise de PCAS, consentira pour sa part un nantissement (i) sur l'ensemble de ses comptes bancaires ouverts en France (à l'exception des comptes ouverts dans le cadre du *cash pooling* du groupe) et (ii) sur l'ensemble de ses créances intra-groupe.

5.8.2.2 Autres contrats

En outre :

- les contrats d'affacturage conclus par PCAS SA et ses filiales Expansia et VLG Chem avec Natixis Factor prévoient la faculté pour cette dernière de résilier le contrat à tout moment et sans préavis en cas de modification dans la structure, l'activité de la société signataire ou de l'identité des dirigeants ;

- le contrat conclu le 9 janvier 2012 entre Oséo (Aide à la Réindustrialisation) et PCAS prévoit une obligation pour PCAS de notifier la modification intervenue dans son capital social dans les les 30 jours, à défaut de quoi l'Etat aurait la faculté de résilier le contrat et de réclamer le remboursement en tout ou partie des sommes versées ;

- les contrats de mobilisation du CIR (intitulés « Crédit Avance Plus CIR ») conclus auprès de Bpifrance Financement prévoient la faculté pour cette dernière de résilier de plein droit le crédit accordé à PCAS en cas notamment de « cession partielle ou totale de l'entreprise » ;

- les contrats de mobilisation du CICE (intitulés « Contrat d'ouverture de crédit – Pré-financement CICE – ETI ») conclus auprès de La Banque Palatine SA prévoient une faculté pour cette dernière d'exiger le remboursement immédiat et intégral de sa créance notamment en cas de « cession des […] actions de [PCAS SA] entraînant un changement de majorité en son sein, changement de ses organes de gestion ».

Il est précisé que PCAS a dûment notifié le changement de contrôle subséquent à l'Acquisition des Blocs aux cocontractants concernés.

Il est par ailleurs précisé que PCAS est partie à des contrats mettant à sa charge une obligation de notifier au cocontractant le changement de contrôle dont elle ferait l'objet.

5.8.3 Les contrats commerciaux

Les contrats commerciaux suivants, auxquels la Société est partie, comportent également des stipulations en matière de changement de contrôle :

- le contrat d'adhésion au Club des Industriels Pivert du 14 mai 2013 prévoit une obligation d'information aux autres industriels PIVERT et à la SAS Pivert en cas de changement de contrôle ; La SAS Pivert disposera alors seule du droit de mettre fin à l'adhésion de la Société ;

- le contrat de Manufacturing and Supply Agreement conclu le 2 février 2016 avec Guerbet pour le DOTA prévoit une obligation de notification en cas de changement de contrôle ;

- le contrat de Licence Exclusive de Savoir Faire conclu avec Arkéma le 27 mai 2011 prévoit l'accord préalable du cocontractant en cas de transfert des droits et obligations du contrat suite à un changement de contrôle ;

- le contrat de fourniture N° BP00265430 conclu avec BP Lubricants UK le 27 juillet 2015 prévoit une obligation de notification en cas de changement de contrôle.

Il est précisé que PCAS a dûment notifié le changement de contrôle subséquent à l'Acquisition des Blocs aux cocontractants concernés.

5.9 ACCORDS PRÉVOYANT DES INDEMNITÉS POUR LES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION, DE LA DIRECTION GÉNÉRALE 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

À l'exception de ce qui est précisé ci-dessous au présent paragraphe qui suit, il n'existe, à la date des présentes et à la connaissance de la Société, aucun accord en vigueur prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration, de la direction générale 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 est précisé que le conseil d'administration, en sa séance du 8 décembre 2016, a autorisé la conclusion d'une convention entre PCAS et M. Vincent Touraille en vertu de laquelle ce dernier, dont le contrat de travail est suspendu depuis 2009, bénéficie d'un ajustement de son contrat de travail au cas où il cesserait d'exercer ses fonctions de mandataire social de PCAS. Ainsi, au terme de son mandat de directeur général, quel qu'en soit le motif, M. Vincent Touraille retrouve le bénéfice de son contrat de travail aux conditions identiques à celles bénéficiant aux membres du comité exécutif non mandataires sociaux. En particulier, il bénéficiera d'une indemnité de fin de contrat en cas de départ contraint (hors faute grave ou lourde), intervenant dans les 18 mois, suite à un changement de contrôle subi. Sa rémunération annuelle sera (i) pour sa partie fixe, égale à la plus élevée de celles perçues au cours des douze derniers mois précédant la fin de son mandat par les membres du comité exécutif non mandataires sociaux et (ii) pour sa partie variable, déterminée selon les critères applicables au membre précité.

Il est également précisé que les contrats de travail de Messieurs Éric Moissenot et Pierre Schreiner, respectivement directeur finances et administration et directeur des opérations, prévoient une indemnité de fin de contrat identique en cas de licenciement (hors faute grave ou lourde) ou de rupture conventionnelle intervenant dans les dix-huit mois suivant un changement de contrôle.

Il est par ailleurs précisé que les mécanismes d'indemnisation pour cause de départ susvisés, bénéficiant à Messieurs Touraille, Moissenot et Schreiner, ont été mis en place antérieurement aux discussions entre PCAS et Novacap relativement au rapprochement de leurs deux groupes. En outre, s'agissant de l'acquisition du contrôle de PCAS par Novacap intervenu le 20 juin 2017, l'Initiateur mentionne expressément dans sa Note d'Information son souhait notamment de voir Messieurs Touraille, Moissenot et Schreiner poursuivre leur mission au sein de PCAS[41].

L'Expert Indépendant, dans le cadre de son analyse des accords visés au présent paragraphe 5.9, telle que présentée dans un Addendum à son rapport[42], conclut à l'absence d'avantage particulier et à l'absence de remise en cause du prix de l'Offre.

---

[41] *Cf.* en particulier le § 1.2.4 de la Note d'Information : « *La Société continuera d'être dirigée par Monsieur Vincent Touraille, en qualité de directeur général, assisté de Messieurs Éric Moissenot et Pierre Schreiner (respectivement directeur finances et administration et directeur des opérations). Ils auront la charge de mettre en œuvre les stratégies de transformation et de développement de PCAS.* »

[42] *Cf. Infra* § 4 et Annexe 2.

6. MISE À DISPOSITION DES AUTRES INFORMATIONS RELATIVES À LA SOCIÉTÉ

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du Règlement général de l'AMF, les « autres informations » relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société feront l'objet d'une note spécifique déposée auprès de l'AMF au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. Elles seront à la même date disponibles sur les sites internet de la Société (www.pcas.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) et pourront être obtenues dans frais auprès de **PCAS** (23, rue Bossuet – Parc d'activités de la Vigne aux Loups – 91160 Longjumeau).

7. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE EN RÉPONSE

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

M. Vincent Touraille
Directeur Général

ANNEXE 1
AVIS DU COMITE D'ENTREPRISE

[VOIR DOCUMENT PAGE SUIVANTE]

Extrait du compte-rendu de la réunion extraordinaire

du Comité Central d'Entreprise

Jeudi 15 juin 2017

Objet :

- Information d'ensemble relative au projet de rapprochement de PCAS et Novacap impliquant une cession de contrôle, une opération de concentration dans la chimie fine et en cas de réalisation, une Offre Publique d'Achat Simplifiée (OPAS) amicale.
- Information et consultation relative à la cession de contrôle, en application des dispositions de l'article L. 2323-33 du code du travail.

Les membres du Comité Central d'Entreprise de PCAS, ont été informés et consultés sur le projet de rapprochement entre PCAS et Novacap impliquant une cession de contrôle, une opération de concentration dans la chimie fine.

Nous avons été informés qu'en cas de réalisation, une Offre Publique d'Achat Simplifiée (OPAS) amicale sera lancée.

Nous sommes en mesure de rendre un avis sur ce projet.

Selon notre compréhension, ce projet a pour objectifs principaux d'offrir à certains actionnaires actuels la possibilité de sortir du capital de PCAS tout en renforçant la société en l'adossant à un partenaire, solide.

Ce projet n'aura aucune conséquence en matière sociale et notamment sur l'emploi, l'organisation des activités et des sites et les conditions de travail. En effet, PCAS viendrait s'intégrer sous la forme d'une société indépendante et autonome avec son management actuel au sein du groupe Novacap.

Enfin, nous comprenons et prenons acte du fait que la réalisation du projet constituerait une opération de concentration – sur laquelle nous avons été dûment informés – et qu'elle est donc soumise à l'autorisation des autorités de la concurrence, dont la procédure est actuellement en cours.

Sur la base de ce qui précède, et après concertation et vote, nous, les membres du Comité Central d'Entreprise de PCAS, rendons un avis positif à la majorité des membres présents concernant le projet de cession de contrôle et l'opération de concentration dans la chimie fine y afférente.

Fait à Longjumeau, le 15 juin 2017

Vincent TOURAILLE
Président du CCE

Pascal DE BELVAL
Secrétaire suppléant du CCE

ANNEXE 2
RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT ET ADDENDUM

[VOIR DOCUMENTS PAGE SUIVANTE]

RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

DANS LE CADRE D'UNE OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT

20 juin 2017

Le Cabinet Didier Kling & Associés a été désigné par le Conseil d'administration de la société PCAS (ci-après « PCAS » ou la « Cible » ou la « Société ») en date du 15 mai 2017 en qualité d'expert indépendant en vue d'apprécier le caractère équitable des conditions financières de l'offre publique d'achat (ci-après l'« Offre » ou l'« OPA ») visant les actions de la société PCAS, initiée par la société Novacap (ci-après l'« Initiateur »).

Notre intervention s'inscrit dans le cadre de l'article 261-1 du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers (ci-après « AMF ») qui requiert la désignation d'un expert indépendant.

La société PCAS nous a confirmé l'absence de dispositions particulières entrant dans le champ des articles 261-1 I al 6 et 261-1 II de ce même Règlement pouvant justifier notre intervention dans ce cadre.

Le présent rapport a été établi conformément à l'article 261-1 alinéa 1 du Règlement Général de l'AMF et à son instruction d'application n°2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante, elle-même complétée des recommandations de l'AMF en date du 28 septembre 2006 modifiées le 19 octobre 2006 et le 27 juillet 2010.

Nos diligences sont détaillées ci-après. Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents et informations qui nous ont été transmis par la société PCAS et ses conseils, sans avoir la responsabilité de les valider. Conformément à la pratique en matière d'expertise indépendante, nous n'avons pas cherché à valider les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence.

Sommaire

1. Présentation de l'opération 5
1.1. Sociétés concernées par l'opération 5
1.1.1. Présentation de l'Initiateur de l'Offre 5
1.1.2. Présentation de la société PCAS 5
1.2. Termes de l'offre 5
1.2.1. Motifs de l'opération 6
1.2.2. Financement de l'opération 6
2. Présentation de l'Expert Indépendant 7
2.1. Présentation du cabinet Didier Kling & Associés 7
2.2. Liste des missions d'expertise indépendante réalisées 7
2.3. Déclaration d'indépendance 7
2.4. Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers 8
2.5. Rémunération 8
2.6. Moyens mis en œuvre dans le cadre de l'expertise indépendante 8
2.6.1. Programme de travail détaillé 8
2.6.2. Calendrier de l'étude 10
2.6.3. Liste des personnes rencontrées ou contactées 10
2.6.4. Informations utilisées 10
3. Présentation du Groupe PCAS 12
3.1. Organigramme et situation actionnariale du groupe 12
3.2. Historique du groupe 13
3.3. Présentation de l'activité et données financières de PCAS 14
3.4. Présentation des données financières historiques de la Société 17
4. Les perspectives du marché 20
5. Analyse SWOT 21
6. Éléments d'appréciation de l'Offre 22
6.1. Données structurant l'évaluation de PCAS 22
6.1.1. Référentiel comptable 22
6.1.2. Date de l'évaluation 22
6.1.3. Structure du capital et nombre d'actions retenu 22
6.1.4. Endettement net 23
6.1.5. Plan d'affaires 23
6.2. Méthodes d'évaluation et références de valorisation écartées 24
6.2.1. Références et méthodes patrimoniales 24

6.2.2. Méthode des multiples de transactions comparables 25
6.3. Méthodes d'évaluation et référence de valorisation retenues 26
6.3.1. La référence au cours de bourse 26
6.3.2. Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie 29
6.3.3. La référence à des comparables boursiers 31
6.4. Synthèse des éléments d'appréciation du prix de l'Offre 35
7. Analyse des éléments de valorisation de la banque présentatrice 36
8. Accords et opérations connexes à l'Offre 38
9. Conclusion sur le caractère équitable de l'Offre 40

1. Présentation de l'opération

1.1. Sociétés concernées par l'opération

1.1.1. Présentation de l'Initiateur de l'Offre

La société Novacap est une société par actions simplifiée au capital de 35 232 819.63 euros, dont le siège social est situé au 21 chemin de la Sauvegarde - 21 Ecully Parc - CS 33 167 - 69 134 Ecully, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Lyon sous le numéro 444 465 736.

Novacap est un acteur international dans le domaine de la chimie et de l'industrie pharmaceutique, la société fabrique et commercialise les ingrédients essentiels de produits de la vie quotidienne.

1.1.2. Présentation de la société PCAS

PCAS est une société anonyme à Conseil d'administration au capital de 15 141 725 euros, dont le siège social est situé au 23, rue Bossuet – Parc d'activités de la Vigne aux Loups – 91160 Longjumeau, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Evry, sous le numéro 622 019 503, et dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment C du marché réglementé d'Euronext à Paris sous le code ISIN : FR0000053514.

PCAS est un groupe industriel français, spécialiste des molécules complexes pour les Sciences de la Vie et les marchés de Chimie Fine.

1.2. Termes de l'offre

Les termes de l'Offre sont décrits dans le projet de note d'information de la société NOVACAP SAS du xxx 2017.

L'Offre se décline ainsi :

- Novacap a conclu, le 15 mai 2017, un contrat de cession d'actions avec Eximium et Crusader (sociétés contrôlées par Monsieur Michel Baulé) portant sur l'acquisition respectivement de 4 258 709 actions et 205 349 actions PCAS, représentant à cette date respectivement 28,13% et 1,36% du capital de PCAS, au prix de 17 euros par action (solde du dividende au titre de l'exercice clos le 31 décembre 2016 attaché). Cette cession d'actions était conclue sous les conditions suspensives (i) de l'acquisition par Novacap de blocs lui assurant la détention de plus de 50% du capital et des droits de vote de PCAS et (ii) l'obtention des autorisations requises en matière de contrôle des concentrations. Ce contrat de cession prévoyait également les modalités d'investissement de Crusader dans NGH, la société tête du groupe Novacap, dont le détail figure au chapitre 8 « Accords et opérations connexes à l'Offre » ci-après.

- Le 15 mai 2017, Novacap a également consenti aux personnes physiques et morales identifiées ci-dessous des promesses d'achat d'actions portant sur un nombre d'actions ci-après indiqué :

o M. Christian Moretti et les membres de sa famille	1.557.341 actions
o Anblan (343 518 957 RCS Evry)	666.239 actions
o Edoine holding SPRL et M. Denery Fenouil	450.000 actions
o D.R.T. (985 520 154 RCS Dax)	238.410 actions
o M. et Mme Jean Kervarec	114.892 actions
o Sociétés du groupe Nactis	163 222 actions
o M. Jean-Charles Arkwright	50 000 actions
o Chaussier Croissance	60 000 actions
o M. Jacques Lair :	22 000 actions
o M. Philippe Delwasse :	60 000 actions
o M. Vincent Touraille :	14 000 actions
o M. Eric Moissenot et les membres de sa famille	36 500 actions

Le prix d'acquisition de ces actions était fixé à 17 euros par action (solde du dividende au titre de l'exercice clos le 31 décembre 2016 attaché) et l'achat des actions conditionné à (i) l'acquisition par Novacap de blocs d'actions lui permettant de détenir, avec les actions objet de chacune des promesses, plus de 50% du capital et des droits de vote de PCAS et (ii) l'obtention des autorisations requises en matière de contrôle des concentrations.

Dans l'hypothèse où le prix de l'offre publique simplifiée initiée par Novacap serait supérieur au prix stipulé (soit 17 € par action PCAS solde du dividende 2016 attaché), Novacap s'est engagée, sous certaines conditions (en particulier règlement-livraison de l'offre publique d'achat simplifiée avant le 31 décembre 2017, rapport de l'expert indépendant désigné par la Société concluant à l'équité du prix d'offre et décision du conseil d'administration de PCAS rendant un avis motivé favorable sur l'offre publique), à verser aux actionnaires ci-dessus (à l'exception de Messieurs Touraille et Moissenot) un complément de prix égal à la différence entre le prix d'offre qu'elle déposera et le prix payé pour chaque action transférée à son profit.

En contrepartie, les bénéficiaires des promesses d'achat d'actions ont consenti à Novacap un engagement d'exclusivité de négociations et un engagement de ne pas transférer leurs actions à un tiers jusqu'au 31 décembre 2017.

1.2.1. Motifs de l'opération

La présente Offre va permettre d'adosser PCAS à un partenaire solide qui l'épaulera dans la mise en œuvre de sa stratégie ambitieuse de croissance et de transformation. Ce rapprochement va donner naissance à l'un des leaders mondiaux de la synthèse pharmaceutique et de la chimie fine de spécialités, disposant d'une présence internationale, d'un large portefeuille de produits et d'une gamme étendue de technologies.

1.2.2. Financement de l'opération

L'acquisition de PCAS par Novacap serait financée par recours à l'endettement et par des apports en fonds propres de ses actionnaires principaux : Eurazeo, Ardian et Mérieux Développement.

Dans le cadre du financement global de l'acquisition, le groupe Eximium investirait une partie du produit de cession de ses actions PCAS aux côtés des actionnaires de Novacap et dans les mêmes conditions que ces derniers.

Il convient de souligner que la banque BNP Paribas a confirmé l'octroi du financement bancaire qui se décompose de la façon suivante :

- Facilité de 44 000 000 euros destinée au financement partiel de l'acquisition de blocs d'actions dans le capital de PCAS, représentant plus de 50 % du capital de PCAS,
- Facilité de 41 000 000 euros, destiné au financement partiel des actions de PCAS, qui seront apportées dans le cadre de l'OPAS,
- Facilité d'un montant de 45 000 000 euros ayant pour objet de permettre à Novacap d'apporter les financements nécessaires au refinancement de PCAS.

2. Présentation de l'Expert Indépendant

2.1. Présentation du cabinet Didier Kling & Associés

Le cabinet Didier Kling & Associés, créé en 1979, est une société d'expertise comptable membre de la Compagnie régionale des commissaires aux comptes de Paris. Le cabinet Didier Kling & Associés est membre du réseau Crowe Horwath Partenaires, organisation française, membre du réseau Crowe Horwath International.

L'activité du cabinet se répartit entre : audit légal, opérations d'apports-fusions, arbitrage, évaluation financière, expertise indépendante et expertise judiciaire.
Le cabinet dispose d'une expérience significative dans les missions d'opinion concernant des sociétés cotées. Les moyens techniques nécessaires à ces missions comprennent notamment les abonnements à plusieurs bases de données financières.

La présente mission a été réalisée par Didier Kling et Christophe Bonte, tous deux associés signataires, assistés par :

- Romain Pilot, directeur de mission,
- Vanessa Pons, chef de mission,
- ainsi que par trois analystes du cabinet.

La revue indépendante a été effectuée par Dominique Mahias, associée.

2.2. Liste des missions d'expertise indépendante réalisées

Plusieurs missions d'expertise indépendante au sens du Titre VI Livre II du Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers ont été réalisées par le cabinet Didier Kling & Associés au cours des dernières années. Celles-ci sont résumées ci-dessous :

Date	Cible	Initiatrice	Type d'offre
juin-16	FONCIERE DE PARIS SIIC	GECINA	Expertise indépendante (OPM)
dec-13	ASSYSTEM	HDL DEVELOPMENT	Offre publique d'achat
mars-13	RUE DU COMMERCE	ALTACOM	Offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire
mars-13	MRM		Augmentation de capital réservée

2.3. Déclaration d'indépendance

Le cabinet Didier Kling & Associés et ses associés n'ont pas de conflit d'intérêts et sont indépendants des sociétés concernées par le projet d'Offre, objet du présent rapport, au sens de l'article 261-4 du Règlement général de l'AMF et de l'instruction AMF 2006-08 du 25 juillet 2006.

Le cabinet Didier Kling & Associés et ses associés :

- n'entretiennent pas de lien juridique ou en capital avec les personnes concernées par l'opération ou avec leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance.
- n'ont conseillé aucune des sociétés concernées par l'opération, ou toutes personnes que ces sociétés contrôlent, au sens de l'article L.233-3 du Code de commerce au cours des dix-huit derniers mois.
- n'ont procédé à aucune évaluation de la société PCAS au cours des dix-huit derniers mois.
- ne détiennent aucun intérêt dans la réussite de l'opération, une créance ou une dette sur l'une quelconque des personnes concernées par l'opération ou sur l'une quelconque des personnes contrôlées par les personnes concernées par l'opération.

Dès lors, il n'y a pas de situation de conflit d'intérêts avec les sociétés concernées par l'Offre, au sens de l'article 261-4 du Règlement général de l'AMF et de l'instruction AMF 2006-08 du 25 juillet 2006.

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

Didier Kling et Christophe Bonte sont membres de l'association professionnelle des experts indépendants (APEI), reconnue par l'AMF en application des articles 263-1 et suivants de son Règlement général.

2.5. Rémunération

Le montant des honoraires perçus par Didier Kling & Associés au titre de la présente mission s'élève à 85 000 € euros hors taxes et frais annexes à la mission.

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

2.6.1. Programme de travail détaillé

Prise de connaissance et analyse du contexte

- réunions préparatoires et entretiens avec les interlocuteurs concernés ;
- prise de connaissance générale ;
- analyse de l'environnement juridique et fiscal ;
- revue des délibérations des organes dirigeants.

Préparation de l'évaluation

Analyse des données financières de PCAS

- analyse des règles et méthodes comptables appliquées et du référentiel suivi ;
- analyse des données financières historiques ;
- retraitements des comptes en vue de préparer l'évaluation.

Prise de connaissance de l'environnement sectoriel ainsi que des notes des analystes suivant la Société

Analyse de la documentation juridique et financière communiquée relative à l'Offre

Analyse et choix des méthodes d'évaluation à retenir et à écarter

Eléments d'appréciation du prix de l'Offre

Méthodes d'évaluation écartées dans l'évaluation de PCAS

- Actif net réévalué ;
- Méthode des transactions comparables.

Evaluation multicritères mise en œuvre dans l'évaluation PCAS :

- Référence au cours de bourse :
  - Analyse de la pertinence du critère du cours de bourse (liquidité du titre)
  - Calcul des différentes moyennes du cours de bourse

- Méthode des comparables boursiers :
  - Recherche des comparables boursiers
  - Valorisation des comparables en termes de multiples
  - Analyse des principaux agrégats financiers des comparables boursiers
  - Evaluation de la société par analogie en fonction des multiples retenus

- Méthode des flux de trésorerie actualisés :
  - Mise en œuvre de la méthode au regard du plan d'affaires (construction des flux, détermination du taux d'actualisation, valorisation de l'action…)
  - Analyse de la sensibilité de la méthode en fonction de la variation des principaux paramètres (taux d'actualisation, taux de croissance à l'infini,…)

Synthèse sur l'appréciation du prix de l'Offre

- Mise en regard des différentes méthodes pour vérifier la cohérence des résultats et la détermination de fourchettes de valeurs ;
- Appréciation du prix de l'Offre au regard des travaux réalisés ;
- Conclusion sur le caractère équitable des conditions financières de l'opération envisagée.

Analyse critique des travaux d'évaluation réalisés par la Banque présentatrice

Présentation au Conseil d'administration, tenu le 20 juin 2017 des résultats de nos travaux.

Rédaction du rapport de l'expert indépendant

Revue indépendante

Emission du rapport

2.6.2. Calendrier de l'étude

Le Conseil d'administration de PCAS a nommé le cabinet Didier Kling & Associés en qualité d'expert indépendant lors de sa séance en date du 15 mai 2017.

Notre mission s'est déroulée du 15 mai au 20 juin 2017. Les principaux points d'étape ont été les suivants :

- du 15 mai au 18 mai 2017 : prise de connaissance, analyse du contexte de l'opération, entretiens avec la direction et avec la Banque présentatrice (BNP Paribas),
- du 18 mai au 7 juin : préparation de l'évaluation, poursuite des entretiens ;
- 20 juin 2017 : présentation des travaux de l'expert indépendant, au Conseil d'administration de PCAS ;
- 20 juin 2017 : remise du rapport d'expertise indépendante.

Au cours de cette mission, les échanges ont pu être effectués lors de réunions de travail et également par courriels ou entretiens téléphoniques.

2.6.3. Liste des personnes rencontrées ou contactées

Nos principaux interlocuteurs ont été les suivants :

- **PCAS**

Monsieur Christian Moretti, Président
Monsieur Vincent Touraille, Directeur Général
Monsieur Eric Moissenot, Directeur Général Adjoint,
Monsieur Eric Cheype, Contrôleur de Gestion

- **BNP Paribas, Banque présentatrice**

Monsieur Victor Versmee, M&A Analyst
Monsieur Michael Nebot, Managing Director - Private Equity Advisory
Monsieur Nicolas Cuzol, Corporate Finance
Monsieur Mathieu Perrin - M&A Associate

- **NOVACAP**

Monsieur Vincent Milhau, CFO

- **EURAZEO**

Madame Amina Lamloum, Associate

- **Cabinet Ginestié Magellan Paley-Vincent**

Maître Philippe Ginestié, Avocat
Maître Fabienne Kerebel, Avocat
Maître Pierre Mudet, Avocat

- **Cabinet Villey Girard Grolleaud A.A.R.P.I.**

Maître Pascale Girard, Avocat

2.6.4. Informations utilisées

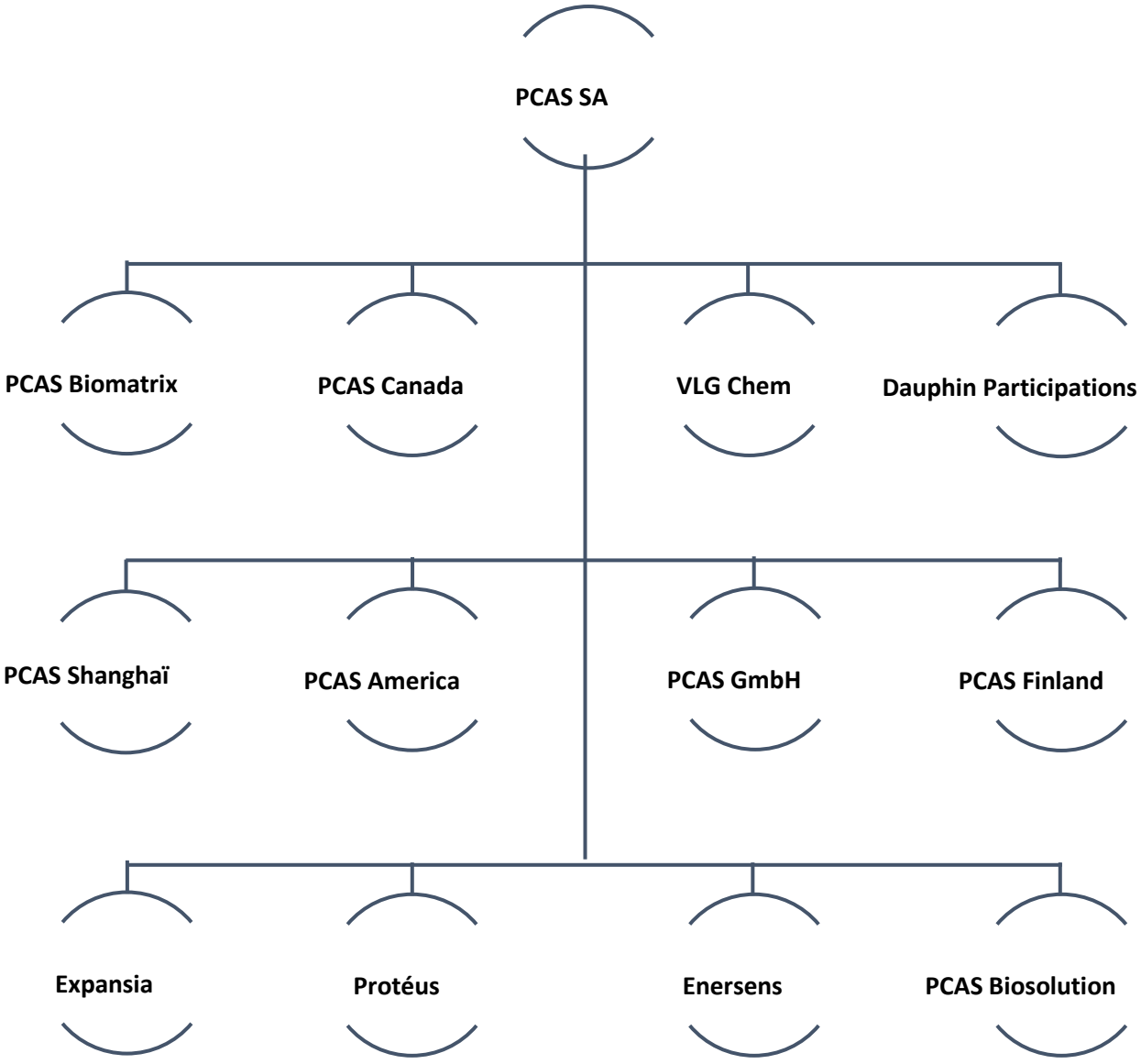
Les informations significatives utilisées dans le cadre de notre mission ont été de plusieurs natures :

- les comptes annuels et consolidés au 31 décembre 2016 de PCAS certifiés par les commissaires aux comptes ;
- les comptes semestriels et consolidés au 30 juin 2016 de PCAS, attestés par les commissaires aux comptes ;
- le document de référence (DDR) au titre de l'année 2016 et les informations réglementées disponibles sur le site Internet de la Société PCAS ;
- la documentation juridique de la Société PCAS ;
- Le rapport d'évaluation établi en juin 2017 par la Banque présentatrice BNP Paribas ;
- les projets de note d'information et de note en réponse déposés auprès de l'AMF le 20 juin 2017 par les sociétés concernées par l'Offre ;
- le plan d'affaires 2017-2020 préparé par la Direction de PCAS ;
- le budget 2017 approuvé par le Conseil d'administration de PCAS ;
- les résultats des travaux de due diligence mis en œuvre par la société Novacap et ses conseils dans le cadre de son projet de rapprochement avec la Société PCAS ;
- la lettre d'offre de Novacap présentée au Conseil d'administration de PCAS du 15 mai 2017 ;
- le contrat d'acquisition conclu avec Eximium (et Crusader, avec qui Eximium agit conjointement et solidairement), actionnaire de référence de PCAS, portant sur l'acquisition par Novacap d'environ 29,5 % du capital de PCAS ;
- les promesses unilatérales d'achat par Novacap au profit de Monsieur Christian Moretti et de cadres dirigeants de PCAS (avec en annexe le contrat de cession d'actions de PCAS à conclure entre Novacap et ces derniers) ;
- les promesses unilatérales d'achat par Novacap à des actionnaires minoritaires de PCAS (avec en annexe le contrat de cession d'actions de PCAS à conclure entre Novacap et ces derniers) ;
- le rapport d'expertise indépendante établi par Associés en Finance en date du 16 mai 2017 et portant sur la valorisation de Novacap Group Holding ;
- des études et notes publiées par les analystes financiers au cours de l'exercice 2016-2017 et, en particulier, celles de Midcap Partners, Kepler Chevreux, et Portzamparc ;
- des informations de marché diffusées par InFinancials, Bloomberg et Thomson One ;
- des données financières publiées par les sociétés du secteur ;
- des informations sur des transactions intervenues sur le secteur, identifiées par Bloomberg.

3. Présentation du Groupe PCAS

3.1. Organigramme et situation actionnariale du groupe

L'organigramme de PCAS au 31 décembre 2016 est le suivant :



Source : DDR 2016

Situation actionnariale du groupe

Au 31 décembre 2016, la société a pu identifier, suite à une enquête Euroclear, le nombre d'actionnaires comme étant d'environ 3 100 (titres au porteur et titres nominatifs).

La répartition du capital de PCAS est la suivante :

Actionnariat	Nombre d'actions	% du capital	% du droits de vote [1]
Eximium	4 258 709	28,13%	25,87%
Crusader	205 349	1,36%	1,25%
InWhite, Anblan [2] [3] et famille Moretti [4]	2 223 580	14,69%	17,55%
Inocap Gestion	1 079 748	7,13%	6,56%
Edoine Holding	450 000	2,97%	2,73%
DRT	238 410	1,57%	2,89%
Nactis et Nactis Flavours	163 222	1,08%	0,99%
M. & Mme Jean Kervarec	116 212	0,77%	1,40%
M. Philippe Delwasse	100 000	0,66%	0,73%
M. Eric Moissenot et sa famille	72 520	0,48%	0,56%
M. Vincent Touraille	70 108	0,46%	0,51%
Public	5 004 651	33,05%	31,91%
Actions autodétenues [5]	1 159 216	7,66%	7,04%
Total	**15 141 725**	**100%**	**100%**

Source : Données communiquées présentant la situation au 13 juin 2017

[1] Droits de votes théoriques (calculés suivant les modalités de l'article 223-11 I 2ième alinéa du Règlement de l'AMF.
[2] InWhite et Anblan étant contrôlées par M. Christian Moretti.
[3] Holding de droit lxembourgeois à laquelle M.Moretti a apporté les 1 553 300 actions de PCAS qu'il détenait comme précisé dans l'avis AMF n°217C1232.
[4] Hors prêt de consommation de 60 000 actions au bénéfice de M. Moretti, dont la restitution interviendra au plus tard le 30 juin 2017 comme précisé dans l'avis AMF n°217C1232.
[5] Hors actions détenues dans le cadre d'un contrat de liquidité (954 actions au 13 juin 2017, 1 198 actions au 31 décembre 2016). Au 12 mai 2017, le nombre d'actions autodétenues s'élève à 1 159 216, suite à l'acquisition de 161 635 actions gratuites par leurs bénéficiaires dans le cadre des plans d'attribution en cours.

À ce jour, la société n'a connaissance d'aucun pacte d'actionnaires.

3.2. Historique du groupe

PCAS a été créée il y a plus de 50 ans (en 1962) par deux ingénieurs chimistes.

L'activité progresse rapidement et l'entreprise est bénéficiaire deux ans après sa création. Elle est alors spécialisée dans les produits auxiliaires, la synthèse et les analyses de laboratoire.

À la fin des années 1960 et durant les années 1970, PCAS développe les activités de synthèse pharmaceutique, en travaillant pour de grands laboratoires pharmaceutiques. Dans le même temps, l'entreprise démultiplie les produits auxiliaires : vernis, détergents, graisses, produits sulfurisés. Le décès brutal d'un des fondateurs, en mai 1982, bouleverse l'histoire de PCAS.

En 1983, PCAS est cédé au groupe américain Stauffer Chemicals Company. En 1985, Stauffer est racheté par une autre compagnie américaine, Chesebrough Pond's.

À la fin de 1986, Chesebrough Pond's est racheté à son tour par le groupe anglo-néerlandais Unilever. N'étant pas intéressé par la partie chimique dont PCAS fait partie, Unilever la

revend quelques mois plus tard au géant britannique ICI (Imperial Chemical Industries). Mais ICI s'intéresse uniquement à la partie sanitaire de Stauffer et cède, en 1987, la partie chimie fine avec PCAS au groupe néerlandais Akzo. Dans le même temps, l'intégration à des grands groupes internationaux permet de développer la qualité, de renforcer l'organisation et les méthodes et d'ouvrir PCAS à l'international. PCAS souhaite désormais se développer par croissance externe, mais cette stratégie n'est pas compatible avec celle du géant Akzo.

Sollicité par le management de PCAS, un groupe financier français Dynaction, créé et dirigé par Christian Moretti et Henri Blanchet rachète alors l'entreprise à Akzo en 1992.

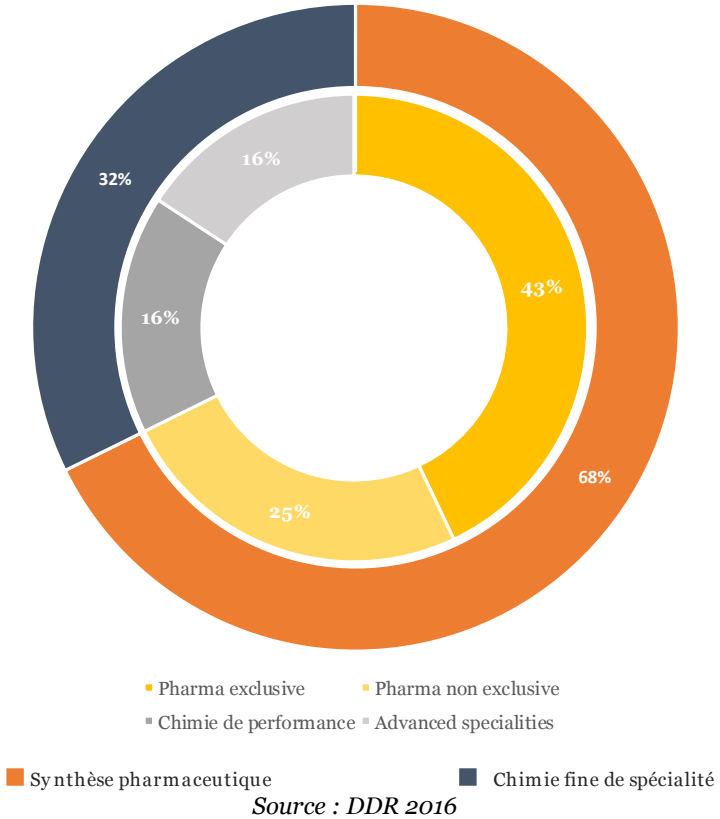
S'ouvre alors une période d'expansion. PCAS entre en bourse en 1995 ce qui lui permet de lever les capitaux nécessaires à son développement. Au fil des ans, PCAS réalise plusieurs investissements et acquisitions.

3.3. Présentation de l'activité et données financières de PCAS

PCAS (Produits chimiques et auxiliaires de synthèse) est un groupe industriel français spécialiste des molécules complexes pour les Sciences de la Vie et les Technologies innovantes. Il possède 7 sites de production, dont deux à l'étranger et 3 filiales commerciales destinées à promouvoir son développement à l'international (70 % du chiffre d'affaires est réalisé hors de France).

PCAS intervient principalement sur deux marchés qui sont la synthèse pharmaceutique et la chimie fine de spécialité.

Répartition du chiffre d'affaires de PCAS par activité



Source : DDR 2016

A/L'activité « Synthèse Pharmaceutique »

Le chiffre d'affaires de l'activité synthèse pharmaceutique s'établit à 130,0 M€ (représentant 68 % du CA) au 31 décembre 2016, en progression de 7,6 % par rapport à l'année précédente.

Ce département développe des principes actifs et des intermédiaires de synthèse pour l'industrie pharmaceutique et a principalement pour clients :

- les laboratoires pharmaceutiques internationaux et nationaux,
- les génériqueurss,
- les start-ups.

PCAS est un leader mondial de la chimie pharmaceutique capable d'offrir des services de développement et de production à tous les stades du cycle de vie du principe actif, des premières phases cliniques à la phase générique dans un respect total des normes qualité, sécurité et environnementales les plus strictes. Les processus de production s'inscrivent dans le cadre des Bonnes Pratiques de Fabrication européennes (BPF) et des méthodes de fabrication édictées par la FDA (cGMP ou *current Good Manufacturing Practices*).

Cette activité est divisée en deux sous segments qui sont :

- **La Pharma exclusive**

Cette activité représente 43 % du chiffre d'affaires (soit 82,5 M€). Elle est en progression en 2016 de 12,9 % par rapport à l'année précédente. Dans ce domaine, PCAS apporte son savoir-faire historique dans la fabrication de molécules complexes à destination principalement des grands laboratoires pharmaceutiques qui développent leurs projets en interne et des sociétés biotechnologiques qui visent à construire leur propre portefeuille de développement et à céder dans certains cas les brevets à un partenaire qui prendra en charge la commercialisation. À la différence des molécules pour les médicaments génériques, ici les molécules sont dites « exclusives » car elles sont développées pour le compte d'un seul donneur d'ordre.

PCAS est intervenu dans le développement de diverses solutions thérapeutiques ciblant des problèmes de santé majeurs sur le plan mondial, telles que l'hépatite C, la Stéatose Hépatique Non Alcoolique (NASH) ou encore l'oncologie.

- **La Pharma non exclusive - Génériques**

Cette activité représente en 2016, 25 % du chiffre d'affaires (soit 47,5 M€), stable par rapport à 2015 (47,6 M€). PCAS commercialise auprès de plus de 300 laboratoires pharmaceutiques génériqueurs une gamme propriétaire. Les médicaments génériques constituent un pilier fondamental des politiques de santé publique dans le monde puisqu'ils limitent le montant des dépenses de soins sans affecter la qualité des traitements. Porté par cette tendance structurelle, PCAS a poursuivi avec succès son développement sur ses marchés stratégiques tout en élargissant son offre.

En tant que partenaire de l'innovation des grands donneurs d'ordre, PCAS a pleinement répondu aux besoins de développement et de production des traitements de demain. A titre d'exemple, le groupe a accompagné avec succès les acteurs de la pléothérapie. Ce nouveau paradigme désigne les thérapies fondées sur la combinaison de médicaments déjà approuvés dans le cadre d'autres indications. Enfin, l'acquisition du site de R&D de Porcheville vient renforcer les capacités d'innovation sur le segment des Active Pharmaceutical Ingredient (ou

API - désigne la substance chimique qui, dans un médicament possède un effet thérapeutique) génériques suite à la création d'une équipe dédiée.

B/L'activité « Chimie fine de spécialités »

Le chiffre d'affaires 2016 de la Chimie fine de spécialités ressort à 62,0 M€, en augmentation de 6,4 % par rapport à 2015 (+6,2 % à taux de change constant), avec des résultats contrastés par activité.

Ce pôle d'activité est organisé en 2 Business Units (BU) :

- La BU « Chimie de Performance », qui développe, fabrique et commercialise des additifs destinés à l'industrie des lubrifiants et de la protection des métaux.
- La BU des « Spécialités Avancées », qui développe, fabrique et commercialise des produits ultra-purs pour l'industrie électronique, des polymères de spécialités et produits de chimie fine pour des applications de haute technicité, ainsi que des ingrédients actifs pour l'industrie cosmétique.

Cette activité s'appuie sur trois sites industriels (Bourgoin/France, Saint-Jean/Canada et Couterne/France, site partagé avec la Synthèse Pharmaceutique).

- **Chimie de performance**

PCAS fabrique au sein de ce département des additifs destinés à l'industrie des lubrifiants et des fluides techniques. Ses principaux clients sont des industriels du pétrole, de l'énergie, des lubrifiants et du travail des métaux. Les additifs proposés par PCAS confèrent aux produits et aux process dans lesquels ils sont introduits, une propriété ou une performance particulière : protection du métal (anticorrosion, anti-usure), fluidification, isolation phonique ou thermique, résistance à l'écrasement…

Cette activité représente en 2016 17 % du chiffre d'affaires (soit 31,7 M€), en progression de 2,1 % par rapport à l'année 2015 avec une forte progression des produits propriétaires et une légère baisse des façonnages. PCAS confirme l'amélioration de ses parts de marché en Europe pour les additifs Extrême Pression et bénéficie d'une bonne position en Asie, principalement en Chine, où sa compétitivité est confortée par une parité USD/Euro favorable vis-à-vis des compétiteurs américains. L'activité façonnage a pâti de l'internalisation de certains produits chez les clients, et de ruptures de matières premières en début d'année. Une situation tendue en termes de capacité chez certains compétiteurs européens a créé de nombreuses opportunités d'affaires et traduit une reconnaissance du marché pour la fiabilité et la qualité des produits de PCAS.

- **Spécialités avancées**

Ce département regroupe des activités basées en France et au sein de la filiale canadienne de PCAS. Il est spécialisé dans la production de produits de spécialités, notamment pour les industries électronique, aéronautique, cosmétique et chimique. Il intègre aussi les filiales Enersens (spécialisée dans les matériaux dits ultra-isolants) et Protéus (tournée vers l'innovation technologique du monde vivant).

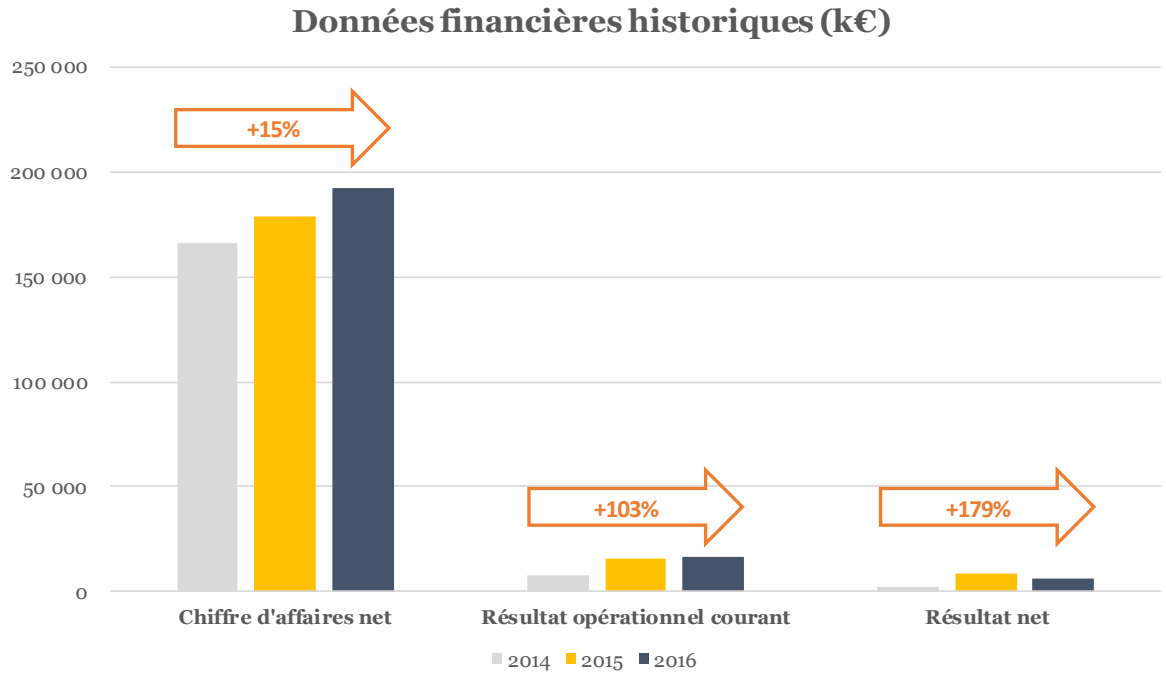
Cette activité représente en 2016, 16 % du chiffre d'affaires (soit 30,3 M€). L'année 2016 a été une année de forte croissance, avec une progression de 11,2 % du chiffre d'affaires, notamment grâce :

- au démarrage commercial d'un projet majeur pour la fabrication de composés Low Metal destinés à la microélectronique pour des clients tant américains que japonais ;

- à la forte reprise de certaines activités reposant sur la fonctionnalisation de polymères, ou sur des additifs pour l'industrie des bitumes, des encres et de la peinture ;
- à la progression significative des volumes de production d'un polymère haute performance à application aéronautique et à la concrétisation des premières ventes industrielles significatives dans les implants médicaux.

3.4. Présentation des données financières historiques de la Société

- Chiffre d'affaires, résultat opérationnel courant et résultat net



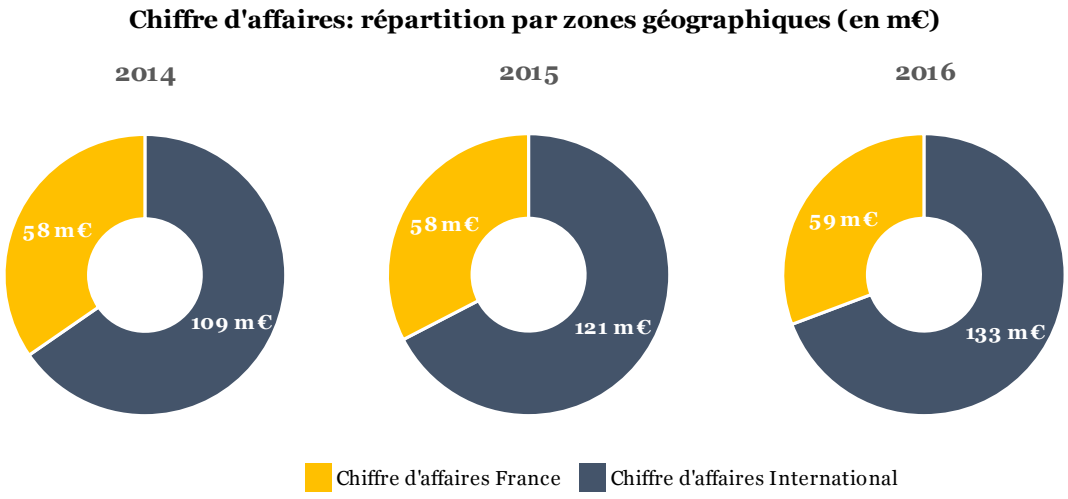
Source : DDR 2016

Le chiffre d'affaires consolidé de PCAS est en croissance constante depuis plusieurs années. Il s'établit à 192 M€ au 31 décembre 2016, en hausse de 7,2 % par rapport à l'exercice précédent (+6,5 % à taux de change constant).

Le résultat opérationnel courant 2016 du groupe s'est établi à 16,2 M€. Il a été pénalisé par des charges additionnelles liées à la mise en place d'une nouvelle organisation industrielle. En 2016, PCAS a procédé à un certain nombre de transformations, telles que des investissements dans le recrutement, la formation, ainsi qu'à l'optimisation des capacités industrielles des sites. Ces investissements ont été réalisés afin de faire face à une forte croissance à venir, générant ainsi une avance de charges ce qui a conduit à une marge d'Ebitda en recul cette année à 14,2 % (vs 15,1 % en 2015).

Le résultat net 2016 s'élève à 6,6 M€ en augmentation de 11 % par rapport à celui publié pour 2015 (soit 8,8 M€) retraité de l'impact d'une indemnité d'assurance nette d'impôt de 2,9 M€.

Chiffre d'affaires : répartition par zones géographiques



Source : Données client

Le développement commercial de PCAS s'est internationalisé avec une présence industrielle en Europe et en Allemagne et une implantation commerciale sur trois continents afin de répondre à une demande globale et hétérogène. En 2016, la part internationale du chiffre d'affaires s'est encore accrue (+7,3 % par rapport à l'année précédente).

Dans le cadre de sa stratégie de maillage international, PCAS a décidé, tout en poursuivant l'activité historique dans la microélectronique, de développer l'activité pharmaceutique en Amérique du Nord sur son site Canadien de Saint-Jean-sur-Richelieu, situé au sud de Montréal (Québec), compte tenu de la qualité de ses produits, de son fort niveau d'expertise R&D, et d'une proximité avec les Biotechs.

En Asie, l'équipe commerciale de PCAS à Shanghai en Chine continentale permet de renforcer sa présence sur les marchés asiatiques qui tirent la croissance mondiale, notamment pour la Chimie de Spécialités.

Le dynamisme industriel de l'Allemagne en Europe explique le choix de PCAS d'y assurer une présence commerciale spécifique.

Le Centre de recherche et développement de Porcheville, acquis en 2016, réunit l'ensemble des compétences et outils nécessaires au sein d'une plateforme d'innovation centrale dédiée au développement des molécules complexes de PCAS sur l'ensemble de ses marchés. Sa proximité avec le site industriel de Limay permettra de soutenir la stratégie d'innovation visant la réduction des délais de développement et l'instauration de synergies.

- **Investissements corporels**

PCAS investit dans la R&D en y consacrant plus de 7 % de son chiffre d'affaires. La capacité d'innovation et l'expertise R&D ont été renforcées au cours des deux dernières années, conformément à la stratégie de PCAS d'augmenter les investissements dans ce domaine pour accompagner au mieux les grands donneurs d'ordre et poursuivre la dynamique de croissance.

Année	2014	2015	2016
Investissements (m€)	9,8	15,7	17,2
% du Chiffre d'affaires	*5,9%*	*8,8%*	*9,0%*

Source : DDR 2016

Le montant des investissements du Groupe ressort à 17,2 M€ en 2016 contre 15,7 M€ en 2015. Cette augmentation résulte essentiellement de l'acquisition du centre R&D de Porcheville. Cet effort est réparti sur tous les sites et couvre les besoins en investissements nécessaires à l'activité ainsi qu'à l'amélioration de la productivité, au maintien de l'outil industriel, à la sécurité et à la protection de l'environnement. Le centre de R&D de Porcheville est doté de technologies de pointe. Il est destiné à regrouper les équipes R&D du Groupe ainsi que l'ensemble des outils nécessaires pour accompagner le développement des molécules complexes de PCAS pour ses différents marchés.

- **La structure financière de PCAS**

L'endettement net du groupe PCAS s'élève à 48,7 M€ au 31 décembre 2016 (vs 34,7 M€ en 2015).

Au 31 décembre 2016, la variation de trésorerie est défavorable principalement due à la variation du besoin en fonds de roulement, affectée par une augmentation des créances clients (+29 %) et des stocks (+24,5 %), du fait de fortes ventes réalisées en fin d'année 2016 et en début d'année 2017.

Il convient de préciser que la société a remboursé la totalité de l'emprunt obligataire 2007 à échéance au 31 décembre 2016, d'un montant de 18,9 millions d'euros au 31 décembre 2015, financé par la mobilisation, le 30 décembre 2016, du crédit syndiqué à moyen terme de 20 millions d'euros, négocié fin octobre 2014.

Année	2015	2016
MBA	25,7	24,7
BFR	8,7	- 17,2
Impôts	- 1,3	- 2,5
Sous total Exploitation	***33,1***	***5,0***
Investissements industriels	- 15,6	- 15,7
Sous total des investissements	***- 15,6***	***- 15,7***
Augmentation de capital Enersens	1,7	1,5
Dividendes	- 1,6	- 1,6
Côut de l'endettement financier net	- 3,5	- 3,3
Variation nette des emprunts	- 0,8	1,9
Sous total Financement	***- 4,2***	***- 1,5***
Variation de trésorerie	**13,3**	**- 12,2**

La politique de distribution est de l'ordre d'un tiers du résultat net part du Groupe.

4. Les perspectives du marché

- **Perspectives 2020**

Le marché pharmaceutique mondial devrait s'accroître de 350 milliards de dollars d'ici 2020, soit quasiment le double de la croissance observée au cours des cinq dernières années. Cette accélération s'explique en grande partie par l'arrivée de nouveaux produits de marque dans les pays matures, parmi lesquels les États-Unis demeurent le leader incontesté. En France, le marché des médicaments remboursables affiche une diminution de 1,1 % en 2015, liée aux fortes baisses de prix imposées par les pouvoirs publics. À horizon 2020, l'Hexagone pourrait reculer au 8ème rang mondial. Un net regain des activités de business développement a été observé en 2015 : le modèle de croissance externe est plus que jamais la norme pour les laboratoires pharmaceutiques. *(Source : IMS Health)*

- **Les exportations françaises de préparations pharmaceutiques**

Représentant plus de 60 % du chiffre d'affaires des industriels implantés en France, les exportations devraient tenir le cap en 2017 (+3,0 %). Elles seront principalement soutenues par les ventes extérieures de vaccins, de préparations à base d'hormones et de produits dérivés du sang. Selon les experts de Xerfi, le chiffre d'affaires de la profession progressera de 2 % en 2017. Malgré les nouvelles mesures de maîtrise des dépenses de médicaments, les industriels profiteront du dynamisme des ventes à l'international et des produits non remboursables (prix libres). *(Source : Xerfi Les laboratoires pharmaceutiques | Mai 2017)*

- **La promotion des génériques**

Le gouvernement français a lancé, en 2015, un plan triennal de promotion des médicaments génériques. Celui-ci entend mobiliser un maximum d'acteurs (pharmaciens, médecins, hôpitaux, etc.) afin de contrer les difficultés rencontrées par le générique en France qui représente moins d'un médicament sur trois dans le pays (contre près des trois quarts dans certains pays européens, notamment l'Allemagne et le Royaume-Uni). Il a pour objectif de permettre l'économie de 350 M€ par l'augmentation des prescriptions de génériques, de 5 points en volume, d'ici fin 2017.
De plus, l'arrivée à échéance de nombreux brevets, de molécules à hauts revenus (Glivec®, Tracleer®, Crestor®, etc.), stimule la demande adressée aux laboratoires et aux façonniers positionnés sur ce débouché (l'équivalent de 30 % du marché est issu de la production nationale). *(Source : Xerfi Les laboratoires pharmaceutiques | Mai 2017)*

5. Analyse SWOT

La matrice SWOT (Strengths,Weaknesses,Opportunities,Threats) présente ci-après les forces et faiblesses, ainsi que les opportunités et menaces qui peuvent être identifiées au regard des caractéristiques propres à PCAS et de son environnement.

6. Éléments d'appréciation de l'Offre

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

6.1. Données structurant l'évaluation de PCAS

6.1.1. Référentiel comptable

La société applique le référentiel comptable IFRS pour l'établissement de ses comptes consolidés, lesquels ont été certifiés sans réserve par les commissaires aux comptes au titre du dernier exercice clos le 31 décembre 2016. L'information financière semestrielle au 30 juin 2016 a fait l'objet d'une attestation sans réserve de la part des commissaires aux comptes.

6.1.2. Date de l'évaluation

Lors de nos travaux d'évaluation, nous avons analysé les références de valorisation (cours de bourse, cours cible des analystes, transactions récentes sur le capital de la Société) jusqu'au 15 mai 2017, jour de l'annonce de l'Offre.

En effet, postérieurement à cette date, les cours et les perspectives des analystes peuvent être affectés notamment par la prise en compte dans les valeurs, des modifications stratégiques annoncées ou attendues qui feraient suite au succès de l'Offre.

L'approche sur la méthode des discounted cash-flow a été mise en œuvre à partir du business plan 2017-2020 duquel a été soustrait le réalisé du 1er trimestre 2017. Le business plan a été prolongé sur la période 2021-2024. Les flux du 1er avril au 31 décembre 2017 ont été actualisés au 30 septembre 2017. Les flux des années suivantes ont été actualisés au 30 juin 2017.

6.1.3. Structure du capital et nombre d'actions retenu

Le capital social est composé de 15 141 725 actions d'une valeur nominale d'un euro (1 €).

Les statuts de PCAS, mis à jour en date du 21 avril 2016, prévoient à l'article onze, qu'un droit de vote double est conféré à toutes les actions entièrement libérées et inscrites au nominatif depuis quatre ans au moins au nom du même actionnaire bénéficiaire.

Le nombre d'actions diluées retenu, intègre, outre les actions émises à cette date hors actions d'autocontrôle, les actions susceptibles d'être effectivement attribuées dans le cadre des plans d'attribution d'actions gratuites.

Le nombre d'actions retenu pour la valorisation s'élève à 14 165 473 et se décompose comme suit :

Nombre d'actions PCAS retenu pour l'évaluation	
Actions composant le capital social	15 141 725
Actions PCAS autodétenues (1)	-1 159 216
Nombre d'actions "en circulation"retenu	**13 982 509**
Actions gratuites (2)	182 964
Nombre d'actions retenu pour l'évaluation	**14 165 473**

(1) hors contrat de liquidité
(2) en période d'acquisition

6.1.4. Endettement net

Pour le calcul de la valeur de la société PCAS, nous avons déterminé une « dette nette ajustée » à la date d'évaluation au 31 mars 2017 à partir des comptes consolidés au 31 décembre 2016 et des données financières du 1er trimestre 2017. Le tableau ci-après présente les éléments constitutifs de cette dette nette ajustée :

Détermination de la dette financière nette (m€)		mars-17
Emprunt et dettes financières :		48,6
Intérêts minoritaires		2,4
Autres Passif		2,9
Dettes sur immobilisations		1,6
Versement dividende 2016 sur 2017 (solde)		0,8
Provision pour risques et charges (net d'impôt)		9,3
Actif d'impôt lié aux déficits	-	7,7
Trésorerie et équivalent de trésorerie	-	8,7
Dette financière nette		**49,2**

Cette dette nette ajustée permet de déterminer, par soustraction à la valeur d'entreprise estimée selon les méthodes retenues, la valeur des fonds propres et par suite de l'action PCAS.

6.1.5. Plan d'affaires

Le plan d'affaires servant de base à nos travaux d'évaluation provient de celui établi sur la période 2017 à 2020 par le management de PCAS et révisé par l'initiateur et ses conseils dans le cadre de due diligence qu'ils ont mis en œuvre à l'occasion du projet de rapprochement.
Le plan d'affaires est construit selon les deux segments d'activités présentés au paragraphe 3.3. Le chiffre d'affaires par produit et par client a été analysé afin de tendre vers des projections de croissance d'une part en fonction de la maturité du produit et d'autre part en fonction de la capacité de production de la société, en tenant compte des investissements réalisés. À partir de ces éléments de croissance de chiffre d'affaires, l'Ebitda a été construit par variation sur la base du réalisé 2016 en prenant en compte les éléments récurrents et les éléments exceptionnels. La société a extériorisé des leviers de rentabilité en termes de gains de productivité et de maitrise des coûts de sa production.

Les principaux ajustements effectués par l'initiateur et ses conseils visent à prendre en compte des facteurs de risques additionnels et conduisent à réduire le volume de chiffre d'affaires et ainsi le niveau d'Ebitda sur la période des prévisions. Les ajustements conduisant au plan d'affaires révisé ont été partagés et validés par le management de PCAS.

Extrapolation du plan d'affaires

Au-delà de 2020, nous avons prolongé l'horizon du plan d'affaires révisé jusqu'en 2025, date à laquelle nous avons estimé que le flux normatif devait pouvoir être basé sur les hypothèses suivantes :

- décroissance linéaire du taux de croissance du chiffre d'affaires pour tendre vers une croissance normative de 1,5 % ;
- décroissance linéaire du taux de marge d'Ebitda pour tendre de 19,7 % vers un ratio normatif de 19,5 % ;
- décroissance linéaire du niveau d'investissement pour tendre vers un flux normatif de 6,5 % du chiffre d'affaires ;
- Stabilité du niveau de besoin en fonds de roulement (ci-après BFR) estimé à 33 % du chiffre d'affaires.

Flux normatif

Le flux normatif a été construit sur la base des hypothèses structurantes suivantes :

- une croissance du chiffre d'affaires brut de 1,5 % ;
- stabilité des commissions par rapport à 2020 compte tenu de leur nature ;
- un taux de marge d'Ebitda à hauteur de 19,5 % du chiffre d'affaires net des commissions ;
- un BFR normatif d'exploitation égal à 33 % du chiffre d'affaires ;
- un niveau d'investissements nécessaires à l'activité de production à hauteur de 6,5 % du chiffre d'affaires.

Taux d'impôt

Le taux d'impôt retenu avant CVAE a été déterminé sur la base du taux effectif d'impôt consolidé estimé à un montant proche de 31 % sur la période de 2017 et 2018, puis 27 % sur le reste du plan. Ce montant tient compte d'une situation différenciée en matière d'impôts sur les sociétés selon les pays.

6.2. Méthodes d'évaluation et références de valorisation écartées

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

6.2.1. Références et méthodes patrimoniales

6.2.1.1. Référence à l'actif net comptable (ANC)

Cette approche vise à déterminer la valeur des capitaux propres d'une entreprise par différence entre la valeur comptable des actifs et des passifs réels qu'elle possède. Nous avons estimé que cette méthode ne pouvait pas valablement être retenue dans la mesure où elle n'intégrait notamment pas la valeur des actifs incorporels, créés en interne, et plus généralement la capacité de la société à générer des bénéfices dans le futur. Cette référence

permet néanmoins d'extérioriser une valorisation, souvent qualifiée de « plancher » compte tenu de ce qui a été précisé ci-dessus, sur la base de données publiques et contrôlées par des auditeurs légaux. À titre purement informatif, l'actif net comptable consolidé (part du groupe) de PCAS au 31 décembre 2016 s'établit à 94,6 M€, soit 6,7 € par action.

6.2.1.2. Méthode de l'Actif Net Réévalué (ANR)

La méthode de l'Actif Net Réévalué consiste à évaluer à leur valeur de marché, les différents actifs et passifs de la société, et à déterminer la valeur de ses capitaux propres par sommation. Elle est principalement utilisée dans le cadre de sociétés holdings ou de sociétés détenant divers actifs, notamment immobiliers. Cette approche est également pertinente dans le cadre d'une approche liquidative, après prise en compte des coûts de liquidation. Cette méthode apparait ainsi peu appropriée pour l'évaluation d'une société exploitant directement une activité dans une perspective long-terme.

6.2.2. Méthode des multiples de transactions comparables

La méthode des multiples de transactions est une méthode analogique qui vise à reconstituer la valeur de la société, sur la base d'un prix de cession théorique de la société à évaluer, par référence à des transactions intervenues sur le capital de sociétés considérées comme comparables. Elle consiste à appliquer à certains agrégats financiers de la société à évaluer, un des multiples moyens ou médians de ces mêmes agrégats constatés lors des transactions intervenues sur ces sociétés comparables.

Nous n'avons pas identifié de transactions intéressant des sociétés comparables à PCAS réalisées sur un marché réglementé, de type « offre publique », permettant de disposer d'informations publiques précises. Pour déterminer un échantillon pertinent de transactions comparables, nous avons utilisé une base de données des transactions du marché européen, mise à disposition par la société *Epsilon Research*, bureau indépendant de recherche et d'analyse financière spécialisé sur les acquisitions (opérations de Fusions & Acquisitions et LBO) d'entreprises non cotées.

Nous avons identifié et analysé les transactions figurant en dans le tableau ci-dessous. Ces analyses nous ont amenés à considérer que :

- Ces transactions demeurent non parfaitement comparables compte tenu de la taille ou de l'activité des sociétés concernées ;
- La documentation publique permettant de conclure sur les multiples induits est souvent insuffisante. En effet :
    - la valeur de la transaction est souvent estimée sur la base des informations extraites des documents financiers de l'acquéreur ou d'autres estimations ;
    - la dette nette est souvent l'objet d'approximation dans sa détermination ;
    - les agrégats de la cible ne sont pas toujours fiables ;
    - les différentes sources d'information font apparaître des anomalies dans l'analyse.

Date d'annonce	Nom Cible	Nom Acquéreur	Valeur totale annoncée (m€)	VT/EBITDA	Statut du deal
15/05/2017	Patheon NV	Thermo Fisher Scientific Inc	6 467	22,27	Pending
24/04/2017	Akorn Inc	Fresenius SE & Co KGaA	4 464	12,06	Pending
10/04/2017	STADA Arzneimittel AG	Multiple acquirers	5 364	13,67	Pending
23/02/2017	STADA Arzneimittel AG	Advent International Corp	4 969	12,33	Pending
16/02/2017	STADA Arzneimittel AG	Potential Buyer	5 718	15,45	Proposed
23/09/2016	Aurobindo Pharma Ltd	Potential Buyer	267	15,60	Withdrawn

Ainsi, nous n'avons pas retenu cette méthode de valorisation, étant précisé que, par ailleurs, la méthode analogique des multiples des sociétés cotées comparables a été utilisée.

6.3. Méthodes d'évaluation et référence de valorisation retenues

Nous avons retenu les références et méthodes suivantes :

- la référence au cours de bourse de la Société ;
- la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie ;
- la référence à des comparables boursiers.

6.3.1. La référence au cours de bourse

Le cours de bourse est un instrument de mesure du prix des actions de la société librement négociées sous réserve d'un niveau de flottant et de liquidité suffisant.

La Société, introduite en bourse en 1995, est actuellement cotée sur le compartiment B de NYSE EURONEXT Paris. Sur la base des informations qui ressortent du tableau présenté au paragraphe 3.1 la part du capital flottant ressort à 44,72 %.

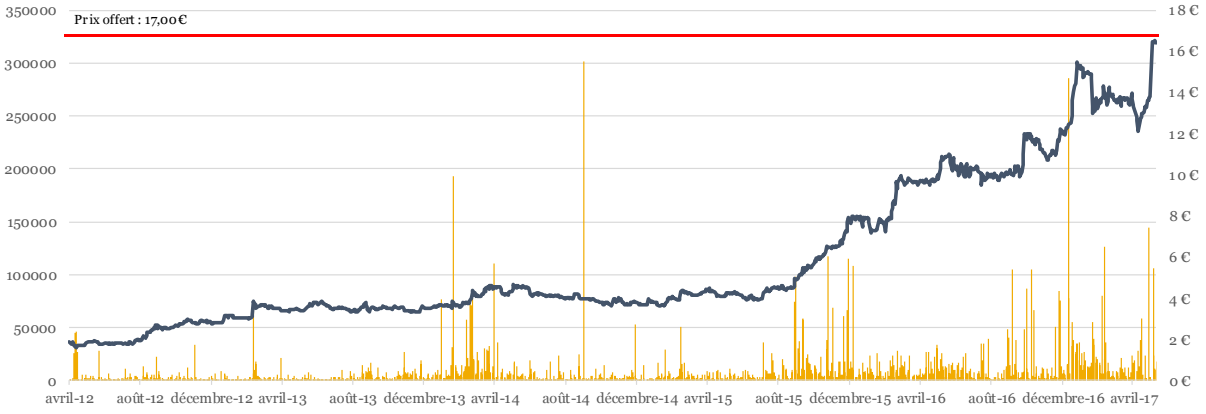
Sur la base du dernier cours de bourse avant annonce de l'Offre, soit celui du 12 mai 2017, les volumes échangés sur le titre et les taux de rotation qui en découlent se présentent comme suit sur une période de 12 mois :

Période de référence	Titres échangés (Moyenne)	Titres échangés (Cumul)	Volumes cumulés rapportés au capital total (1)	Volumes cumulés rapportés au flottant (2)
Cours spot au 12/06/2017	3 220	3 220	0,0%	0,1%
Cours spot au 15/05/2017(3)	1 361	1 361	0,0%	0,0%
Moyenne 10 jours	30 747	153 737	1,0%	2,5%
Moyenne 1 mois	19 939	358 893	2,4%	5,9%
Moyenne 3 mois	15 489	913 875	6,0%	15,1%
Moyenne 6 mois	19 619	2 432 727	16,1%	40,2%
Moyenne 1 an	15 123	3 871 545	25,6%	64,0%

(1) : Ratio entre le nombre de titres échangés et le nombre total d'actions connu au 22/05/2017
(2) : Ratio entre le nombre de titres échangés et le flottant
(3) : Référence au cours de clôture du 12/05/2017
Source : Bloomberg

Sur les 12 derniers mois, le volume des actions PCAS échangées est de 3 871 545 actions (soit environ 15.123 actions par jour de cotation). Sur cette même période, la rotation du capital flottant s'est établie à 64 %.

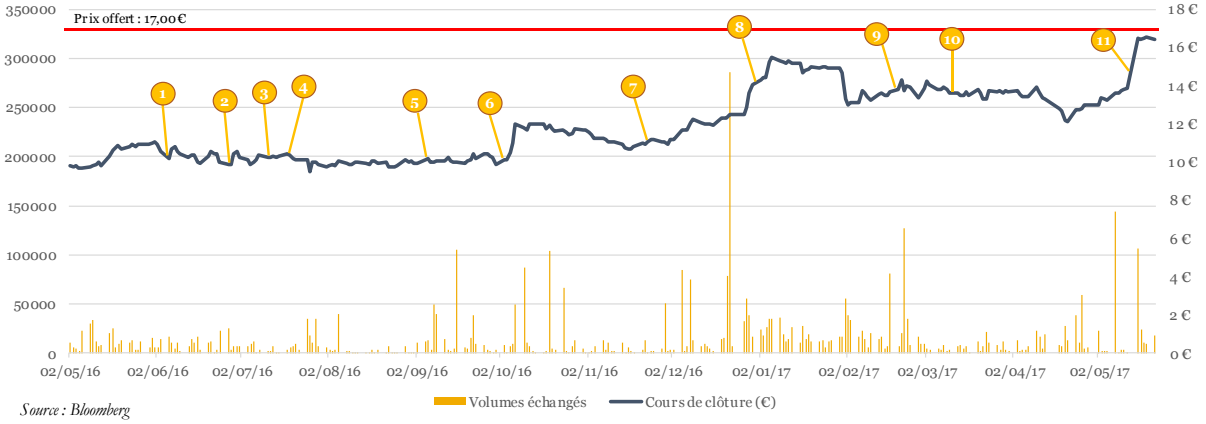
Evolution du cours de bourse de l'action PCAS et des volumes échangés au cours des 5 dernières années



Source : Bloomberg

Depuis 2012, PCAS a vu son cours de bourse évoluer, notamment en 2015 du fait de l'atteinte du plan stratégique 2014 - 2018 avec trois ans d'avance (objectif de marge d'Ebita à hauteur de 15 %).

Evolution du cours de bourse de l'action PCAS et des volumes échangés au cours des 12 derniers mois



Source : Bloomberg

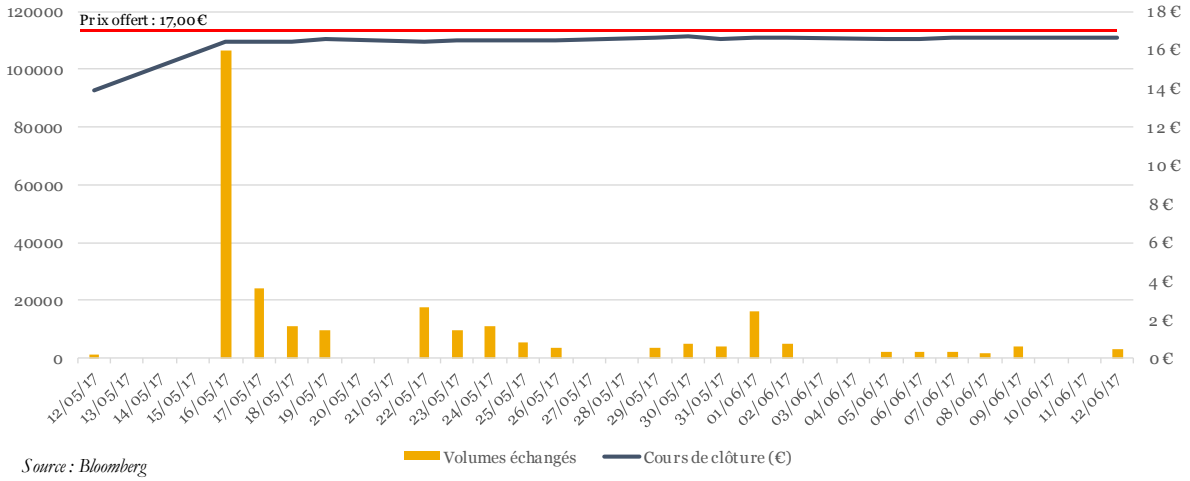
1. 6 juin 2016 - Collaboration avec Syngenta
2. 28 juin 2016 - Inauguration d'un nouvel atelier sur le site de Couterne
3. 12 juillet 2016 - PCAS signe un accord de distribution mondial avec MilliporeSigma
4. 19 juillet 2016 - Publication du chiffre d'affaires du 1er semestre 2016
5. 7 septembre 2016 - Publication des résultats au 1er semestre 2016
6. 3 novembre 2016 - Publication du chiffre d'affaires au 30 septembre 2016
7. 24 novembre 2016 - Annonce de l'acquisition du site de Porcheville
8. 31 janvier 2017 - Publication du chiffre d'affaires annuel 2016
9. 21 février 2017 - Communiqué de presse annonçant les résultats 2016
10. 10 mars 2017 - Annonce de l'augmentation des capacités de production
11. 15 mai 2017 - Annonce du projet de rapprochement entre PCAS et Novacap

Nous considérons que le cours de bourse constitue une référence pertinente, étant toutefois observé que les volumes moyens échangés quotidiennement sont assez limités.

Période de référence	Cours de bourse (€)	Prime sur 17€
Cours spot au 12/06/2017	16,7	2,0%
Cours spot au 15/05/2017	13,9	22,6%
Moyenne 10 jours	13,6	24,6%
Moyenne 1 mois	13,1	29,8%
Moyenne 3 mois	13,5	26,2%
Moyenne 6 mois	13,3	28,0%
Moyenne 1 an	12,31	38,1%

Sur la base des cours de l'action, le prix de l'Offre extériorise des primes comprises entre 22,6 % et 38.1 %.

Evolution du cours de bourse de l'action PCAS et des volumes échangés postérieurement à l'annonce de l'Offre



Source : Bloomberg

Consécutivement à l'annonce de l'Offre, le 15 mai 2017, le titre a engagé une remontée jusqu'à atteindre le cours de 16,70 €, se rapprochant ainsi du prix de l'Offre.

Pour information, nous rappelons ci-après les dernières références au cours-cible des analystes sur le titre PCAS :

Analystes	Date de référence	Cours lors de la note (€)	Objectif de cours (€)	Recommandation
Kléper Chevreux	23/02/2017	13,7	**13,5**	Hold
Portzamparc	22/02/2017	14,3	**13,5**	Hold
Midcap Partners	22/02/2017	14,3	**14,8**	Buy
	Moyenne	**14,1**	**13,9**	

6.3.2. Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie

Selon cette méthode, la valeur des fonds propres d'une société correspond à la somme de ses flux futurs de trésorerie d'exploitation disponibles, actualisés au coût moyen pondéré des capitaux engagés, minorée de l'endettement financier net. Les hypothèses retenues pour la construction du plan d'affaires 2017-2020 dont nous avons apprécié la cohérence et la pertinence, ont été présentées au § 6.1.5 de notre rapport.

En conséquence, nous avons mis en œuvre la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie (ou *Discounted Cash Flows* « *DCF* ») sur la base de ce plan d'affaires prolongé jusqu'en 2025 comme indiqué au § 6.1.5.

Mise en œuvre de la méthode

Les flux de trésorerie disponibles sur la période 2017-2025 ont été déterminés de la manière suivante :

EBITDA
- Impôt
- Variation du BFR (+/-)
– Investissements

= Flux de trésorerie disponibles ou Free Cash-Flows

Nous avons actualisé ces flux selon le coût moyen pondéré du capital déterminé à partir des éléments suivants :

Coût moyen pondéré du capital :	
Béta réendetté	0,99x
Taux sans risque :	0,74%
OAT TEC 10 au 1er juin 2017	
Prime de risque	8,65%
Bloomberg au 31/05/2017	
Coût des fonds propres :	**9,29%**
Coût de la dette avant impôt :	5,00%
Taux d'IS:	27,00%
Coût de la dette après IS :	**3,65%**
D/(D+E) :	0,18x
E/(D+E):	0,82x
Coût moyen pondéré du capital :	**8,2523%**
arrondi à :	**8,25%**

Sur la base de ce taux de 8,25 %, nous avons effectué une analyse de sensibilité avec un pas de +/- 0,5 %.

Par application de cette méthode et sur la base des éléments et hypothèses présentés ci-dessus, la valeur de l'action PCAS s'établit à 15,9 €.

Analyse de sensibilité aux hypothèses clés

Nous avons orienté l'analyse sur deux axes de sensibilité :

- la sensibilité au taux d'actualisation et au taux de croissance à l'infini ;
- la sensibilité de la marge d'Ebitda et du taux de croissance à l'infini.

Ces analyses font ressortir les valeurs suivantes :

Sensibilité au taux d'actualisation et au taux de croissance à l'infini

Sensibility analysis - valeur de l'action

Terminated growth rate	Discount rate 7,75%	8,00%	8,25%	8,50%	8,75%
1,00%	16,5	15,6	14,8	14,1	13,4
1,25%	17,1	16,2	15,4	14,6	13,8
1,50%	17,8	16,8	15,9	15,1	14,3
1,75%	18,5	17,4	16,5	15,6	14,8
2,00%	19,3	18,1	17,1	16,2	15,3

Sensibilité à la marge d'Ebitda et au taux de croissance à l'infini

Sensibility analysis - valeur de l'action

Terminated growth rate	Marge d'Ebitda 20,50%	20,00%	19,50%	19,00%	18,50%
1,00%	16,2	15,5	14,8	14,2	13,5
1,25%	16,8	16,1	15,4	14,6	13,9
1,50%	17,4	16,6	15,9	15,2	14,4
1,75%	18,0	17,2	16,5	15,7	15,0
2,00%	18,7	17,9	17,1	16,3	15,6

Cette deuxième analyse de sensibilité conforte la fourchette que nous retiendrons pour la sensibilité basée sur le taux d'actualisation et le taux de croissance à l'infini.

Synthèse des résultats

La mesure de la sensibilité du prix de l'action aux hypothèses retenues pour le taux de croissance à l'infini et le taux d'actualisation fait ressortir une valeur de l'action PCAS comprise entre 14,6 € et 17,4 €. Cette méthode met donc en évidence une prime comprise entre -2,6 % et 16,7 % en référence avec le prix de 17 € proposé et une prime de 6,9 % extériorisée sur la valeur centrale à hauteur de 15,9 € par action PCAS.

6.3.3. La référence à des comparables boursiers

Fondée sur l'hypothèse d'efficience des marchés financiers, la méthode des comparables boursiers consiste à appliquer à certains agrégats de référence de la société à évaluer, en l'espèce PCAS, les multiples observés sur un échantillon de sociétés cotées estimées comparables. À la valeur ainsi déterminée, il convient de retrancher la dette nette ajustée de la Société, pour déterminer la valeur de ses fonds propres. La société PCAS est présente sur le marché du secteur pharmaceutique et de la chimie fine de spécialité. Ce marché ne concentre qu'un petit nombre d'acteurs à activités comparables. En effet, chacun a ses spécificités ou particularités tant sur le plan opérationnel que financier.

Ainsi, l'obtention d'un échantillon de sociétés parfaitement comparables apparait particulièrement complexe. Cependant, nous avons à identifier les sociétés dont les activités sont les plus proches de celles de PCAS.

Nous avons retenu les sociétés suivantes :

- **Albany Molecular Research Inc** : Société œuvrant dans la recherche, le développement et la production de médicaments, ainsi que dans les services et prestations en découlant. Elle s'organise autour de 3 grands thèmes : Recherche et Développement, Ingrédients actifs de pharmaceutiques, Médicaments. Le premier thème correspond à la recherche de nouveaux médicaments en chimie médicale, en biologie ou en pharmacologie. Le deuxième thème correspond au lancement de produits pilotes jusqu'à la production d'API. Le troisième thème correspond au conditionnement de médicaments. La société a été fondée par Thomas E. D Ambra on J et est basée en Albanie.

- **Arkema SA** : Société de production et de fourniture de produits chimiques. Elle se coordonne autour de 3 segments : Matériaux de haute performance tels que les polymères, la filtration, l'adsorption de peroxydes permettant de trouver des solutions pour les secteurs du transport, de l'extraction du pétrole, des énergies renouvelables, électroniques, construction etc… ; Spécialisations industrielles regroupent les produits tels que la thiochimie, la fluorochimie etc…. ; et Solutions de revêtements proposant des solutions pour les peintures décoratives, revêtements industriels, adhésifs et applications acryliques. La société a été créée le 31 janvier 2003 et est basée à Colombes, en France.

- **Cambrex Cop.** : Société qui fournit des produits, des prestations de services et de la technologie afin d'accélérer et améliorer le développement et la commercialisation de nouveaux médicaments ou de génériques. Fournisseur de sociétés pharmaceutiques innovantes et de génériques dont les produits intègrent des marques ou des génériques d'API, des substances réglementées, des intermédiaires avancés. La société a été créée en décembre 1981, basée en East Rutherford, NJ.

- **Dishman Pharmaceuticals & Chemicals Ltd.** : Société fabriquant et commercialisant des médicaments, des intermédiaires, et de la chimie fine. Elle opère au travers de deux segments : Contrats de recherche & fabrication et les Autres. Le premier segment concerne le développement des intermédiaires et des ingrédients pharmaceutiques actifs. Le second segment commercialise des médicaments en vrac. La société a été créée le 29 juin 1983 et est basée à Ahmedabad en Inde.

- **Divi's Laboratory Ltd** : Société qui œuvre dans la recherche, le développement, la fabrication et la vente d'ingrédients pharmaceutiques actifs et d'intermédiaires. Ces produits incorporent des acides aminés, des caroténoïdes synthétiques et des nutriceutiques. La société a été créée en 1990 et est basée à Hyderabad en Inde.

- **Evonik Industries AG** : Société de holding spécialisée dans la fabrication de produits chimiques. Elle opère au travers des segments suivants : Santé et Nutrition, Efficacité Energétique, Matériaux de performance et Services. Le segment Santé et Nutrition produit pour les biens de consommations de tous les jours, la nutrition animale et la santé. Le segment Efficacité Energétique fournit des matériaux performants pour des systèmes écologiques pour les secteurs de l'automobile, de peintures et revêtements, d'adhésifs, de construction et autres industries. Le segment Matériaux de performance et Services produit des matériaux de polymères et intermédiaires, essentiellement pour des industries du caoutchouc, plastiques et agricoles. Cette société a été créée en septembre 2007 à Essen en Allemagne.

- **Lanxenss AG** : Société qui fabrique, développe, commercialise des intermédiaires et de la chimie spéciale. Elle travaille dans les secteurs suivants : Polymères, Intermédiaires avancés et produits chimiques à haute performance. La société a été créée le 1er juillet 2004 en Leverkusen en Allemagne.

- **Lonza Group** : Société qui fournit des pharmaceutiques, des soins pour la santé et des produits de science de la vie. Elle opère son activité à travers les segments Pharma&Biotech et le segment des ingrédients de spécialités (propose des solutions de santé, bien-être, beauté et nutrition). La Pharma&Biotech concerne la fourniture d'ingrédients pharmaceutiques et de biopharmaceutiques telles que la recherche et les tests de produits et services. La société a été créée en 1897, basée à Bâle en Suisse.

- **Pathéon NV.** : Société qui se concentre sur le développement de la pharmaceutique et la prestation de service de fabrication. Elle fournit des prestations de service en Amérique du Nord et en Europe. La société a été fondée le 24 décembre 2013 à Amsterdam aux Pays-Bas.

- **Récipharm AB** : Société qui œuvre sur la prestation de service de développement des pharmaceutiques. La société fabrique des pharmaceutiques dans des dosages divers (elle fabrique également des produits cliniques tests et des produits en développement). La société a été fondée par Lars Rickard Backsell et Thomas Bengt Eldered en 1995 à Jordbro en Suède.

- **Siegfried Holding AG** : Société œuvrant dans le développement et la fabrication des ingrédients pharmaceutiques actifs, des intermédiaires et des substances réglementées pour la recherche d'industrie pharmaceutique. Elle développe la production de prestations de services pour des formes finies de dosage, dont les dosages stériles. La société a été créée par Samuel Benoni Siegfried en 1873 basée à Zofingen en Suisse.

- **Solvay SA** : Société qui fabrique et distribue des produits chimiques et plastiques. Les segments sont les suivants : Formulations avancées et matériels de pointe, produits chimiques et polymères fonctionnels. La société est basée à Bruxelles en Belgique.

Cet échantillon comprend de grands groupes avec des activités diversifiées et des acteurs de taille équivalente ou plus importante que PCAS et également des acteurs de plus petite taille. Certains acteurs interviennent dans des pays ou PCAS n'intervient pas ou faiblement.

Les principales caractéristiques financières sont reprises dans le tableau suivant en distinguant les sociétés en trois segments distincts : Large & Small API & Specialist, CDMO (API & Adjacent) et Chemical with API.

- Large & Small API & Specialist : Sociétés de petite taille, de taille moyenne ou importante dont l'activité principale est la fabrication de principes actifs.
- CDMO (API & Adjacent) : Sociétés spécialisés dans la sous-traitance, dont les services relèvent majoritairement des services de développement d'un médicament (du packaging en passant par l'étape galénique).
- Chemicals with API : Sociétés généralistes en chimie dont une partie de l'activité est axée sur la production de principes actifs.

	Société comparable	Sales Growth			Ebitda Margin			Ebit Margin		
		2016e	2017e	2018e	2016e	2017e	2018e	2016e	2017e	2018e
Large & Small API Specialists	Albany Molecular Research Inc.	42%	25%	8%	17,0%	18,9%	19,5%	13,5%	13,2%	14,3%
	Cambrex Corporation	14%	9%	7%	30%	32%	32%	n/a	n/a	n/a
	Lonza Group AG	6%	18%	18%	22%	25%	26%	13,9%	16,8%	18,2%
	Dishman Paharmaceuticals & Ch	3%	15%	13%	27%	28%	29%	17,4%	17,8%	19,9%
	Divi's	n/a	n/a	7%	37%	33%	33%	34,8%	28,3%	28,0%
CDMO : API & Specialist	Recipharm	36%	16%	5%	16%	16%	17%	8,5%	7,9%	9,5%
	Siegfried Holding AG	46%	10%	4%	13%	15%	16%	6,2%	8,5%	9,7%
	Patheon NV	n/a	6%	10%	21%	22%	24%	15,9%	16,6%	18,5%
Chemicals with API	Arkema SA	-2%	10%	4%	16%	16%	16%	9,6%	10,1%	10,5%
	Lanxess AG	-3%	23%	1%	13%	13%	14%	6,7%	7,3%	8,0%
	Solvay SA	8%	2%	5%	21%	21%	21%	10,9%	13,2%	13,5%
	Evonik Industries AG	-6%	13%	5%	17%	16%	16%	11,1%	10,1%	10,9%
	Moyenne	**15%**	**13%**	**7%**	**21%**	**21%**	**22%**	**14%**	**14%**	**15%**
	Mediane	**7%**	**13%**	**6%**	**19%**	**20%**	**20%**	**11%**	**13%**	**14%**
	PCAS	**7%**	**9%**	**6%**	**14%**	**15%**	**16%**	**8%**	**9%**	**10%**
	Mediane Large & Small API Specia	10%	17%	10%	24%	26%	27%	14%	17%	18%
	Mediane CDMO : API & Specialist	41%	10%	6%	19%	19%	21%	12%	13%	14%
	Mediane Chemicals with API	-2%	12%	4%	16%	16%	16%	10%	10%	11%

Source : Bloomberg

A partir de cet échantillon, nous obtenons les multiples d'Ebitda et d'Ebit suivants pour les années 2017 et 2018 :

	Société comparable	Capitalisation boursière [1] (m€)	Valeur d'entreprise (m€)	Multiple d'EBITDA 2016e	2017e	2018e	2019e	Multiple d'EBIT 2016e	2017e	2018e	2019e
Large & Small API Specialists	Albany Molecular Research Inc.	666	1 224	12,9 x	10,0 x	9,0 x	8,6 x	16,1 x	14,4 x	12,3 x	11,9 x
	Cambrex Corporation	1 644	1 611	11,7 x	10,4 x	9,8 x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
	Lonza Group AG	10 187	11 665	14,1 x	10,5 x	8,6 x	7,9 x	22,3 x	15,5 x	12,2 x	10,9 x
	Dishman Paharmaceuticals & Ch	574	690	11,2 x	9,7 x	8,2 x	n/a	17,2 x	15,2 x	12,0 x	n/a
	Divi's	3 014	2 772	12,7 x	14,8 x	13,6 x	11,2 x	13,5 x	17,2 x	16,3 x	n/a
CDMO : API & Specialist	Recipharm	810	1 007	12,8 x	11,0 x	9,7 x	9,1 x	24,1 x	22,4 x	17,7 x	16,0 x
	Siegfried Holding AG	910	965	11,0 x	8,7 x	7,8 x	7,1 x	23,3 x	15,7 x	13,1 x	11,5 x
	Patheon NV	3 825	5 608	15,2 x	14,3 x	12,0 x	10,5 x	20,2 x	19,0 x	15,5 x	13,2 x
Chemicals with API	Arkema SA	7 012	8 494	7,2 x	6,5 x	6,1 x	5,8 x	11,9 x	10,1 x	9,4 x	8,9 x
	Lanxess AG	5 836	6 122	6,2 x	4,8 x	4,6 x	4,5 x	12,0 x	8,8 x	8,0 x	7,4 x
	Solvay SA	11 789	16 202	6,7 x	6,7 x	6,4 x	6,2 x	13,0 x	10,5 x	9,8 x	9,6 x
	Evonik Industries AG	13 599	12 445	5,8 x	5,4 x	5,0 x	4,8 x	8,9 x	8,5 x	7,5 x	7,2 x
	Moyenne			**10,6 x**	**9,4 x**	**8,4 x**	**7,6 x**	**16,6 x**	**14,3 x**	**12,2 x**	**10,7 x**
	Mediane			**11,4 x**	**9,85 x**	**8,40 x**	**7,5 x**	**16,1 x**	**15,20 x**	**12,18 x**	**10,9 x**
PCAS		**201**	**250**	**9,3 x**	**8,1 x**	**6,9 x**	**6,7 x**	**15,5 x**	**13,1 x**	**10,9 x**	**10,6 x**
	Mediane Large & Small API Specialists			12,3 x	10,2 x	8,8 x	8,3 x	17,2 x	15,2 x	12,2 x	11,4 x
	Mediane CDMO : API & Specialist			12,7 x	12,7 x	10,9 x	9,8 x	21,8 x	18,1 x	15,9 x	13,2 x
	Mediane Chemicals with API			6,5 x	5,9 x	5,6 x	5,3 x	11,9 x	9,5 x	8,7 x	8,2 x

[1] *la capitalisation boursière est calculée au 12/05/2017 (avant annonce) sur la base du cours moyen pondéré sur 6 mois.*
Source : Bloomberg

L'activité de PCAS relève majoritairement du segment « *API & Specialist* ». Nous observons que les sociétés qui composent ce segment extériorisent des multiples plus élevés que ceux de PCAS (les médianes de l'Ebitda 2017 et 2018 des spécialistes API ressortent respectivement à 10,2 x et 8,8 x). Les multiples de valorisation de PCAS conduiraient à la rapprocher des sociétés « généralistes » du secteur de la chimie.

L'écart observé entre les multiples des « *API & Specialist* » et ceux de PCAS trouve son fondement :

- dans la taille plus importante de ces sociétés ;
- dans le fait que les sociétés retenues ont une activité de « pure player » dans leur domaine respectif, contrairement à PCAS ;
- dans les marges d'EBITDA et d'EBIT de ces sociétés qui présentent des niveaux nettement supérieurs à ceux de PCAS.

Compte tenu des disparités importantes affichées entre PCAS et les sociétés de l'échantillon, nous estimons que la pertinence des résultats issus de cette approche reste limitée. Par conséquent, nous présentons cette méthode à titre secondaire.

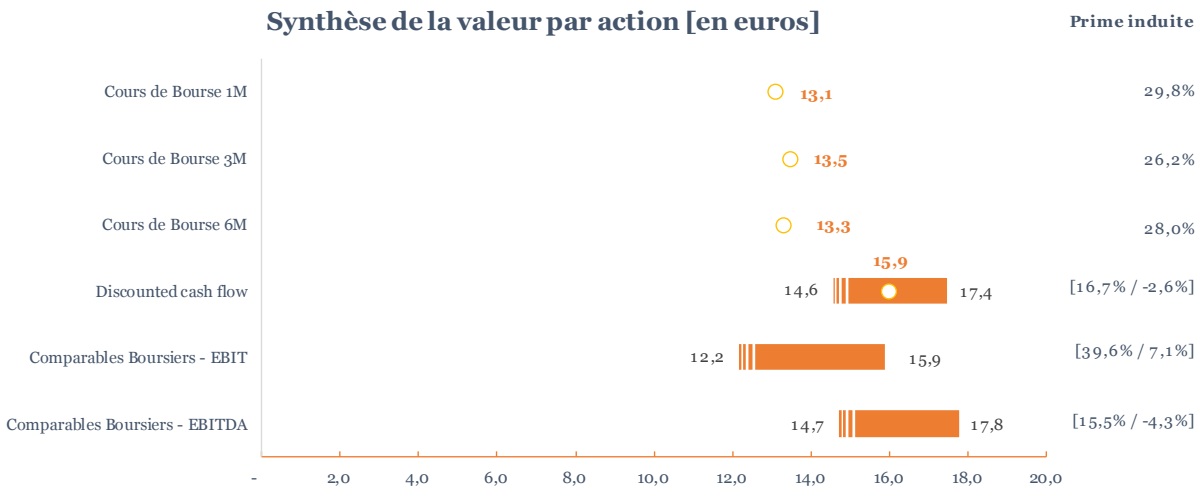
Si l'on applique les multiples médians observés en 2017 et 2018 aux agrégats de PCAS (Ebitda et Ebit) et après prise en compte de la dette financière nette, on aboutit aux valeurs par action suivantes :

- une valeur par action allant de 12,2 € à 15,9 € par référence à l'Ebit ;
- une valeur par action allant de 14,7 € à 17,8 € par référence à l'Ebitda.

Cette approche met donc en évidence une prime (ou décote) comprise entre -4,3 % et 39,6 % en référence avec le prix de 17 € proposé.

6.4. Synthèse des éléments d'appréciation du prix de l'Offre

En résumé de nos travaux résultant de l'application des différentes méthodes d'évaluation ou de l'observation de références, que nous avons estimées pertinentes, le prix de l'Offre extériorise pour l'action de PCAS, les primes suivantes (soit 17 € par action PCAS) :



7. Analyse des éléments de valorisation de la banque présentatrice

Les méthodes et les références retenues dans les travaux de la Banque présentatrice (ci-après « la Banque ») et dans nos travaux sont similaires.

Sur la Dette financière nette ajustée :

La Banque a établi ce montant de dette nette au 31 mars 2017 amendée de divers éléments. Elle a retenu un montant de dette de 42,5 M€ contre 49,2 M€ dans notre évaluation. Cette différence d'appréciation provient majoritairement de :

- l'intégration au niveau de notre évaluation des provisions pour départs en retraite net d'impôts générant une différence de 9,3 M€ net ;
- la différence d'appréciation concernant les déficits reportables engendrant un écart de -1,2 M€.

Elle impacte les méthodes (méthode de l'actualisation des flux futurs et des multiples des comparables boursiers) permettant de calculer la valeur d'une action, en se fondant sur une valorisation des capitaux propres de la Société, résultant de la différence entre la valeur d'entreprise et la dette nette ajustée.

Sur la référence au cours de bourse :

Nous n'avons pas de divergence significative d'appréciation sur les valeurs retenues par la Banque. Nous avons retenu pour date de référence le cours de clôture du 12 mai 2017, dernier jour de bourse avant l'annonce de l'Offre.

Sur l'approche par les multiples de comparables boursiers :

Les Banques ont retenu un échantillon comprenant 12 sociétés communes à notre échantillon. Nous avons privilégié un échantillon élargi à 2 sociétés complémentaires (à savoir Divi's, Laboratory Ltd, Resipharm) et diminué de 2 sociétés (Jubilant, Clariant), soit un échantillon de 12 sociétés au total, compte tenu de la diversité et des spécificités du secteur.

Les multiples (médians) retenus par la Banque pour 2017 et 2018 s'élèvent respectivement à 9,7 x et 8,7 x pour l'Ebitda et à 14,0 x et 12,2 x pour l'Ebit soit des niveaux proches de ceux que nous avons appliqués. Les agrégats de référence (Ebitda et Ebit au titre de 2017 et 2018) sont également proches de ceux que nous avons retenus.

La banque présentatrice a par ailleurs retenu cette approche en faisant la moyenne des valeurs obtenues par référence au multiple d'Ebitda et de l'Ebit.

Sur la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie :

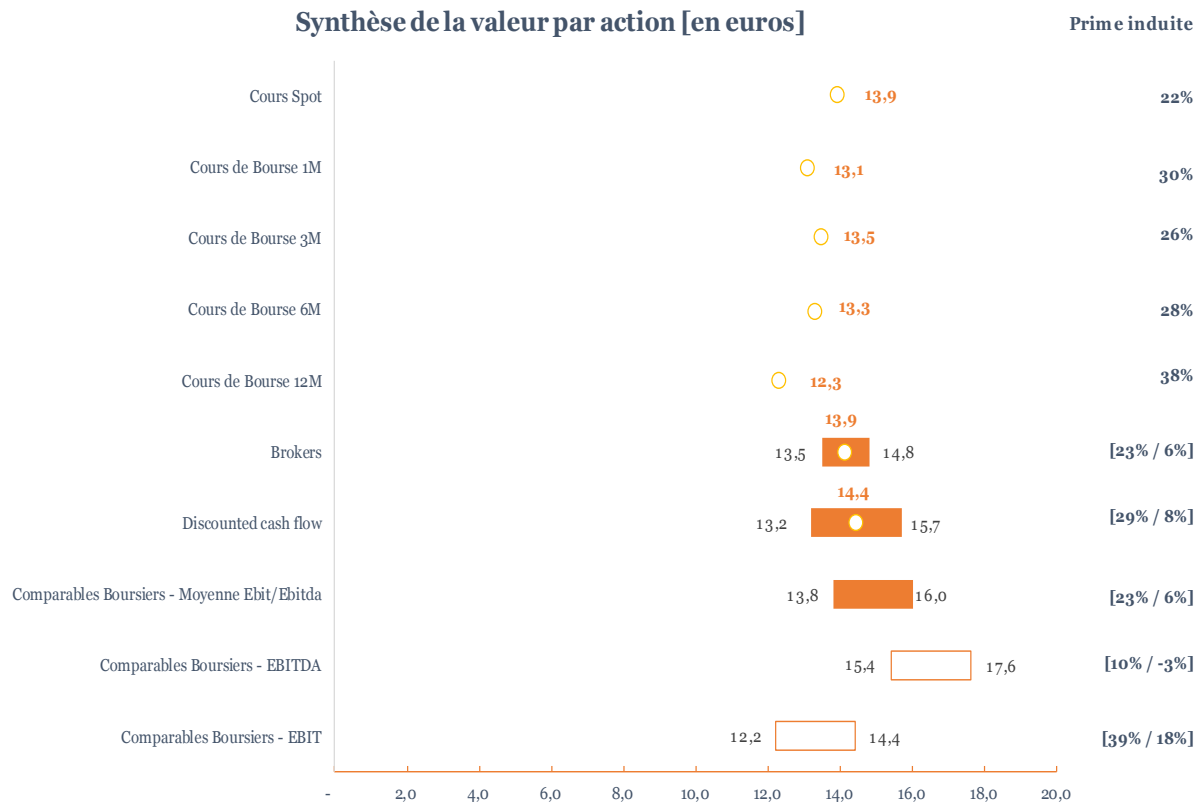
La Banque a déterminé la valeur d'une action PCAS sur la base de flux actualisés et d'une dette ajustée au 31 mars 2017. Il a été retenu pour cette approche un taux d'actualisation central de 8,45 % supérieur à celui que nous avons utilisé s'élevant à 8,25 %.

L'analyse de sensibilité de la Banque a été effectuée sur le taux de croissance à l'infini. Elle n'a retenu, pour les valeurs extériorisées, que le taux de croissance à l'infini de 1,5 %. Dans notre approche, nous avons fixé une échelle de taux de croissance à l'infini comprise entre 1,25 % et 1,75 %.

Enfin la Banque a présenté des calculs de sensibilité de la valeur de l'action en fonction du taux de marge d'Ebitda et du coût du capital. Nous avons également réalisé un calcul de sensibilité au taux de marge d'Ebitda, cumulée avec le taux de croissance à l'infini afin de présenter une sensibilité « business ».

Synthèse des résultats de la Banque :

Les travaux de la banque présentatrice aboutissent aux résultats suivants :



8. Accords et opérations connexes à l'Offre

Nous avons procédé à une revue critique des termes de l'Offre et accords conclus afin de relever tout élément pouvant procurer un avantage particulier de nature à remettre en cause l'équité du prix de l'Offre. Au vu des éléments figurant dans le projet de note de présentation et des informations transmises par Novacap et ses conseils, nous avons identifié les accords suivants :

- le contrat d'acquisition conclu le 15 mai 2017 avec Eximium, actionnaire de référence de PCAS et Crusader qui agit conjointement et solidairement avec Eximium (ces deux sociétés étant toutes deux contrôlées par Michel Baulé) portant sur l'acquisition par Novacap d'environ 29,5 % du capital de PCAS ;
- les promesses unilatérales d'achat par Novacap au profit de Monsieur Christian Moretti et des cadres dirigeants de PCAS (avec en annexe le contrat de cession d'actions PCAS à conclure entre Novacap et ces derniers) ;
- les promesses unilatérales d'achat par Novacap à des actionnaires minoritaires de PCAS (avec en annexe le contrat de cession d'actions PCAS à conclure entre Novacap et ces derniers).

Dans le cadre de l'Offre de Novacap, il est proposé à :

- l'un des actionnaires de PCAS d'investir 25 M€ dans le groupe Novacap ;
- et, à l'équipe de direction de PCAS de bénéficier des plans d'intéressement auxquels participent déjà des dirigeants et cadres de Novacap.

Sur l'investissement de Crusader dans le capital de Novacap Group Holding :

Novacap a ainsi conclu un contrat avec Eximium et Crusader portant sur l'acquisition de 29,5 % du capital de PCAS pour un prix de 17 € par actions. Sur cette base, le produit global de cession s'élèvera à 76 M€. Aux termes de cet accord, Crusader investira 25 M€ aux côtés des actionnaires de Novacap et dans les mêmes conditions que ces derniers. Cette faculté s'inscrit dans le cadre du financement de l'acquisition par Novacap qui serait financée par recours à l'endettement et par des apports en fonds propres de ses actionnaires principaux : Eurazeo, Ardian et Mérieux Développement.

Pour ce faire, Crusader souscrira à des obligations remboursables en actions ordinaires (« AO ») et en actions de préférence de catégorie 1 (« AP 1 ») émises par la société Novacap Group Holding, qui détient Novacap. Les AP 1 confèrent à leurs titulaires un droit de rémunération de 8,5 % l'an, prioritaire sur les autres catégories de titres existant au sein du capital de Novacap Group Holding.

Ces obligations seront remboursées en AO et AP 1 à la première des deux dates suivantes : (i) la date de publication des résultats de l'Offre par l'AMF et (ii) le 31 janvier 2018.

Le ratio de remboursement sera identique à celui applicable aux obligations souscrites par Eurazeo, Ardian et Mérieux pour les besoins du financement de l'acquisition des actions de PCAS. Ce ratio de remboursement reflète la répartition entre AO et AP 1 actuellement détenues par Eurazeo, Ardian et Mérieux. Le pourcentage de participation de Crusader dans le capital de Novacap Group Holding variera en fonction des résultats de l'Offre et serait d'environ 7,7 % si aucune action n'était apportée à l'Offre et de l'ordre de 6,2 % si Novacap venait à détenir 100 % des actions PCAS.
Novacap a sollicité l'avis d'Associés en Finance, en qualité d'expert indépendant afin d'apprécier la valeur de Novacap Group Holding. Nous avons pris connaissance de son

rapport, en date du 16 mai 2017, qui conclut que la valeur retenue pour l'augmentation de capital qui financera l'acquisition de PCAS est équitable et ne constitue pas un avantage particulier pour les souscripteurs à l'augmentation de capital de la société Novacap Group Holding.

Nous nous sommes assurés que les prix de souscriptions pour chaque catégorie d'actions et dont pourra bénéficier Crusader sont cohérents avec les valeurs ressortant du rapport de l'expert indépendant et identiques à ceux des autres actionnaires de Novacap qui participeront au financement de l'acquisition de PCAS.

Aux termes de cet accord, Crusader se voit conférer la faculté d'investir aux cotés des actionnaires de Novacap. Il supportera un risque lié à l'investissement et pourra bénéficier d'une potentielle création de valeur. Il convient d'observer que Novacap, dans le projet de note d'information, précise qu'il n'a pas identifié de synergies ou d'économies significatives spécifiques mais que ce rapprochement permettra aux deux groupes d'accélérer leur développement.

Sur la participation de certains dirigeants de PCAS aux plans d'intéressement

L'équipe de direction de PCAS se voit par ailleurs proposer de bénéficier des plans d'intéressement auxquels participent déjà des dirigeants et cadres de Novacap. Il a été mis en place en juin 2016 lors de l'acquisition du groupe Novacap par Eurazeo, Ardian et Mérieux, des plans d'intéressement au bénéfice de certains cadres et dirigeants du groupe Novacap. Ces plans ont conduits à l'émission par Novacap Group Holding Group d'AO, d'AP 1 et d'AP 2 au bénéfice de trois véhicules ad hoc regroupant ces cadres et dirigeants du groupe Novacap. Les droits de chacune des catégories d'actions sont présentés dans le projet de note d'information et sont résumés ci-après :

- les AO donnent droit à une participation dans les bénéfices, au boni de liquidation et à des droits de vote proportionnels à leur participation dans le capital de Novacap Group Holding.
- les AP 1 donnent droit (i) à un droit de vote par action et (ii) à un dividende préciputaire cumulatif égal 8,5 % par an de leur prix de souscription (capitalisé à chaque date anniversaire de la date d'émission, s'il n'est pas payé).
- les AP 2 donnent droit (i) à un droit de vote par action et (ii) à une allocation surpondérée de la valeur dans le cadre de la survenance d'évènements en fonction du rendement du projet d'investissement des associés de Novacap Group Holding.

Dans le cadre de son investissement en juin 2016, Eurazeo avait souscrit des actions des véhicules ad hoc créés lors de la mise en place de ces plans d'intéressement. Les dirigeants de PCAS qui souhaiteraient bénéficier de ce plan d'intéressement pourront acquérir ces actions auprès d'Eurazeo à leur valeur vénale, établie par transparence sur la base de la valeur des titres de Novacap Group Holding.

Cette faculté dont bénéficie l'équipe de direction de PCAS s'inscrit dans la logique du projet de rapprochement de Novacap avec PCAS. Elle n'apparait pas conférer un avantage particulier dans la mesure où les dirigeants de PCAS pourront acquérir ces titres à leur valeur vénale et où les conditions qui leur sont consenties sont identiques à celles dont bénéficient déjà des cadres et dirigeants de Novacap.

9. Conclusion sur le caractère équitable de l'Offre

Notre rapport est établi dans le cadre de l'appréciation du caractère équitable des conditions financières de l'opération d'Offre Publique d'Achat des actions de la société PCAS pour un prix de 17 € (solde du dividende au titre de l'exercice 2016 attaché). À l'issue de nos travaux décrits plus haut, ce prix offert, conforté par des valeurs résultant de méthodes d'évaluation que nous avons privilégiées, présente les primes suivantes :

- entre +22,6 % et +28,0 % par rapport au cours spot et cours moyen pondéré de l'action PCAS sur respectivement, 10 jours, 1 mois, 3 mois et 6 mois ;
- et une prime de 6,9 % par rapport à la valeur centrale issue de la méthode de flux de trésorerie actualisés.

Il en ressort également une décote ou prime comprise entre - 4,3 % et +39,6 % par rapport aux valeurs découlant de la référence à des multiples de sociétés comparables (approche retenue à titre secondaire).

Le prix offert se situe ainsi au-dessus des fourchettes des valeurs issues de méthodes de valorisation jugées pertinentes, ressortant d'une approche multicritères.

Notre analyse et nos observations sur les accords connexes sont présentés au paragraphe 8 et ces derniers n'apparaîssent pas de nature à remettre en cause le caractère équitable de l'Opération. Les modalités qui sont offertes à Eximium, Crusader et à l'équipe de direction de PCAS s'inscrivent dans la logique du projet de rapprochement :

- permettant à PCAS de s'adosser à un partenaire solide pour l'épauler dans la mise en œuvre de sa stratégie de croissance et de transformation ;
- et visant à créer un leader mondial dans le domaine des principes actifs et de la chimie fine.

Enfin, nous précisons que toutes les autorisations requises en matière de contrôle des concentrations ont été obtenues avant le dépôt de l'Offre[43].

Sur ces bases, nous estimons que le prix offert s'élevant à 17 € (solde du dividende au titre de l'exercice 2016 attaché) par action, proposé dans le cadre de l'Offre est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de PCAS.

Fait à Paris, le 20 juin 2017

L'expert indépendant

Cabinet Didier Kling & Associés

Didier Kling Christophe Bonte

[43] Etant précisé que les autorités de la concurrence compétentes en Allemagne, en Autriche, en Irlande et en France ont rendu une décision d'autorisation du rapprochement entre Novacap et PCAS respectivement les 30 mai, 13 juin, 15 juin et 19 juin 2017.

Addendum au rapport de l'expert indépendant dans le cadre de l'offre publique d'achat simplifiée visant les actions de la société PCAS

Dans le cadre de l'offre publique d'achat (ci-après l'« Offre ») visant les actions de la société PCAS (ci-après « PCAS » ou la « Société »), initiée par la société Novacap (ci-après l'« Initiateur »), nous avons été désignés en date du 15 mai 2017 en qualité d'expert indépendant en vue d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre. En conclusion de ce rapport en date du 20 juin 2017, nous indiquions que le prix offert de 17 € par action (solde du dividende au titre de l'exercice 2016 attaché) que Novacap envisageait de proposer aux actionnaires de la Société est équitable d'un point de vue financier.

Nous avons, en notre qualité d'expert indépendant, échangé avec l'AMF dans le cadre de son instruction du projet d'Offre sur certaines modalités de l'Offre.

Suite à ces échanges, nous apportons, par le présent Addendum qui complète notre rapport du 20 juin 2017, des précisions sur les accords suivants décrits dans les projets de note d'information et de note en réponse déposés auprès de l'AMF le 20 juin 2017 par respectivement Novacap et PCAS :

- le mécanisme de liquidité proposé par l'Initiateur aux bénéficiaires de certains plans d'actions gratuites en vigueur ;
- les accords prévoyant une indemnité pour certains dirigeants ou cadres de PCAS ;
- l'investissement de Crusader au capital de la société Novacap Group Holding, société mère de l'Initiateur.

• Sur le mécanisme de liquidité proposé par l'Initiateur pour certains plans d'actions gratuites

Il est prévu un mécanisme de liquidité spécifique offert par l'Initiateur pour des plans d'actions gratuites existants au sein de PCAS. Ce mécanisme de liquidité ne vise que les bénéficiaires des plans d'actions gratuites en vigueur au sein de PCAS qui ne bénéficieront pas d'un mécanisme de liquidité au titre de ces plans dans le cadre du changement de contrôle de PCAS intervenu le 20 juin 2017 ; sont ainsi concernées par le mécanisme de liquidité offert par l'Initiateur : (i) les bénéficiaires d'actions gratuites au titre du plan d'actions gratuites mis en place le 4 septembre 2014 qui sont en période d'acquisition et qui n'optent pas pour la faculté de renonciation contre indemnisation ouverte par ledit plan et (ii) les bénéficiaires d'actions gratuites au titre du plan d'actions gratuites mis en place le 13 mars 2014 et qui sont en période d'acquisition et/ou de conservation. Ces actions gratuites ne pouvant valablement être apportées à l'Offre et leurs bénéficiaires ne bénéficiant pas d'une indemnisation (actions en période d'acquisition) ou d'un rachat (actions en période de conservation) par la Société ou un tiers, l'Initiateur consent à ces derniers une liquidité dans des conditions rappelées dans les projets de note d'information et de note en réponse[44]. Cette liquidité reposera sur une valeur de rachat de l'action PCAS déterminée par référence à sa dette financière et un multiple de x9,7 (induit par le prix de l'Offre) appliqué à son EBITDA. Ce mécanisme permettra aux détenteurs d'actions gratuites concernés de bénéficier, jusqu'à la fin de la période de conservation, d'une variation de la valeur par action de PCAS en

[44] Sont ainsi concernées au maximum 140 664 actions gratuites.

fonction de l'évolution de son Ebitda et de sa structure financière. Nous considérons que ce mécanisme de liquidité proposé par Novacap ne constitue pas un avantage particulier et qu'il n'est pas de nature à remettre en cause le prix de l'Offre.

- **Sur les accords prévoyant une indemnité pour des dirigeants ou cadres de PCAS**

Comme indiqué dans le §5.9 du projet de note en réponse, des dirigeants ou cadres de PCAS bénéficient, sous certaines conditions, d'une indemnité de départ en cas de changement de contrôle de PCAS[45]. Ces dispositions, qui s'appliquent exclusivement à la rupture du contrat de travail, concernent (i) M. Vincent Touraille, directeur général, dont le contrat de travail – suspendu pendant toute la durée de son mandat de directeur général – a été modifié pour introduire une telle stipulation, dûment approuvée par le conseil d'administration de PCAS en sa séance du 8 décembre 2016 et (ii) MM. Eric Moissenot et Pierre Schreiner (respectivement directeur finances et administration et directeur des opérations) par lettre-avenant du 15 juin 2016 à leur contrat de travail. Ces stipulations particulières bénéficiant à ces trois dirigeants et cadres ont été conclues avec PCAS avant l'entrée en négociation avec Novacap, étant par ailleurs précisé que dans le cadre du rapprochement avec Novacap, la Société continuera d'être dirigée par M. Vincent Touraille, en qualité de directeur général, assisté de MM. Éric Moissenot et Pierre Schreiner[46]. Ces clauses d'indemnisation pour cause de départ n'ont donc pas vocation à s'appliquer en l'espèce et il est par ailleurs proposé à ces dirigeants et cadres, entre autres cadres, de pouvoir bénéficier des plans d'intéressements existants au niveau de Novacap. Nous considérons que ces accords au bénéfice des trois dirigeants et cadres susvisés de PCAS ne constituent pas un avantage particulier et ne sont pas de nature à remettre en cause le prix de l'Offre.

- **Sur l'investissement de Crusader dans le capital de Novacap Group Holding**

Nous avons pris connaissance des accords signés en date du 20 juin 2017 avec Crusader l'un des actionnaires de PCAS, qui s'est vu proposé d'investir 25 M€ aux côtés des actionnaires principaux de Novacap (Eurazeo, Ardian et Mérieux Développement) :

- la lettre-accord relative aux modalités de réalisation de la cession PCAS entre Eximium, Crusader et Novacap ;
- le bulletin de souscription par Crusader des obligations remboursables en actions – Tranche 1B (ci-après « ORA T1 B »), émises par la société Novacap Group Holding ;
- le pacte d'associés de Novacap Group Holding auquel Crusader a adhéré aux côtés des autres associés de Novacap Group Holding.

Par ces accords, Crusader a souscrit le 20 juin 2017 à 211.864 ORA T1 B émises au prix unitaire de 118€, représentant un emprunt obligataire de 24.999.952€. Elles seront remboursables en actions ordinaires et en actions de préférence de catégorie 1 (« AP 1 ») à émettre par la société Novacap Group Holding. Le ratio de remboursement est le suivant : 12 actions de catégorie ordinaire et 53 actions de préférence de catégorie 1 par ORA T1B. Les conditions qui sont octroyées à Crusader lui permettront ainsi de détenir 2.542.368 actions

[45] Exclusivement en cas de « départ contraint (hors faute grave ou lourde) » (M. Vincent Touraille) ou de licenciement (hors faute grave ou lourde) ou rupture conventionnelle (MM. Eric Moissenot et Pierre Schreiner) intervenant dans les 18 mois du changement de contrôle.

[46] Cf notamment §1.2.4 du projet de note d'information de l'initiateur

ordinaires pour une valeur de 1 € chacune et 11.228.792 AP1 pour une valeur de 2 euros chacune.

Ces conditions d'entrée dans le capital de Novacap Group Holding ont été déterminées à partir d'une expertise indépendante (par Associés en Finance) diligentée par Novacap. Cette dernière a souhaité disposer d'une expertise indépendante de manière à vérifier que les actionnaires souscrivant aux nouvelles actions ne bénéficient pas d'un complément de prix ou d'un avantage entrainant une rupture d'égalité de traitement entre actionnaires.
L'expert ainsi mandaté a confirmé dans son rapport du 16 mai 2017 ne pas avoir de conflit d'intérêt et être indépendant au sens de l'article 261-4 du Règlement général de l'AMF de l'instruction 2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante.

L'expert a mis en œuvre une approche multicritères pour apprécier la valeur de Novacap Group Holding qui détient 100% du capital de Novacap. Nous avons procédé à une analyse du rapport d'évaluation et des résultats auxquels il aboutit. La valeur des fonds propres de Novacap Group Holding est estimée à 259 millions d'€ après prise en compte d'une dette financière nette s'élevant à 465 millions d'€ au 31 mars 2017. La valeur d'entreprise est issue des résultats de trois méthodes : deux approches reposant sur l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels et la méthode des transactions comparables. Compte tenu des caractéristiques des actions qui composent le capital de Novacap Group Holding, l'expert a ensuite déterminé la valeur revenant à chacune des catégories d'actions qui composent le capital de Novacap Group Holding et ce afin de tenir des droits d'affectation prioritaire du prix en cas de cession des titres. Les catégories et les droits attachés aux actions (précisés dans les statuts de Novacap Group Holding) sont résumés comme suit :

- les actions ordinaires qui donnent droit à une participation dans les bénéfices, au boni de liquidation et à des droits de vote ;
- les AP 1 qui bénéficient des droit de vote et donnent droit à une rémunération prioritaire de 8,5% par an et qui sont également prioritaire sur les autres catégories de titres pour les principaux événements pouvant affecter la société : distribution de dividende, liquidation, opération de cession ou de fusion, introduction en bourse) ;
- les AP 2 qui sont dépourvues de droit de vote et donnent droit à une allocation surpondérée de la valeur dans le cadre de la survenance d'un évènement en fonction du rendement du projet d'investissement des associés de Novacap Group Holding ;
- les AP 3 qui bénéficient d'un droit de vote et ne donnent pas droit à dividende, sont inaliénables pendant 10 ans à compter de leur date d'émission, et sont convertibles en actions ordinaires et en AP1 à fin 2019, et dont le nombre variera en fonction de l'atteinte d'un critère de performance au titre de 2017.

Le produit de cession qui proviendrait de la cession de Novacap Group Holding serait affecté au remboursement de la dette et le solde disponible serait distribué aux détenteurs de titres en capital, selon l'ordre de priorité suivant : AP1, AP2, AP3 puis aux actions ordinaires. L'expert aboutit à la répartition suivante de la valeur des fonds propres :

- la valeur des AP1 pour 225,2 millions d'€ ;
- la valeur des AP2 pour 1,8 millions d'€[47] ;
- la valeur des AP3 pour 2,5 millions d'€ ;
- la valeur des actions ordinaires pour 29,7 millions d'€.

[47] La valeur des AP2 donne droit à une rémunération différenciée (fonction d'un TRI) en cas de réalisation d'un évènement de liquidité. Elle a été déterminée par l'expert selon une méthode optionnelle.

L'expert indépendant aboutit aux valeurs par action suivantes pour les catégories de titres auxquelles souscrira Crusader : une valeur par action AP1 s'élevant à 2,17 € et une valeur par action ordinaire s'élevant à 0,99 €. Crusader se verra attribuer des AP1 ayant une valeur induite ramenée à 2€. Cette valeur s'explique par le fait que les droits de ces AP1 concernent une rémunération de 8,5% qui commencera à courir à compter de la date de leur souscription.

Les conditions du pacte d'associés auquel Crusader a adhéré stipulent que Crusader ne pourra céder ses titres pendant une durée de 5 ans et qu'un droit de préemption a été consenti au-delà de cette période au profit d'Ardian, Mérieux et Eurazeo. Aux termes de ce pacte, Crusader bénéficie d'un droit de sortie conjointe et consent un droit de sortie forcée dans les mêmes conditions que les autres actionnaires minoritaires de Novacap Group Holding. Il convient également de souligner qu'aucune clause de ce pacte ne prévoit un prix de sortie garanti.

Cette faculté d'investir dans Novacap Group Holding aux cotés des actionnaires de Novacap a été accordée au seul actionnaire Crusader. Pour autant, nous considérons que les conditions qui sont consenties à cet actionnaire ne sont pas de nature à remettre en cause le prix de l'Offre.

°

En conclusion, nous confirmons que le prix offert s'élevant à 17 € (solde du dividende au titre de l'exercice 2016 attaché) par action, proposé dans le cadre de l'Offre est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de PCAS.

Fait à Paris, le 28 juin 2017

L'expert indépendant

Cabinet Didier Kling & Associés

Didier Kling Christophe Bonte