

**OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT SUIVIE D'UN RETRAIT OBLIGATOIRE VISANT LES
ACTIONS DE LA SOCIÉTÉ**



DEGRENNE
P A R I S

Initiée conjointement par

DIVERSITA

Agissant de concert avec



Présentée par



NOTE EN REPONSE ETABLIE PAR GUY DEGRENNE SA



En application 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 (« **AMF** ») a apposé le visa n°19-129 en date du 2 avril 2019 sur la présente note en réponse. Cette note en réponse a été établie par la société Guy Degrenne SA 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 articles 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet BM&A Advisory & Support, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans la présente de note en réponse

La présente note en réponse établie par Degrenne est disponible sur le site internet de Degrenne (www.degrenne.fr) et de l'AMF (www.amf-france.org). Des exemplaires du présent document sont également disponibles sans frais et sur simple demande auprès de : Degrenne – rue Guy Degrenne – 1500 Vire.

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 Degrenne seront déposées auprès de l'AMF et mises à disposition du public, au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre publique de retrait. Un communiqué sera diffusé, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique de retrait afin d'informer le public des modalités de mise à disposition du présent document.

SOMMAIRE

1.	RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES ET CONDITIONS DE L'OFFRE	5
1.1	Présentation de l'Offre	5
1.2	Contexte de l'Offre.....	6
1.3	Déroulement de l'Offre	7
2.	AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE DEGRENNE.....	8
3.	INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION.....	9
4.	INTENTION DE LA SOCIETE RELATIVE AUX ACTIONS AUTO-DETENUES.....	10
5.	INFORMATION DES SALARIES DE DEGRENNE	10
6.	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	10
7.	ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE.....	10
7.1.	Protocole d'Investissement.....	10
7.2.	Pacte d'actionnaires	11
7.2.1.	Règles de gouvernance au niveau de Degrenne	11
7.2.2.	Règles applicables aux transferts des titres	12
7.3.	Engagements d'exclusivité, de non-concurrence, de non sollicitation et de non débauchage .	13
7.4.	Garantie de Passif	13
8.	ELEMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE	13
8.1.	Structure du capital de la Société.....	13
8.2.	Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et au transfert d'actions ou clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L.233-11 du Code de commerce	14
8.3.	Participations directes et indirectes dans le capital de la Société dont elle a connaissance en vertu des articles L.233-7 et L.233-12 du Code de commerce	14
8.4.	Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci	14
8.5.	Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier.....	14
8.6.	Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'action et à l'exercice des droits de vote	14
8.7.	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration et à la modification des statuts de la Société	15
8.7.1.	Règles applicables à la nomination et au remplacement des administrateurs	15
8.7.2.	Règles applicables aux modifications des statuts	15
8.8.	Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres	15
8.9.	Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société, sauf si cette divulgation, hors les cas d'obligation légale de divulgation, porterait gravement atteinte à ses intérêts	17

8.10.	Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique	17
9.	MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE ..	17
10.	PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE.....	17

1. RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES ET CONDITIONS DE L'OFFRE

1.1 Présentation de l'Offre

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 236-3 et 237-1 du règlement général de l'AMF, la société Diversita, société à responsabilité limitée de droit luxembourgeois, dont le siège social est situé 6, rue Adolphe – 1116 Luxembourg (Luxembourg), immatriculée au registre de commerce et des sociétés de Luxembourg sous le numéro B115375 (« **Diversita** ») et la société Vorwerk & CO. Vierzehn GmbH, une société de droit allemand, dont le siège social est situé 17-37 Mühlenweg – 42270 Wuppertal (Allemagne), immatriculée au registre du commerce et des sociétés sous le numéro HR B 20 001 (« **Vorwerk** ») (ensemble les « **Initiateurs** »), toutes deux agissant de concert (le « **Concert** »), proposent de manière irrévocable aux actionnaires de Guy Degrenne, société anonyme au capital de 14.069.797,3 euros divisé en 140.697.973 actions de 0,10 euro de valeur nominale chacune, dont le siège social est sis rue Degrenne – 14500 Vire Cedex, France, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Caen sous le numéro 342 100 120 et dont les actions sont admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext à Paris - Compartiment C sous le code ISIN FR0004035061, mnémonique « GUYD » (« **Degrenne** » ou la « **Société** »), d'acquérir la totalité de leurs actions Degrenne au prix unitaire de 0,26 euro (le « **Prix de l'Offre** ») dans le cadre de l'offre publique de retrait décrite ci-après (l'« **Offre Publique de Retrait** »), qui sera suivie immédiatement d'une procédure de retrait obligatoire (le « **Retrait Obligatoire** ») et avec l'Offre Publique de Retrait, l'« **Offre** ») moyennant une indemnisation égale au Prix de l'Offre.

Diversita, actionnaire majoritaire et membre du Conseil d'administration de la Société, est détenue à 100% par Monsieur Philippe Spruch, Président du Conseil d'administration de la Société.

Vorwerk est une filiale de Vorwerk A.G., société familiale de droit allemand, présente via ses filiales dans plus de 70 pays à travers le monde, spécialiste de l'électroménager haut de gamme avec notamment ses deux marques phares : Kobold pour l'entretien de la maison et Thermomix® pour le robot culinaire. Le groupe Vorwerk est l'un des principaux clients de la Société qui produit le bol en acier nécessaire à la fabrication du Thermomix®.

L'Offre fait suite à (i) l'annonce le 17 décembre 2018 de la signature d'une offre ferme de Vorwerk et de l'entrée en négociations exclusives avec la Société et Diversita en vue d'un projet de rapprochement à l'issue duquel Vorwerk entend souscrire et acquérir une participation minoritaire de 30% du capital et des droits de vote de la Société et lancer, de concert avec Diversita, une offre publique suivie d'un retrait obligatoire sur le solde des actions non détenues par eux, (ii) la signature le 14 janvier 2019 entre la Société et les Initiateurs d'un protocole ferme d'investissement en langue anglaise (*Framework Agreement*) (le « **Protocole d'Investissement** ») arrêtant les termes et conditions de ce projet de rapprochement et (iii) l'annonce le 18 février 2019 du relèvement par les Initiateurs du Prix de l'Offre à 0,26 euro par action de la Société.

A la suite de l'Augmentation de Capital Réservée à Vorwerk (tel que ce terme est défini en section 1.2 ci-après) et à la date du présent document, Diversita détient 70.198.588¹ actions Degrenne représentant 49,89% du capital et 63,55% des droits de vote² et Vorwerk détient 65.326.783 actions Degrenne représentant 46,43% du capital et 32,69% des droits de vote de la Société.

A la date du présent document, le Concert détient ainsi 135.525.371 actions Degrenne, représentant 96,32% du capital et 96,24% des droits de vote de la Société.

¹ Dont 400 actions de la Société prêtées par Diversita à certains administrateurs de la Société au titre de contrats de prêts de consommation, étant précisé que ces contrats seront résiliés avec effet à la date d'ouverture de l'Offre, les actions étant alors restituées à Diversita.

² Sur la base d'un capital composé de 140.697.973 actions et 199.854.587 droits de vote théoriques. Sauf stipulation contraire, les droits de vote dans Degrenne sont calculés en tenant compte des droits de vote théoriques conformément aux dispositions de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

Conformément à l'article 231-6 du règlement général de l'AMF, l'Offre porte sur la totalité des actions Degrenne en circulation non détenues directement ou indirectement par le Concert, à l'exception des 41.639 actions auto-détenues par la Société, le Conseil d'administration de la Société ayant décidé de ne pas apporter lesdites actions à l'Offre, soit, sur la base du capital social de la Société à la date du dépôt de l'Offre, un nombre maximum de 5.130.963 actions Degrenne visées par l'Offre (les « **Actions** »).

Il n'existe pas de titres ou instruments financiers pouvant donner accès immédiatement ou à terme au capital ou aux droits de vote de Degrenne.

Dans le cadre du Retrait Obligatoire, les Actions non détenues par le Concert seront transférées aux Initiateurs moyennant une indemnisation au Prix de l'Offre, soit 0,26 euro par action, cette indemnité étant nette de tout frais.

Kepler Cheuvreux est l'établissement présentateur de l'Offre et garantit, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par les Initiateurs dans le cadre de l'Offre.

La durée de l'Offre sera de 10 jours de négociation.

1.2 Contexte de l'Offre

Cette Offre constitue la deuxième étape dans la mise en œuvre du Protocole d'Investissement à l'issue duquel Vorwerk détiendrait une participation minoritaire de 30% du capital et des droits de vote de la Société.

Lors d'une étape préliminaire à la conclusion du Protocole d'Investissement, Diversita a acquis auprès des principaux actionnaires minoritaires de la Société, COMIR et SOPARCIF, un bloc de 13.380.588 actions, représentant près de 18% du capital de la Société à un prix unitaire par action de 0,216 euro (sans aucun complément de prix) (le « **Bloc Minoritaire** »). A l'issue de cette acquisition, Diversita détenait 93,14% du capital et 94,42% des droits de vote de la Société.

Conformément aux termes du Protocole d'Investissement, Vorwerk a souscrit le 12 mars 2019 à une augmentation de capital en numéraire de la Société réservée à ce dernier pour un montant d'environ 15 millions d'euros, à un prix de souscription par action de 0,23 euro (prime d'émission incluse) (l' « **Augmentation de Capital Réservee à Vorwerk** »). A l'issue de cette augmentation de capital, Vorwerk détient 65.326.783 actions Degrenne représentant 46,43% de son capital et 32,69% de ses droits de vote. Pour plus de détails sur les termes de l'Augmentation de Capital Réservee à Vorwerk, se référer au prospectus ayant reçu le visa n°19-051 de l'AMF le 20 février 2019, disponible sur les sites Internet de la Société (www.degrenne.fr) et de l'AMF (www.amf-france.org).

Immédiatement après la réalisation de l'Augmentation de Capital Réservee à Vorwerk, sont entrés en vigueur (i) un pacte d'actionnaires régissant les relations entre Diversita et Vorwerk au sein de la Société (le « **Pacte d'Actionnaires** ») et constitutif d'une action de concert entre ces derniers vis-à-vis de la Société (étant précisé que Diversita conserve une position prédominante au sein du concert) et (ii) une convention de garantie de passif aux termes de laquelle Diversita a consenti certaines déclarations et garanties à Vorwerk dans le cadre de sa prise de participation dans la Société (la « **Garantie de Passif** »).

Conformément aux termes du Protocole d'Investissement, il est également prévu que, immédiatement après la radiation de la cote de la Société à l'issue de la mise en œuvre du Retrait Obligatoire, Diversita souscrira à une augmentation de capital de la Société à l'effet d'incorporer au capital sa créance d'avance de compte courant d'un montant d'environ 18,9 millions d'euros, à un prix de souscription par action de 0,198 euro (l' « **Augmentation de Capital Réservee à Diversita** »). A l'issue de l'Augmentation de Capital Réservee à Diversita et afin de permettre à Vorwerk de détenir *in fine* 30% du capital et des droits de vote de la Société, Diversita rétrocèdera une partie de ses actions acquises dans le cadre du rachat du Bloc Minoritaire, au même prix de rachat unitaire, soit 0,216 euro.

Les principales stipulations du Protocole d'Investissement, du Pacte d'Actionnaires et de la Garantie de Passif sont plus amplement décrites à la section 7 de la présente note en réponse.

1.3 Déroulement de l'Offre

L'Offre Publique de Retrait sera ouverte pendant une période de 10 jours de négociation, conformément aux dispositions de l'article 236-7 du règlement général de l'AMF.

Les Actions apportées à l'Offre Publique de Retrait devront être librement négociables et libres de tout privilège, gage, nantissement ou autre sûreté ou restriction de quelque nature que ce soit restreignant le libre transfert de leur propriété. Les Initiateurs se sont réservé le droit d'écarter toutes les Actions apportées qui ne répondraient pas à cette condition.

Les Actions détenues sous la forme nominative pure devront être converties au nominatif administré ou au porteur pour être apportées à l'Offre. En conséquence, les intermédiaires financiers teneurs de comptes ayant reçu instruction des propriétaires d'Actions inscrites en compte nominatif de les apporter à l'Offre Publique de Retrait devront, préalablement à la vente, effectuer la conversion au nominatif administré ou au porteur des Actions apportées à l'Offre Publique de Retrait. Il est précisé que la conversion au porteur d'actions inscrites au nominatif entraînera la perte pour ces actionnaires des avantages liés à la détention de ces titres sous la forme nominative.

Selon la note d'information des Initiateurs, Kepler Cheuvreux, agissant en qualité de membre de marché acheteur, se portera acquéreur, pour le compte des Initiateurs, de toutes les Actions qui seront apportées à l'Offre Publique de Retrait.

Aucun frais de courtage ni aucune taxe afférente ne seront supportés par les Initiateurs dans le cadre de l'apport des actions à l'Offre Publique de Retrait.

Les actionnaires de Degrenne qui souhaiteraient apporter leurs Actions à l'Offre Publique de Retrait devront remettre à leur intermédiaire financier un ordre de vente irrévocable en utilisant le modèle mis à leur disposition par cet intermédiaire.

L'Offre Publique de Retrait s'effectuera par achats sur le marché, le règlement-livraison étant effectué au fur et à mesure de l'exécution des ordres, deux jours de négociation après chaque exécution. Les frais de négociation (à savoir les frais de courtage, commissions bancaires et la TVA afférente) resteront en totalité à la charge des actionnaires vendeurs, étant précisé que l'indemnisation versée dans le cadre du Retrait Obligatoire sera nette de tout frais.

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

Conformément aux dispositions des articles L.433-4 II du Code monétaire et financier et 237-1 et 237-10 du règlement général de l'AMF, à l'issue de l'Offre Publique de Retrait, les Actions de la Société qui n'auront pas été présentées à l'Offre Publique de Retrait seront transférées aux Initiateurs moyennant une indemnisation d'un montant égal au Prix de l'Offre, soit 0,26 euro par Action de la Société.

Un avis informant le public du Retrait Obligatoire sera publié par les Initiateurs dans un journal d'annonces légales du lieu du siège social de la Société en application de l'article 237-3 du règlement général de l'AMF.

Le montant de l'indemnisation sera versé, net de tous frais, sur un compte bloqué ouvert à cet effet auprès de Parel³, agissant pour le compte de Kepler Cheuvreux. Euroclear France clôturera le code de négociations ISIN FR0004035061 des actions de la Société, ainsi que les comptes des affiliés et délivrera à ces derniers des attestations du solde de leur compte en actions de la Société.

Parel, centralisateur des opérations d'indemnisation, sur présentation des attestations de solde délivrées par Euroclear France, créditera les établissements dépositaires teneurs de comptes

³ PAREL S.A., Tour Pacific Est, 11-13 Cours Valmy, 92977 La Défense.

du montant de l'indemnisation à charge pour ces derniers de créditer les comptes des détenteurs des Actions de la Société de l'indemnité leur revenant.

Conformément à l'article 237-6 du règlement général de l'AMF, les fonds non affectés correspondant à l'indemnisation des Actions de la Société dont les ayants droit sont restés inconnus seront conservés par Parel pendant dix ans à compter de la date du Retrait Obligatoire et versés à la Caisse des dépôts et consignations à l'expiration de ce délai. Les fonds seront à la disposition des ayants droit sous réserve de la prescription trentenaire au bénéfice de l'État.

Les actions de la Société seront radiées du compartiment C du marché réglementé Euronext Paris à la date à laquelle le Retrait Obligatoire sera effectif.

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

La présente note en réponse est disponible sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de Degrenne (www.degrenne.fr).

L'AMF a publié sur son site Internet (www.amf-france.org) une déclaration de conformité relative à l'Offre après s'être assurée de la conformité de l'Offre aux dispositions légales et réglementaires qui lui sont applicables. Cette déclaration de conformité emporte visa de la note en réponse.

2. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE DEGRENNE

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, les membres du Conseil d'administration de Degrenne se sont réunis le 12 mars 2019, sous la présidence de M. Philippe Spruch, président du Conseil d'administration de Degrenne, à l'effet d'examiner le projet d'offre et de rendre un avis motivé sur l'intérêt que présente l'offre pour la Société et ses actionnaires.

4 des 5 membres du Conseil d'administration ont assisté à cette séance, à savoir Monsieur Philippe Spruch, Mesdames Elina Berrebi et Géraldine Hottier Fayon et Diversita représentée par Monsieur Michael Cahn, Madame Dominique Loiseau étant absente et excusée.

Il a été rappelé aux membres du Conseil d'administration que Diversita et Vorwerk ont proposé de manière irrévocable aux actionnaires de la Société d'acquérir la totalité de leurs actions Degrenne au prix unitaire de 0,26 euro.

Le Conseil d'administration a pris connaissance des éléments suivants :

- le projet de note d'information établi par les Initiateurs qui contient notamment les caractéristiques de l'Offre, les intentions des Initiateurs et les éléments de l'appréciation de l'Offre établis par Kepler Cheuvreux, banque présentatrice ;
- le rapport établi par le cabinet BM&A Advisory & Support, représenté par M. Pierre Béal, agissant en qualité d'expert indépendant, conformément aux articles 261-1 I, 1°, 2° et 4°, et II du règlement général de l'AMF ; et
- le projet de note en réponse de la Société, conformément à l'article 231-19 du règlement général de l'AMF.

Le Conseil d'administration a, par la suite, constaté que :

- l'Offre s'inscrit dans le cadre d'un projet de renforcement du partenariat historique entre Vorwerk et la Société visant à aboutir *in fine*, via notamment la mise en œuvre du Retrait Obligatoire, à une répartition du capital de la Société de 70% à Diversita et de 30% à Vorwerk et à un retrait de la cote de la Société ;
- l'Offre Publique de Retrait sera immédiatement suivie de la mise en œuvre du Retrait Obligatoire ;

- l'Offre représente ainsi une opportunité de liquidité immédiate pour l'ensemble des actionnaires de la Société qui apporteront leurs titres à l'Offre sur l'intégralité de leur participation ;
- Diversita contrôlant déjà la Société et souhaitant poursuivre la même stratégie mise en place au sein du Groupe ces dernières années, l'Offre n'aura pas d'impact sur les salariés, ni sur la politique industrielle et commerciale du Groupe,
- le retrait de la cote de la Société lui permettrait par ailleurs de réduire ses coûts liés aux différentes formalités obligatoires applicables à une société cotée sur Euronext Paris et de concentrer ainsi tous ses moyens financiers et humains à son redressement ;
- en effet, la Société n'envisageant pas d'avoir recours aux marchés financiers dans l'avenir pour se financer, les coûts récurrents de cotation sur le marché réglementé d'Euronext Paris semblent disproportionnés par rapport à la faible liquidité de l'action, et plus généralement au bénéfice de la cotation.

Il a également été présenté aux membres du Conseil d'administration les travaux de valorisation ainsi que la conclusion des travaux réalisés par le cabinet BM&A Advisory & Support, représenté par Monsieur Pierre Béal, désigné le 12 décembre 2018 par le Conseil d'administration de Degrenne, en qualité d'expert indépendant chargé d'apprécier le caractère équitable du prix proposé pour les actions Degrenne dans le cadre de l'Offre Publique de Retrait suivie immédiatement du Retrait Obligatoire (l' « **Expert Indépendant** »).

La conclusion du rapport de l'Expert Indépendant est la suivante : « *notre opinion est que le prix de 0,26 € par action Guy Degrenne, proposé dans le cadre d'une offre publique de retrait et dans l'hypothèse de la mise en oeuvre d'un retrait obligatoire, est équitable, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de la Société.* »

Le Conseil d'administration, après avoir pris connaissance (i) des termes de l'Offre, (ii) des motifs et des intentions des Initiateurs, (iii) des éléments de valorisation indiqués dans le rapport de l'Expert Indépendant et dans le rapport de valorisation de Kepler Cheuvreux, et du fait que ce rapport conclut au caractère équitable des termes de l'Offre, y compris dans la perspective du Retrait Obligatoire, a considéré à l'unanimité (étant précisé que Monsieur Philippe Spruch et Diversita représentée par Monsieur Michael Cahn se sont abstenus de prendre part au vote) que l'Offre étant réalisée dans l'intérêt de la Société, de ses actionnaires, et de ses salariés et qu'elle constituait une opportunité de cession satisfaisante pour les actionnaires souhaitant bénéficier d'une liquidité immédiate et intégrale.

En conséquence, le Conseil d'administration a approuvé à l'unanimité le projet d'Offre et de retrait obligatoire tels qu'ils lui ont été présentés dans les termes du projet de note d'information établi par les Initiateurs et dans le projet de note en réponse, et a décidé en conséquence d'émettre un avis favorable à l'Offre et de recommander à l'unanimité (étant précisé que Monsieur Philippe Spruch et Diversita représentée par Monsieur Michael Cahn se sont abstenus de prendre part au vote) aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre Publique de Retrait.

Par ailleurs, le Conseil a décidé de ne pas apporter à l'Offre les 41.639 actions auto-détenues par la Société.

3. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Monsieur Philippe Spruch et Mesdames Dominique Loiseau, Elina Berrebi et Géraldine Hottier Fayon, détenteurs chacun de 100 actions Degrenne au titre de contrats de prêts de consommation conclus avec Diversita et membres du Conseil d'administration de la Société ont fait part de leur intention de résilier lesdits contrats avec effet à la d'ouverture de l'Offre, les actions étant alors restituées à Diversita.

Les actions Degrenne détenues par la société Diversita, en sa qualité d'Initiateur de l'Offre, ne sont pas visées par l'Offre.

Il est précisé que les statuts de la Société après sa transformation en société par actions simplifiée ne comporteront plus d'obligation de détention de titre pour les membres du Conseil d'administration.

4. INTENTION DE LA SOCIETE RELATIVE AUX ACTIONS AUTO-DETENUES

La Société détient 41.639 actions propres, représentant 0,03% de son capital. Conformément aux termes du Protocole d'Investissement, la Société s'est engagée à ne pas apporter ces actions dans le cadre de l'Offre.

5. INFORMATION DES SALARIES DE DEGRENNE

Dans le cadre de la conclusion du Protocole d'Investissement décrit à la section 7.1 de la présente note en réponse, les instances représentatives du personnel du groupe Guy Degrenne ont été informées et consultés le 17 décembre 2018, conformément à l'article L.2323-33 al.1 du Code du travail et ont rendu un avis positif le 21 décembre 2018 sur l'opération.

Conformément à l'article L. 2312-52 du Code du travail, la procédure particulière d'information consultation du comité social et économique en cas d'offre publique d'acquisition n'est pas applicable dans le cadre d'une offre publique engagée par des entités, agissant seules ou de concert, détenant plus de la moitié du capital ou des droits de vote de la cible, et seule l'obligation d'information du CSE prévue par l'article L. 2312-42 du Code du travail s'applique.

6. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

En application des articles 261-1 I (1°, 2° et 4°) et 261-1 II du règlement général de l'AMF, le Conseil d'administration de la Société a désigné le 12 décembre 2018 le cabinet BM&A Advisory & Support, représenté par Monsieur Pierre Béal, en qualité d'expert indépendant aux fins d'établir une attestation d'équité sur les conditions financières de l'Offre, et notamment sur les conditions de mise en œuvre de la procédure de Retrait Obligatoire.

Le rapport de BM&A Advisory & Support qui lui a été remis le 20 février 2019 est reproduit en Annexe 1 à la présente note en réponse.

7. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE

7.1. Protocole d'Investissement

A la suite de l'offre ferme de Vorwerk et de l'entrée en négociations exclusives avec la Société et Diversita le 17 décembre, Diversita a procédé à l'acquisition le 18 décembre 2018 du Bloc Minoritaire à un prix de 0,216 euro par action (sans complément de prix).

En application du Protocole d'Investissement conclu le 14 janvier 2019, la Société, Diversita et Vorwerk ont notamment convenu de ce qui suit :

- a) la réalisation, intervenue le 12 mars 2019, de l'Augmentation de Capital Réservée à Vorwerk qui a fait l'objet d'un prospectus ayant reçu le visa n°19-051 de l'AMF le 20 février 2019, disponible sur les sites Internet de la Société (www.degrenne.fr) et de l'AMF (www.amf-france.org) ainsi que la nomination de Monsieur Homuth en tant que nouveau membre représentant Vorwerk au sein de Conseil d'administration de la Société ;
- b) immédiatement après la réalisation de l'Augmentation de Capital Réservée à Vorwerk, l'entrée en vigueur du Pacte d'Actionnaires (et notamment de l'action de concert entre

Diversita et Vorwerk) et de la Garantie de Passif dont les principales caractéristiques sont résumées respectivement aux points 7.2 et 7.4 de la présente note en réponse ;

- c) le lancement par les Initiateurs, agissant de concert, de l'Offre Publique de Retrait portant sur la totalité des Actions suivie de la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire afin de procéder à la radiation de la cote des actions Degrenne de la Société d'Euronext Paris ;
- d) A la suite du retrait de la cote de la Société :
- la réalisation de l'Augmentation de Capital Réservée à Diversita ;
 - la réalisation d'une réduction de capital non motivée par des pertes afin de procéder à l'annulation des 41.639 actions auto détenues par la Société non apportées à l'Offre ;
 - la cession par Diversita à Vorwerk de 30% du Bloc Minoritaire au même prix de 0,216 euro par action, afin que Vorwerk détienne *in fine* 30% du capital et des droits de vote de la Société ; et
 - la transformation de la Société en société par actions simplifiée et la mise en place des nouvelles modalités de gouvernance prévues par le Pacte d'Actionnaires.

A l'issue de ces opérations, le capital social de la Société serait réparti comme suit :

Actionnaires	Nombre d'actions	Pourcentage du capital et des droits de vote
Diversita	165 387 211	70%
Vorwerk	70 880 234	30%
Total	236 267 445	100%

7.2. Pacte d'actionnaires

Le Pacte d'Actionnaires, entré en vigueur le 12 mars 2019 pour une durée de 15 années entre Diversita et Vorwerk, a pour objet principal d'organiser les modalités de gouvernance de Degrenne ainsi que le transfert des titres de Degrenne en application des principales clauses décrites ci-après.

Ce Pacte d'Actionnaire est également constitutif d'une action de concert, au sens de l'article L. 233-10 du Code de commerce, entre Diversita et Vorwerk envers la Société.

7.2.1. Règles de gouvernance au niveau de Degrenne

- Tant que la Société demeurera cotée sur Euronext Paris, elle conservera la forme de société anonyme à conseil d'administration et sera dirigée par un Directeur Général qui est investi des pouvoirs les plus étendus pour agir au nom de la Société dans la limite de son objet social et sous réserve cependant des pouvoirs attribués par la loi à l'assemblée générale des actionnaires. Par ailleurs, dans l'ordre interne les pouvoirs du Directeur Général sont limités pour certaines décisions stratégiques nécessitant l'autorisation préalable du Conseil d'administration de la Société.
- Le Conseil d'administration de la Société est composé d'au moins 5 membres, nommés pour une durée de six ans. Au moins l'un de ces membres devra avoir été nommé par Vorwerk.
- Le Conseil d'administration prend ses décisions à la majorité simple des voix sauf pour un certain nombre de décisions stratégiques, pour lesquelles Vorwerk dispose d'un droit de veto, à l'effet de préserver son investissement.
- A la suite de la radiation de la cote de la Société, la Société sera transformée en une société par actions simplifiée représentée et dirigée par un Président sous le contrôle d'un Conseil d'administration statutaire. Les principes de gouvernance détaillés ci-dessus demeureront applicables à la Société sous forme de société par actions simplifiée.

- Monsieur Thomas Mulliez demeurera Directeur Général de la Société sous sa forme actuelle et sera nommé, pour une durée indéterminée, Président de la Société sous forme de société par actions simplifiée.
- Tant que Diversita demeurera associée de la Société, Monsieur Philippe Spruch demeurera président du Conseil d'administration de la Société sous sa forme actuelle ainsi que sous la forme de société par actions simplifiée.

7.2.2.Règles applicables aux transferts des titres

Le Pacte d'Actionnaires prévoit les principaux mécanismes de liquidité suivants, portant sur les titres de Degrenne et intégrant notamment :

- une inaliénabilité temporaire des titres de Degrenne détenus par les parties au Pacte d'Actionnaires (sauf exceptions) jusqu'au 31 décembre 2023 ;
- à la fin de la période d'inaliénabilité et pendant une période de 3 mois, l'ouverture d'une période d'analyse par les parties au Pacte d'Actionnaires de certains critères financiers du groupe Degrenne liés à la relation commerciale entre ce dernier et Vorwerk ;
- à compter du 31 mars 2024, la mise en place d'un mécanisme échelonné et alternatif d'options d'achat et/ou de vente des actions de la Société au bénéfice de l'une ou l'autre des parties au Pacte, à savoir :
 - o dans un premier temps, pendant deux mois, Vorwerk pourra exercer une option d'achat sur la totalité de la participation de Diversita si le chiffre d'affaires réalisé par Vorwerk avec des produits Arts de Vivre (ci-après « **V** ») siglés Degrenne est égal ou dépasse 15m€, sur la base d'un prix fixé à partir d'un multiple d'EBITDA compris entre x7,5 et x8,5, le niveau de ce multiple dépendant de V et du chiffre d'affaires Art de Vivre (ci-après « **Art de Vivre Revenues** ») réalisé en propre par Guy Degrenne ;
 - o dans un second temps, si la première option n'est pas exercée, Diversita pourra exercer, pendant les deux mois suivants, une option d'achat sur la totalité de la participation Vorwerk, si V est égal ou supérieur à 17 m€ et si Art de Vivre Revenues est supérieur ou égal à 57 m€, ou si V est inférieur à 17 m€. Dans ces deux cas, le prix d'achat est fixé par référence au montant des sommes apportées par Vorwerk en capital ou en avances en compte courant le cas échéant (le « **Coût d'Investissement de Vorwerk** ») augmenté d'un taux d'intérêt annuel capitalisé de 7 % (V<17 m€) ou de 12 % (V>17 m€) ;
 - o dans un troisième temps, si l'option précédente n'est pas exercée, Vorwerk pourra céder, pendant deux mois, à Diversita la totalité de sa participation :
 - à la valeur de marché (ci-après la *Fair Market Value* ou FMV) déterminée à dire d'expert, si V est inférieur ou égal à 17 m€ ;
 - pour un prix fixe sur la base du Coût d'Investissement de Vorwerk augmenté d'un taux d'intérêt annuel capitalisé de 7 %, si V est supérieur ou égal à 17 m€ et si Art de Vivre Revenues est compris entre 51 m€ et 57 m€ ; ou
 - pour un prix correspondant à la plus faible des valeurs entre (i) le Coût d'Investissement de Vorwerk augmenté d'un taux d'intérêt annuel capitalisé de 7 % et (ii) la FMV, si V est supérieur ou égal à 17 m€ et si Art de Vivre Revenues est inférieur ou égal à 51 m€.
- en l'absence d'exercice des options susvisées, la mise en œuvre par les parties d'un processus compétitif de vente de la Société ;
- sous réserve des opérations décrites ci-dessus, en cas de projet de transfert de tout ou partie des actions de la Société, un droit de préemption bénéficiant à chacune des parties et un droit de sortie proportionnelle conjointe bénéficiant uniquement à Vorwerk ;

- en cas de changement de contrôle de Diversita, un mécanisme d'option au bénéfice de Vorwerk lui permettant de racheter l'ensemble des actions de la Société détenues par Diversita moyennant un prix d'achat correspondant à la juste valeur de marché de la Société déterminée par un expert indépendant.

7.3. Engagements d'exclusivité, de non-concurrence, de non sollicitation et de non débauchage

Diversita est tenue par des engagements de non-concurrence, de non-sollicitation et de non-débauchage des employés et de non-interférence avec les clients, distributeurs, fournisseurs ou autres partenaires commerciaux du groupe Degrenne, d'une durée de 2 ans, et ce pour autant que Vorwerk demeure actionnaire de la Société.

7.4. Garantie de Passif

Une convention de garantie de passif est entrée en vigueur le 12 mars 2019, aux termes de laquelle Diversita a consenti certaines déclarations et garanties à Vorwerk, dans la limite d'un plafond de deux millions d'euros (sauf exceptions) et pour une durée de 18 mois (sauf prescription légale en matière fiscale et sociale).

8. ELEMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

8.1. Structure du capital de la Société

A la date de la présente note en réponse, le capital social et les droits de vote de la Société sont répartis comme suit :

Actionnaires	Nombre d'actions	% en actions	Droits de vote théoriques ⁽¹⁾	% en droits de vote théoriques
DIVERSITA	70 198 588 ⁽²⁾	49,89%	127 016 388	63,55%
VORWERK	65 326 783	46,43%	65 326 783	32,69%
<i>Concert</i>	<i>135 525 371</i>	<i>96,32%</i>	<i>192 343 171</i>	<i>96,24%</i>
Autres actionnaires	5 130 963	3,65%	7 469 777	3,74%
Actions auto détenues	41 639	0,03%	41 639	0,02%
Nombre total d'actions en circulation et de droits de vote	140 697 973	100,00%	199 854 587	100,00%

(1) Conformément aux dispositions de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de l'ensemble des actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les actions privées de droit de vote telles que les actions auto-détenues en vertu de l'article L. 225-210 du Code de commerce.

(2) Dont 400 actions de la Société prêtées par Diversita à certains administrateurs de la Société.

Conformément à l'article L. 225-123 du Code de commerce, un droit de vote double par rapport à celui conféré aux autres actions Degrenne, eu égard à la quotité de capital social qu'elles représentent, est attribué à toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il sera justifié d'une inscription nominative, depuis deux ans au moins, au nom du même actionnaire.

Il est précisé qu'il n'existe aucune action gratuite en cours de période d'acquisition ou de conservation, ni aucun droit, titre de capital ou instrument financier donnant accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société autres que les actions de la Société.

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

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

A l'exception des dispositions du Pacte d'Actionnaires (décrites à la section 7.2 de la présente note en réponse), il n'existe aucune convention portée à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce.

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

Conformément aux dispositions de l'article L. 233-7 du Code de commerce, par courriers envoyés à l'AMF et à la Société et reçus le 14 mars 2019 :

- Vorwerk a déclaré avoir franchi individuellement à la hausse les seuils légaux de 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 33,1/3% du capital et/ou des droits de vote de la Société ;
- Diversita a déclaré avoir franchi individuellement à la baisse les seuils de 90%, 66,2/3% et 50% du capital et les seuils de 90% et 66,2/3% des droits de vote ; et
- Diversita et Vorwerk ont déclaré avoir franchi de concert à la hausse les seuils légaux de 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 33,1/3%, 50%, 66,2/3%, 90% et 95% du capital et des droits de vote de la Société.

Ces déclarations ont fait l'objet d'un avis publié par l'AMF le 18 mars 2019.

Ces franchissements de seuils résultent de la réalisation de l'Augmentation de Capital Réservee à Vorwerk et de la mise en concert des Initiateurs.

Diversita avait auparavant déclaré à l'AMF et à la Société, par courriers reçus le 21 décembre 2018, avoir franchi seule en hausse le seuil légal de 90% du capital et des droits de vote de la Société. Cette déclaration avait fait l'objet d'un avis publié par l'AMF le 21 décembre 2018, sous le numéro 218C2038. Ce franchissement de seuil résultait de l'acquisition par Diversita du Bloc Minoritaire.

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

Néant.

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

Néant.

8.6. Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'action et à l'exercice des droits de vote

La Société n'a connaissance d'aucun accord entre actionnaires en vigueur à ce jour pouvant entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote de la Société, à l'exception du Protocole d'Investissement et du Pacte d'Actionnaires (décrits à la section 7 de la présente note en réponse).

8.7. Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration et à la modification des statuts de la Société

8.7.1. Règles applicables à la nomination et au remplacement des administrateurs

Aucune clause statutaire ne prévoit de dispositions différentes de celles prévues par la loi en matière de nomination et de remplacement des membres du Conseil d'administration.

8.7.2. Règles applicables aux modifications des statuts

L'article 26 des statuts prévoit que « l'assemblée générale extraordinaire est seule habilitée à modifier les statuts dans toutes leurs dispositions ».

8.8. Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres

La Société dispose, à la date de la présente note en réponse, des délégations suivantes qui lui ont été conférées par l'Assemblée générale des actionnaires de la Société :

Nature de l'autorisation	Date de l'AG	Durée (date d'expiration)	Montant maximum autorisé	Utilisation au 2 avril 2019
Emission, avec maintien du droit préférentiel de souscription, d'actions ordinaires et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital et/ou l'émission de valeurs mobilières donnant droit à l'attribution de titres de créance	25 septembre 2018 (résolution n°14)	26 mois (25 novembre 2020)	Augmentation de capital : 7 M€ Emission de créances : 40 M€	Néant
Emission, avec suppression du droit préférentiel de souscription, par voie d'offre au public, d'actions ordinaires et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital et/ou l'émission de valeurs mobilières donnant droit à l'attribution de titres de créance	25 septembre 2018 (résolution n°15)	26 mois (25 novembre 2020)	Augmentation de capital : 2 M€ Emission de créances : 20 M€	Néant
Emission, avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires, au profit d'une catégorie de bénéficiaires, d'actions ordinaires et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital et/ou l'émission de valeurs mobilières donnant droit à l'attribution de titres de créance	25 septembre 2018 (résolution n°16)	18 mois (25 mars 2020)	Augmentation de capital : 500 K€ Emission de créances : 5 M€	Néant
Autorisation à l'effet d'augmenter le nombre de titres à émettre en cas d'émission d'actions et/ou de	25 septembre 2018 (résolution n°17)	26 mois (25 novembre 2020)	Dans la limite de 15% de l'émission initiale	Néant

valeurs mobilières donnant accès au capital avec ou sans suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires		2020)		
Limite globale des autorisations d'émission avec maintien ou suppression du droit préférentiel de souscription	25 septembre 2018 (résolution n°18)	N/A	Augmentation de capital : 7 M€ Emission de créances : 40 M€	N/A
Emission d'actions ordinaires et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société, avec suppression du droit préférentiel de souscription de actionnaires, en vue de rémunérer des apports en nature constitués de titres de capital ou de valeur mobilières donnant accès au capital	25 septembre 2018 (résolution n°20)	26 mois (25 novembre 2020)	Dans la limite de 10% du capital social	Néant
Emission, sans droit préférentiel de souscription, d'actions et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital de la société et/ou l'émission de valeurs mobilières donnant droit à l'attribution de titres de créance, par placement privé	25 septembre 2018 (résolution n°21)	26 mois (25 novembre 2020)	Dans la limite de 20% du capital social par an	Néant
Autorisation à l'effet de fixer le prix d'émission en cas d'émission, avec suppression du droit préférentiel de souscription, par offre au public ou par placement privé	25 septembre 2018 (résolution n°22)	26 mois (25 novembre 2020)	Dans la limite de 10% du capital social par an	Néant
Autorisation à l'effet de procéder à des attributions gratuites d'actions au profit des salariés et/ou mandataires sociaux de la société et/ou de sociétés liées	25 septembre 2018 (résolution n°23)	26 mois (25 novembre 2020)	Dans la limite de 5% du capital social	Néant
Autorisation à l'effet d'augmenter le capital de la Société par incorporation de réserves, bénéfices, primes ou assimilés	25 septembre 2018 (résolution n°24)	26 mois (25 novembre 2020)	Augmentation de capital : 1 M€	Néant
Autorisation de rachat d'actions	25 septembre 2018 (résolution n°12)	18 mois (25 mars 2020)	10% du nombre du nombre d'actions formant le capital social	Néant (hors contrat de liquidité)
Annulation d'actions dans le cadre de l'autorisation de rachats d'actions	25 septembre 2018 (résolution n°13)	18 mois (25 mars 2020)	10% du nombre du nombre d'actions formant le capital social par période de 24 mois	Néant

8.9. Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société, sauf si cette divulgation, hors les cas d'obligation légale de divulgation, porterait gravement atteinte à ses intérêts

A la connaissance de la Société, l'Offre n'entraînera pas de modifications d'accords conclus par la Société ou l'exercice de clauses de changement de contrôle, pouvant porter significativement atteinte aux intérêts de la Société.

8.10. Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique

A la connaissance de la Société, il n'existe pas d'accords au sein de la Société prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d'administration ou les salariés, s'ils démissionnaient ou étaient licenciés sans cause réelle et sérieuse, ou si leur emploi prenait fin en raison d'une offre publique.

9. MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE

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 seront déposées par la Société auprès de l'AMF et mise à la disposition du public au siège social de la Société, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre Public de Retrait. Ces documents seront également disponibles sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de Degrenne (www.degrenne.fr).

10. PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE

« A 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. »

Monsieur Thomas Mulliez

Directeur général de Degrenne

Annexe 1

Rapport de l'Expert Indépendant

(voir ci-après)

* *
*
*
*

GUY DEGRENNE

**SOCIETE ANONYME
AU CAPITAL SOCIAL DE 7 527 079 €
RUE GUY DEGRENNE
14500 VIRE**

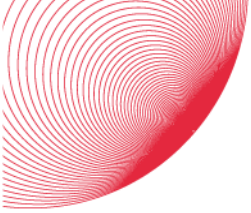
.....

**ATTESTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT
DANS LE CADRE DU PROJET
D'OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT
SUIVIE D'UN RETRAIT OBLIGATOIRE
VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE
GUY DEGRENNE**

.....

FEVRIER 2019





AVERTISSEMENT

Ce rapport est normalement établi dans le cadre de l'Offre initiée par Diversita et Vorwerk agissant de concert et visant les actions de la société Guy Degrenne.

À la demande de l'AMF, ce rapport a été produit de manière anticipée afin d'être publié à l'occasion de la diffusion de la documentation relative à l'augmentation de capital réservée souscrite par Vorwerk préalablement à l'Offre. Aussi, il pourra faire l'objet d'un addendum lors du dépôt du projet d'Offre si des événements non encore connus à ce jour et ayant une influence sur notre opinion, devaient survenir.

Par ailleurs, certains événements devant intervenir postérieurement à la publication du présent rapport ont été considérés comme réalisés, dont notamment l'augmentation de capital réservée à Vorwerk.



SOMMAIRE

1. CONTEXTE DE L'OPERATION	4
2. PRÉSENTATION DE L'EXPERT INDÉPENDANT	6
2.1 Missions d'expertise indépendante réalisées au cours des 36 derniers mois	6
2.2 Déclaration d'indépendance	6
2.3 Rémunération de l'expert.....	7
2.4 Diligences effectuées par l'expert	7
3. PRÉSENTATION DE GUY DEGRENNE	10
3.1 Historique, activité et marché	10
3.1.1 HISTORIQUE.....	10
3.1.2 ACTIVITÉ	11
3.1.3 APERÇU DU MARCHÉ DES ARTS DE LA TABLE	12
3.2 Analyse des historiques de comptes publiés	13
3.2.1 EVOLUTION DES RÉSULTATS	13
3.2.2 EVOLUTION DE LA SITUATION FINANCIÈRE	14
3.3 – Analyse du plan d'affaires	16
4. TRAVAUX D'ÉVALUATION	18
4.1 Données financières servant de base aux méthodes d'évaluation	18
4.1.1 NOMBRE DE TITRES	18
4.1.2 PASSAGE DE LA VALEUR D'ENTREPRISE À LA VALEUR DES FONDS PROPRES	19
4.2 Méthodes ou références non retenues	20
4.2.1 ACTIF NET	20
4.2.2 VALEUR MATHÉMATIQUE, ANR ET SOMME DES PARTIES	20
4.2.3 MÉTHODES BASÉES SUR LE DIVIDENDE	20
4.2.4 COURS DE BOURSE	21
4.3 Méthodes et références retenues	22
4.3.1 TRANSACTION PRÉALABLE À L'OFFRE ET ACCORDS LIÉS À L'OFFRE	22
4.3.2 ÉVALUATION PAR LA MÉTHODE DU DCF.....	25
4.3.3 ÉVALUATION PAR LES MULTIPLES BOURSIERS.....	30
4.3.4 ÉVALUATION PAR LES MULTIPLES DE TRANSACTIONS MAJORITAIRES	32
5. ANALYSE CRITIQUE DES TRAVAUX DE L'ÉVALUATEUR	35
5.1 Les références de valorisation	35
5.2 La méthode DCF	35
5.3 Les méthodes analogiques	36
6. CONCLUSION	38
7. ANNEXE	40

1. CONTEXTE DE L'OPERATION

Par un communiqué en date du 17 décembre 2018, la société Guy Degrenne (ci-après « Guy Degrenne », la « Société » ou le « Groupe »), a indiqué être entrée en négociations exclusives avec le groupe allemand Vorwerk en vue de son entrée au capital de la Société à hauteur de 30 %, par l'intermédiaire notamment d'une augmentation de capital réservée d'un montant total de 15 m€, aux côtés de Diversita, actionnaire majoritaire actuel de Guy Degrenne (ensemble, avec Vorwerk, les « Initiateurs » ou les Parties).

Les différentes étapes de ce projet, détaillées dans le Protocole d'Investissement signé le 14 janvier 2019 dans lequel s'inscrit la présente offre, constituent juridiquement et économiquement une seule et même opération. Cette opération est réalisée dans le cadre plus général de la restructuration en cours du Groupe laquelle nécessite un apport de fonds substantiel afin de financer le plan d'investissement indispensable à son redressement.

Ainsi, préalablement à l'offre :

- Le 18 décembre 2018, Diversita a acquis auprès de deux actionnaires minoritaires, Soparcif et Comir, l'intégralité de leurs participations respectives dans Guy Degrenne représentant 17,8 % du capital, soit 13,4 millions d'actions (ci-après le « Bloc Minoritaire », au prix unitaire de 0,216 €, soit un montant total de 2,9 m€.
- Le 12 mars 2019¹, Vorwerk a souscrit à l'émission de 65 326 783 actions nouvelles Guy Degrenne émises au prix unitaires de 0,23 €, soit un montant total de 15 m€.

Au terme de ces deux opérations, l'actionnariat de Guy Degrenne aura évolué de la manière suivante :

Actionnariat Guy Degrenne	Actions		Step 1 Rachat S+C	Actions		Step 2 AK-R	Actions (post AK-R Vorwerk)	
	nombre	%		nombre	%		nombre	%
Diversita	56 818 000	75,5%	13 380 588	70 198 588	93,3%	-	70 198 588	49,9%
Vorwerk	-	-	-	-	-	65 326 783	65 326 783	46,5%
Concert	56 818 000	75,5%	13 380 588	70 198 588	93,3%	65 326 783	135 525 371	96,4%
Soparcif+ Comir	13 380 588	17,8%	(13 380 588)	-	-	-	-	-
Autres	5 030 563	6,7%	-	5 030 563	6,7%	-	5 030 563	3,6%
Autodétention	41 639	0,1%	-	41 639	0,1%	-	41 639	0,0%
Total	75 270 790	100,0%	13 380 588	75 270 790	100,0%	65 326 783	140 597 573	100,0%

À la suite de ces deux opérations et en application des articles 236-3 et 237-1 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (ci-après l'« AMF »), Diversita et Vorwerk, toutes deux agissant de concert, envisagent d'acquérir la totalité des actions Guy Degrenne qu'ils ne détiennent pas encore², à un prix par action de 0,26 € dans le cadre d'une offre publique de retrait (ci-après l'« Offre »), suivie d'un retrait obligatoire proposé au même prix. Selon les Initiateurs, ce retrait est justifié par l'économie liée à suppression des coûts de cotation et à l'absence de volonté de recourir au financement par le marché.

Compte tenu de la quote-part de capital détenue par les Initiateurs avant l'Offre, la mise en œuvre du retrait obligatoire sera mécanique si l'Offre est déclarée conforme dans son ensemble, avec pour conséquence la radiation des actions Guy Degrenne d'Euronext Paris. Si tel n'était pas le cas, les Initiateurs se réservent également la possibilité au cours des douze prochains mois de déposer à nouveau auprès de l'AMF un projet d'offre publique de retrait et/ou de demander à Euronext la radiation de la cote. Enfin, les Initiateurs n'ont pas l'intention de réaliser une fusion de Guy Degrenne avec l'un d'entre eux.

¹ Date de l'assemblée générale mixte de Guy Degrenne prévue dans la note d'opération relative à l'augmentation de capital.

² A l'exception des actions auto-détenues non visées par l'Offre.

À l'issue de l'Offre et en supposant la mise en œuvre du retrait obligatoire, Diversita cèdera à Vorwerk 30 % du Bloc Minoritaire acquis auprès de Soparcif et Comir à un prix égal au prix d'achat initial, soit 0,216 € et souscrira à une augmentation de capital réservée par incorporation de ses créances à hauteur de 18,931 m€ émises au prix unitaire de 0,198 €, soit une émission de 95 611 111 actions, et cèdera à Vorwerk 30 % du Bloc Minoritaire acquis de Soparcif et Comir à un prix égal au prix d'achat initial, soit 0,216 €, permettant d'atteindre la répartition cible du capital de 70 % pour Diversita et 30 % pour Vorwerk. Dans le même temps, les actions auto-détenues seront annulées par une réduction de capital non motivée par des pertes et la Société sera transformée en société par actions simplifiée.

Le tableau ci-dessous présente ces opérations de manière synthétique :

Actionnariat Guy Degrenne	Actions (post AK-R Vorwerk)		Step 3 OPR-RO	Actions		Step 4 Ajustement	Actions		Step 5 Incorp. C/C	Actions	
	nombre	%		nombre	%		nombre	%		nombre	%
Diversita	70 198 588	49,9%	3 591 674	73 790 262	52,4%	(4 014 176)	69 776 086	49,6%	95 611 111	165 387 197	70,0%
Vorwerk	65 326 783	46,5%	1 539 289	66 866 072	47,5%	4 014 176	70 880 248	50,4%	-	70 880 248	30,0%
Concert	135 525 371	96,4%	5 130 963	140 656 334	100,0%	-	140 656 334	100,0%	95 611 111	236 267 445	100,0%
Soparcif + Comir	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Autres	5 030 563	3,6%	(5 030 563)	-	-	-	-	-	-	-	-
Autodétention	41 639	0,0%	-	41 639	0,0%	-	41 639	0,0%	(41 639)	-	-
Total	140 597 573	100,0%	100 400	140 697 973	100,0%	-	140 697 973	100,0%	95 569 472	236 267 445	100,0%

Il convient de relever que l'Offre publique vise les 100 400 actions du plan d'attribution d'actions gratuites de décembre 2016.

Dans ce contexte général, le cabinet BM&A Advisory & Support a été mandaté en qualité d'expert indépendant le 7 décembre 2018 par monsieur Thomas Mulliez, directeur général de la Société, afin d'apprécier le caractère équitable du prix proposé pour les actions Guy Degrenne dans le cadre de la présente Offre, et de celui proposé en cas de retrait obligatoire devant intervenir dès la clôture de l'Offre.

Notre intervention est requise par les dispositions du règlement général de l'AMF figurant au Titre VI du Livre II, Chapitre 1^{er}, article 261-1, et en particulier :

- le paragraphe I, alinéa 1°, dans la mesure où la société visée sera déjà contrôlée au sens de l'article L 233-3 du code de commerce avant le lancement de l'opération par les Initiateurs ;
- le paragraphe I, alinéa 2°, dans la mesure où les dirigeants et actionnaires qui contrôlent la société visée au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce ont conclu un accord avec l'un des Initiateurs de l'Offre susceptible d'affecter leur indépendance ;
- le paragraphe I, alinéa 4°, en raison de l'existence d'opérations connexes à l'Offre susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix de l'Offre ;
- le paragraphe II dans la mesure où un retrait obligatoire est envisagé.

La présente attestation ne constitue pas une recommandation de participer ou non à l'Offre.

2. PRÉSENTATION DE L'EXPERT INDÉPENDANT

Le cabinet BM&A Advisory & Support (ci-après « BM&A A&S »), est une société d'expertise comptable inscrite au tableau de l'Ordre des experts-comptables de Paris Ile-de-France. Issu de la scission en 2015 du cabinet BM&A, BM&A A&S est une filiale à 100 % de BM&A Partners, société faîtière du groupe BM&A qui compte environ 150 collaborateurs. L'intégralité du capital de BM&A Partners est détenue directement ou indirectement par ses 18 associés, personnes physiques.

BM&A A&S est constitué sous forme de société par actions simplifiée au capital 1 287 474 € ; son siège social est situé 11 rue de Laborde à Paris 8^{ème}.

Le groupe BM&A développe plusieurs activités : audit comptable et financier, évaluation financière et expertise indépendante, consolidation et reporting, prévention et restructuration, transaction services et risques, process et systèmes d'information. Chaque activité, animée par un ou plusieurs associés, dispose d'une équipe dédiée, spécialisée dans son domaine.

Le groupe BM&A jouit d'une expérience reconnue dans les opérations requérant une appréciation indépendante de l'équité entre actionnaires. Il est membre de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI). Le groupe BM&A est doté d'une charte déontologique propre aux missions d'expertise indépendante, téléchargeable sur son site Internet www.bma-paris.com.

2.1 Missions d'expertise indépendante réalisées au cours des 36 derniers mois

Au cours des 36 derniers mois, le cabinet a produit des attestations d'équité dans le cadre des offres publiques suivantes :

Date	Opération	Cible	Initiateur/Bénéficiaire	Banque présentatrice
avr-16	Offre Publique d'Echange	Foncière des Murs	Foncière des Régions	BNP Paribas
août-16	Offre Contractuelle Volontaire d'Achat	Antevenio	Inversiones Y Servicios Publicitarios	Invest Securities
oct-16	Offre Publique de Retrait	Ivalis	Hawky	Swiss Life
mai-17	Offre Publique d'Achat Simplifiée	DL Software	DL Invest	Invest Securities
mars-18	Transfert de siège	Akka Technologies	n/a	n/a
mai-18	Augmentation de capital réservée avec supp. du DPS	Vergnet	Arum International	n/a

2.2 Déclaration d'indépendance

En application de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF, nous attestons que notre cabinet, et les signataires de la présente, ne se trouvent pas, vis-à-vis de la Société ni de l'Initiateur, de leurs conseils et de leurs actionnaires, dans une des situations de conflit d'intérêts décrites dans l'instruction n°2006-08 du 25 juillet 2006. En particulier, nous attestons que le cabinet et ses associés :

- n'entretiennent aucun lien juridique ou en capital avec les sociétés concernées par l'Offre, ou leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance ;
- n'ont procédé à aucune évaluation de la société visée par l'Offre ou qui réalise l'Offre au cours des 18 mois précédant la date de désignation ;
- ne détiennent aucun intérêt financier dans la réussite de l'Offre, ni créance ni dette envers l'une des sociétés concernées par l'Offre ou toute personne contrôlée par ces sociétés ;
- n'ont pas conseillé l'une des sociétés concernées par l'Offre ou toute personne que ces sociétés contrôlent au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce au cours des dix-huit derniers mois.

2.3 Rémunération de l'expert

La rémunération perçue par BM&A A&S au titre de la présente opération s'élève à 52 000 €, hors taxes et débours.

2.4 Diligences effectuées par l'expert

La présente mission est placée sous la responsabilité de Pierre Béal, associés, assisté de Stéphane Marande, senior manager, et des collaborateurs nécessaires à sa bonne exécution. La revue indépendante a été effectuée par Eric Blache, associé du cabinet qui n'est pas directement intervenu dans les travaux.

Nous avons effectué nos diligences conformément aux dispositions des articles 262-1 et suivants du règlement général de l'AMF, de son instruction d'application du 25 juillet 2006 et des recommandations de l'AMF du 28 septembre 2006, modifiées le 27 juillet 2010.

Nous avons été informés de l'opération envisagée le 30 novembre 2018. Notre intervention s'est effectivement déroulée du 6 décembre 2018 au 20 février 2019, date à laquelle nous avons remis notre rapport.

Au cours de nos travaux, nous nous sommes principalement entretenus à plusieurs reprises avec les personnes suivantes :

- Monsieur Thomas Mulliez, directeur général de Guy Degrenne ;
- Madame Florence Barreau, directeur administratif et financier de Guy Degrenne ;
- Messieurs Yannick Le Louarn, *chief operating officer* de Guy Degrenne, et Pierre Le Moal, directeur de l'usine de Vire (14) ;
- Messieurs Laurent Durieux et Alban Richard, respectivement *executive director* et *analyst* de Kepler Cheuvreux, mandaté conjointement par les Initiateurs et établissement présentateur (ci-après « Kepler » ou l'« Évaluateur ») ;
- Maîtres Delphine Vidalenc et Meriem Semrani, avocats du cabinet De Pardieu, Brocas Maffei, conseil de Guy Degrenne ;
- Messieurs Simon Libais, associé du cabinet KPMG Audit, et François Dineur, associé du cabinet PTBG & Associés, commissaires aux comptes de la Société.


En particulier, nous avons visité le 8 janvier 2019 le site de Vire (14), visite au cours de laquelle le management de la société nous a décrit en détail le plan de réorganisation industriel prévu.

Nos travaux ont été réalisés sur la base des documents communiqués par la Société et ses conseils et sur les informations communiquées lors d'entretiens portant notamment sur les points suivants :

- i) la présentation de l'opération envisagée et son contexte ;
- ii) la description de l'activité de la Société et de son marché ;
- iii) les prévisions du plan d'affaires et l'identification des facteurs susceptibles de remettre en cause les hypothèses structurantes de ce plan ;
- iv) les éléments constitutifs des accords signés le 14 janvier 2019.


Nos travaux ont principalement consisté à :

- i) prendre connaissance de l'activité et de l'historique de la Société ;
- ii) étudier le contexte général de l'Offre et analyser les accords conclus dans le cadre de l'Offre ;
- iii) analyser la formation du chiffre d'affaires et des marges historiques de la Société et étudier l'évolution de sa situation financière ;

- 
- iv) analyser les données financières prévisionnelles de la Société sur la base de son plan d'affaires détaillé par marché à horizon fin mars 2024, communiqué par le management de Guy Degrenne ;
 - v) apprécier la rentabilité normative de la Société au-delà de mars 2024 ;
 - vi) mettre en œuvre les méthodes d'évaluation des capitaux propres de la Société, jugées pertinentes au cas d'espèce ;
 - vii) analyser les accords intervenus entre les Parties ;
 - viii) prendre connaissance des travaux d'évaluation mis en œuvre par Kepler Corporate Finance et réaliser un examen critique de leurs travaux ;
 - ix) rédiger notre projet de rapport.

Pour accomplir notre mission, nous avons notamment utilisé les documents et informations qui nous ont été communiqués par la Société et par ses conseils. Il s'agit principalement :

- le contrat de cession d'actions, signé 17 décembre 2018 et exécuté le 18 décembre 2018, entre Comir et Soparcif d'une part, et Diversita d'autre part ;
- les lettres d'intention non engageante et engageante, émises par Vorwerk respectivement le 27 juillet et le 17 décembre 2018 ;
- des accords signés entre les Parties le 14 janvier 2019 (ci-après les « Accords ») comprenant :
 - le *Framework Agreement* (le Protocole d'Investissement) conclu entre Diversita, Vorwerk et Guy Degrenne ;
 - le *Shareholder's Agreement* (le Pacte d'Actionnaires) conclu entre Diversita et Vorwerk, devant entrer en vigueur à compter de la réalisation de l'augmentation de capital réservée à Vorwerk ;
 - le *Representation and Warranties Agreement* (le Contrat de Garantie) conclu entre Diversita et Vorwerk en présence de Guy Degrenne, devant également entrer en vigueur à compter de la réalisation de l'augmentation de capital réservée à Vorwerk.
- du plan d'affaires d'avril 2018 à mars 2024 établi par la Société ;
- des protocoles de conciliation homologués en juillet 2014 et en septembre 2017 ;
- de la documentation juridique, financière et de gestion relative à la Société, notamment :
 - Présentation des plans d'investissement au conseil d'administration du 23 janvier 2018 ;
 - le procès-verbal de la réunion du conseil d'administration du 15 mars 2018 ;
 - les comptes annuels et consolidés 2014-15 à 2017-18 ;
 - les comptes semestriels au 30 septembre 2018 ;
 - la présentation du plan Vire 2021
 - le détail chiffré du plan d'investissement global ;
 - la liste des points de vente Degrenne au 9 janvier 2019.
- le projet de note d'opération relatif à l'augmentation de capital réservée à Vorwerk ;
- les résolutions soumises à l'approbation de l'assemblée générale extraordinaire de la Société prévue le 12 mars 2019 publiées au BALO du 4 février 2019 ;
- des projets de note d'information et de note en réponse relatifs à l'Offre ;
- des différentes versions du rapport d'évaluation de Kepler Corporate Finance, dont la dernière version a été établie le 28 janvier 2019.
- Le rapport de l'expert indépendant établi dans le cadre de l'augmentation de capital réservée de septembre 2014.



Nous avons utilisé les bases de données financières Eikon de Refinitiv (ex Thomson-Reuters) et EMAT. Afin de compléter nos analyses, nous avons également collecté toute information de source publique dont l'exploitation nous a semblé pertinente, en ce compris les rapports annuels et les comptes consolidés de la Société. Enfin, nous avons examiné les rapports annuels et les notes d'analyse disponibles relatifs aux sociétés que nous avons étudiées dans le cadre de la recherche des échantillons de sociétés comparables.

Nos travaux ne consistaient pas à réaliser un audit ou un examen limité des comptes annuels ou des situations comptables au sens des normes d'exercice professionnel de la CNCC ou des normes internationales de l'IFAC.

S'agissant des prévisions financières sur lesquelles nous nous sommes basés, la direction de Guy Degrenne nous a affirmé qu'elles correspondaient à sa vision du développement de la Société et, qu'à la date d'émission de notre rapport, elle n'a connaissance d'aucun élément susceptible de les remettre en cause.

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. Notre opinion est nécessairement fondée sur les conditions de marché, économiques et autres, telles qu'elles existent et telles qu'elles peuvent être actuellement anticipées, ainsi que sur les informations mises à notre disposition.



3. PRÉSENTATION DE GUY DEGRENNE

3.1 Historique, activité et marché

3.1.1 HISTORIQUE

Monsieur Guy Degrenne crée la société éponyme en 1948 en reprenant la forge paternelle de Sourdeval (50) afin d'y fabriquer des couverts en acier inoxydable. Puis la Société étend ses activités à la platerie (1958), améliore ses produits avec les couteaux monocoques (1963), monte en gamme et innove avec les seaux à champagne (1970), les couteaux monoblocs et argenture (1975), les couverts de couleur (1984) ou le laquage et la dorure (1990). En 1980, la Société lance l'activité de sous-traitance industrielle à Vire.

Entretiens, en 1967, la Société construit une usine à Vire (14) d'une surface de 35 000 m² et acquiert une forte notoriété auprès du public avec les campagnes publicitaires télévisées.

En 1987, monsieur Guy Degrenne cède son entreprise à un groupe d'actionnaires qui développent l'entreprise au cours de la décennie suivante, laquelle voit l'acquisition d'une usine de production de porcelaine à Limoges (87) puis en Hongrie, la construction d'une usine en Thaïlande et l'ouverture de magasins dédiés à la marque, les « Boutiques Guy Degrenne ».

La Société est introduite au Second Marché de la Bourse de Paris le 31 janvier 1997 par la mise en vente de 26 % du capital. À cette date, Comir est déjà l'un des principaux actionnaires de la Société.

En 2004, après un plan de sauvegarde de l'emploi et une perte nette consolidée de 19 m€ en 2003, Guy Degrenne procède à une augmentation de capital de 5,3 m€ par émission d'actions nouvelles destinée à financer le Plan de Relance et à « stabiliser les en-cours bancaires compte tenu du risque de liquidité auquel Guy Degrenne est exposé ».

Après de nouvelles pertes, la Société procède en octobre 2009, à une émission d'obligations remboursables en actions d'un montant de 10,5 m€ afin de reconstituer les fonds propres et pallier l'insuffisance de fonds de roulement à horizon 12 mois. Après remboursement de ces ORA, Soparcif devient le deuxième actionnaire de Guy Degrenne au cours de l'exercice clos le 31 mars 2013.

Malgré ces recapitalisations, les résultats ne s'améliorent pas et la Société obtient l'ouverture d'une procédure de mandat ad hoc d'octobre 2012 à mars 2013, puis de conciliation en mars et avril 2013, qui aboutissent à un protocole de conciliation par lequel, notamment, les actionnaires s'engagent à de nouveaux apports en compte courant, la prorogation des financements de la part des prêteurs bancaires et l'apport par ces derniers de *new money*. À l'issue de cet accord, l'adossé à un partenaire financier s'impose, processus qui aboutit à la prise de contrôle de Guy Degrenne par Diversita à l'automne 2014 et par une augmentation de capital de près de 20 m€. Cette dernière est complétée par une seconde augmentation de capital de 10 m€ au cours du premier semestre de l'exercice 2015-16, conduisant Diversita à détenir 75,6 % du capital.

En mai 2017, la Société bénéficie à nouveau de l'ouverture d'une procédure de mandat ad hoc, conclue en septembre par un protocole de conciliation qui conduira à l'injection de nouveaux fonds par Diversita et le remboursement de la majorité des dettes bancaires. Au total, l'absence d'amélioration des résultats et de la situation financière auront contraint l'actionnaire principal à apporter plus de 18 m€ en compte courant en plus des montants apportés en augmentation de capital. Cette situation a conduit la Société à des restructurations importantes aboutissant à la fermeture de son usine thaïlandaise, conséquence de l'arrêt de l'activité GMS, et de l'atelier de coutellerie Thérias & l'Économe à Thiers (63).

En dépit de ces efforts, la situation financière du Groupe ne s'est pas suffisamment améliorée pour faire face aux besoins de financement des investissements et après avoir recherché en France des solutions de financement ou des investisseurs susceptibles de prendre des participations minoritaires (cf. infra), Guy Degrenne a trouvé

avec Vorwerk, un client de longue date de l'activité Industrie avec la fabrication des bols du robot cuiseur Thermomix, le partenaire en mesure d'apporter les fonds nécessaires à la poursuite de la réorganisation du Groupe.

3.1.2 ACTIVITÉ

À ce jour, le Groupe opère trois sites industriels (Vire, Limoges, Hongrie) et distribue ses articles d'art de la table sous la marque Degrenne (depuis 2017). Il emploie 690 personnes au 30 septembre 2018.

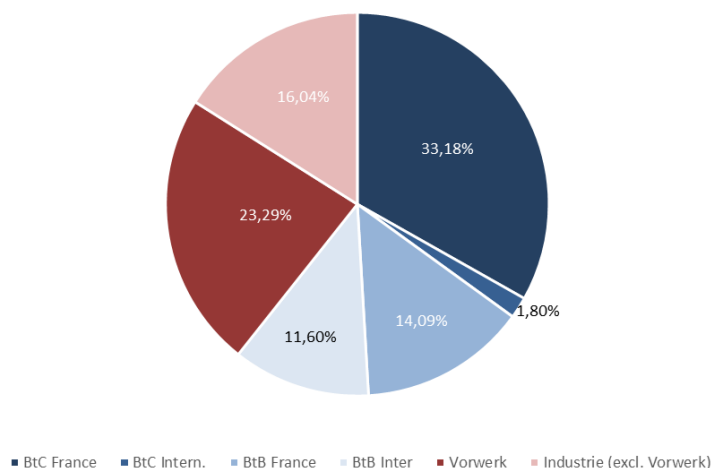
L'entité cotée Guy Degrenne SA, dont le capital est contrôlé par Diversita (cf. supra) est la société faîtière du Groupe. Elle détient intégralement le capital de 6 sociétés actives :

- le domaine industriel, avec les filiales Guy Degrenne Industrie (site de Vire, spécialisé dans les produits en inox), Porcelaines Guy Degrenne (site de Limoges) et Alföld Porcelan (site de Hongrie) ;
- la distribution, avec Distribution Guy Degrenne (segment BtoB France et international), Boutiques GD (segment BtoC et boutiques Guy Degrenne) et Degrenne North America (segment BtoB aux USA).

Les autres sociétés du Groupe n'ont plus d'activité, telles que SIAM Tableware, qui contrôlait l'unité de production thaïlandaise dédiée à la production de produits inox pour la grande distribution, ou Thérias et l'Économe.

Les activités se répartissent entre Art de Vivre (en France et à l'international, BtoB et BtoC) qui représente 60 % du chiffre d'affaires HT consolidé, et l'industrie qui représente 40 % du chiffre d'affaires HT. Pour l'exercice 2017-18, la répartition est la suivante :

Répartition du chiffre d'affaires (2017-18)



L'activité Art de Vivre, qui s'adresse aux particuliers et aux professionnels de l'hôtellerie et de la restauration, est positionnée sur le segment premium. Elle propose des gammes complètes d'articles d'art de la table et d'ustensiles de cuisine. Après la fermeture de 23 points de vente au cours de l'exercice 2017-18, la distribution est assurée en France à travers 16 boutiques détenues en propre, 43 concessions en grand magasin, 2 boutiques en franchise et 2 boutiques en affiliation, la présence dans 10 magasins d'usine et le site internet du Groupe. La filiale américaine Degrenne North America ne distribue que des articles destinés au marché CHR (Café, Hôtel, Restaurant).

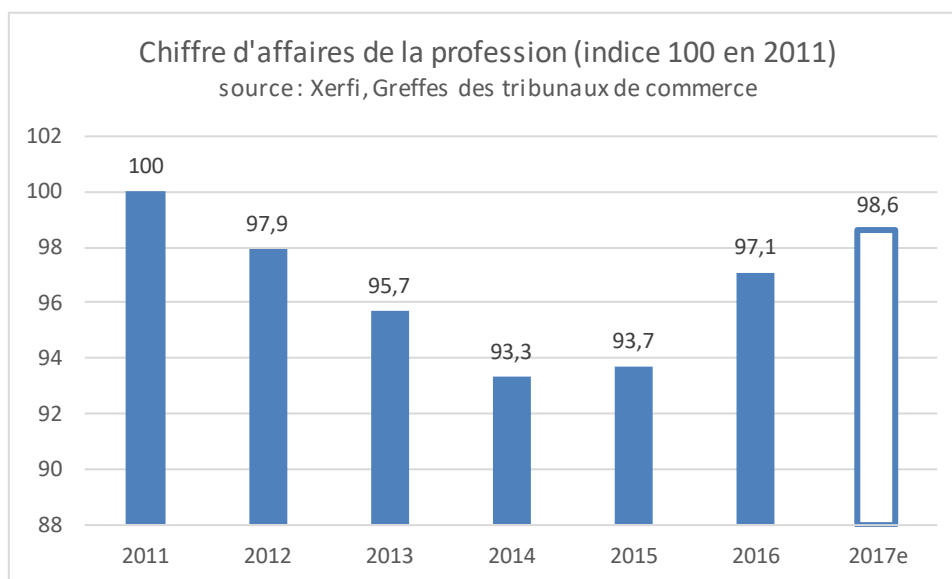
L'activité industrielle se répartit entre sous-traitance d'articles en inox ou en porcelaine pour d'autres acteurs du secteur des arts de la table, ou pour des groupes industriels ou de service tels qu'Air France (pour la vaisselle de sa classe « affaires »), Alstom ou Areva pour la réalisation de pièces nécessitant des emboutissages profonds. Néanmoins, grâce au succès du Thermomix, la majorité de l'activité de cette branche est aujourd'hui consacrée

à la production des bols en inox du robot cuiseur fabriqué par Vorwerk et dont la Société est partenaire depuis 1996.

3.1.3 APERÇU DU MARCHÉ DES ARTS DE LA TABLE

En France, le marché des articles d'art de la table représente entre 4,6 et 4,9 md€, réparti entre les particuliers (70-75 %) et les professionnels du secteur CHR (25-30 %), reflétant la répartition de l'activité de Guy Degrenne en France (BtoC : 70 % ; BtoB : 30 %).

Le marché BtoC national est un marché mature qui a longtemps été soutenu par les listes de mariage. Les changements de modes de vie et de comportement d'achat, ainsi que les pressions sur le pouvoir d'achat des ménages (en diminution de 2011 à 2013) ont engendré des pressions à la baisse sur ce marché, qui n'a pas encore rattrapé son niveau de 2011. Pour autant, le chiffre d'affaires du secteur a été soutenu par le segment CHR qui a bénéficié d'une nette hausse de la fréquentation touristique en 2017.



De nos jours, les principaux moteurs de croissance sur le marché français sont :

- le pouvoir d'achat des ménages qui, après une période de réduction 2011-2013, s'est amélioré entre 2014 et 2017 ; pour autant, l'incertitude demeure pour les années à venir ;
- la demande CHR, qui a entamé son redressement en 2016 et reste bien orientée, mais qui pourrait subir le contrecoup d'une nouvelle baisse du pouvoir d'achat ;
- l'appétence des consommateurs pour les articles innovants et mis au goût du jour (phénomène similaire à celui qu'a connu l'industrie textile), dont bénéficient également les fabricants étrangers et notamment chinois³, et l'engouement pour la cuisine et l'art de la réception, mis en valeur par de nombreuses émissions télévisées et sites internet.

À l'export, les tendances par pays sont plus difficiles à identifier mais répondent globalement aux mêmes drivers de croissance qu'en France. On peut ajouter que les marchés étrangers, développés ou émergents, sont particulièrement friands des articles d'art de la table issus des marques premium françaises même si ces dernières pâtissent d'un euro fort contre le dollar.

³ Ces derniers adressent l'entrée et le milieu de gamme, qui ne sont pas ceux de Guy Degrenne depuis sa sortie de la GMS, mais qui devraient bénéficier plus directement d'une amélioration du pouvoir d'achat.

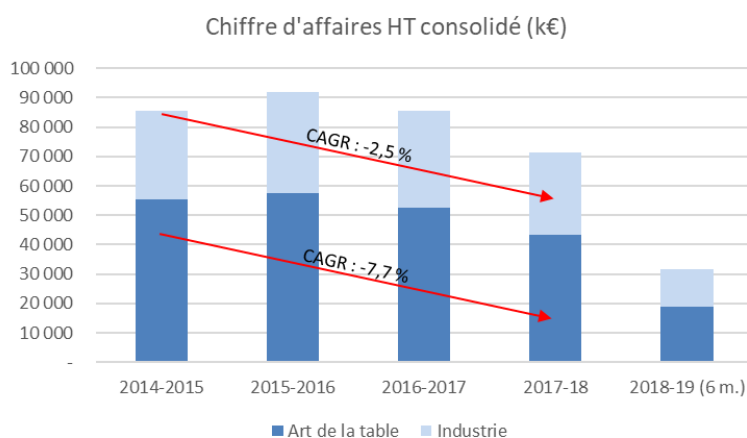
3.2 Analyse des historiques de comptes publiés

L'exercice social de Guy Degrenne commence le 1^{er} avril et se termine le 31 mars. Les derniers comptes annuels publiés sont ceux de l'exercice clos le 31 mars 2018. Par ailleurs, le 17 décembre 2018, la Société a publié ses comptes semestriels au 30 septembre 2018.

Les comptes sont établis conformément aux normes comptables internationales IFRS.

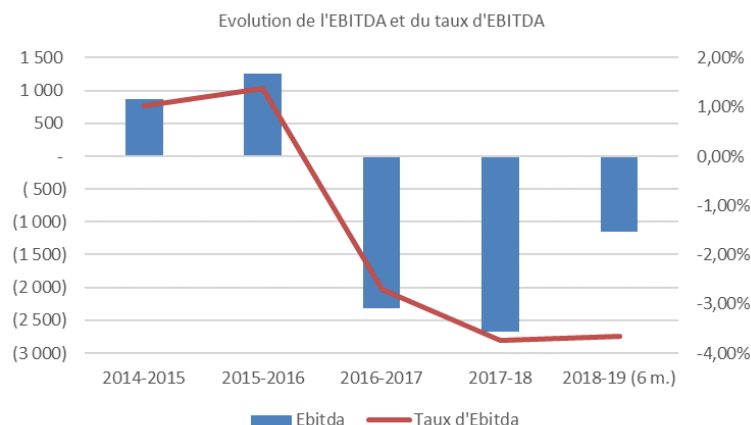
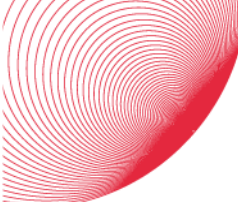
3.2.1 EVOLUTION DES RÉSULTATS

Comme l'indique le graphique ci-après, malgré un rebond de plus de 7 % entre 2014-15 et 2015-16, le chiffre d'affaires consolidé du Groupe a connu une évolution globalement baissière au cours des quatre dernières années, avec un taux de croissance annuel moyen de -5,8 %, plus marquée dans les arts de la table (-7,7 %) que dans l'industrie (-2,5 %).



L'exercice 2016-17, qui a vu la révocation du directeur général de la Société, marque le retour au niveau d'activité de 2014-15. L'activité Art de Vivre a plus particulièrement souffert en raison de la fermeture de certains points de vente et de l'arrêt progressif de ventes en GMS, alors que le marché CHR est atone. La tendance baissière s'accroît lors de l'exercice 2017-18, avec une baisse de l'activité Art de Vivre (ex. Art de la Table) de plus de 17 %, à nouveau marqué par la fermeture de points de vente et l'arrêt définitif des ventes aux GMS (Grandes et Moyennes Surfaces). Les ventes internationales diminuent également de 11 % en raison de la contreperformance des ventes aux USA. L'industrie, en baisse de 15 %, ne permet pas d'amortir le recul de l'activité Art de vivre. Par solde, la diminution du chiffre d'affaires s'établit au-delà de 16 %.

Dans le sillage du recul de l'activité, la Société ne parvient plus à couvrir ses coûts fixes et l'EBITDA (avant charges non récurrentes) devient négatif à partir de l'exercice 2016-17 comme le montre le graphique ci-dessous :



Cette mauvaise performance financière de la Société n'est pas nouvelle : Guy Degrenne n'a pas généré de résultat courant positif depuis 2001, sauf en 2004 avec un résultat courant positif de 2,1 m€, après 23 m€ de pertes cumulées en 2002 et 2003. La dégradation de la rentabilité du Groupe s'est accélérée au cours des trois dernières années, au cours desquelles l'incidence de la baisse d'activité sur les résultats opérationnel courants a été amplifiée par les coûts de restructuration engagés pour redresser la Société.

Le tableau suivant présente l'évolution du compte de résultat consolidé du Groupe Guy Degrenne au cours des 4 années précédentes (le premier semestre 2018-19 est présenté pour information).

Guy Degrenne - Compte de résultat (k€)	2014-2015 31-mars-15	2015-2016 31-mars-16	2016-2017 31-mars-17	2017-18 31-mars-18	2018-19 30-sept.-18
Chiffre d'affaires	85 915	91 574	85 539	71 471	31 460
Achats de l'exercice	(36 188)	(38 179)	(35 184)	(31 141)	(14 501)
Variation des stocks et production stockée	1 078	706	(3 324)	(232)	1 868
Frais de personnel	(29 798)	(30 127)	(30 175)	(27 128)	(12 000)
Autres achats et charges externes	(20 133)	(22 716)	(19 166)	(15 638)	(7 975)
Dotations et reprises de provisions s/ circulants	(3 522)	52	(1 681)	1 447	(183)
Dotations aux amortissements	251	(3 605)	(2 099)	(3 187)	(1 339)
Résultat opérationnel courant	(2 397)	(2 295)	(6 090)	(4 408)	(2 670)
Autres produits et charges non récurrents	(496)	(3 094)	(4 284)	(5 235)	239
Résultat opérationnel	(2 893)	(5 389)	(10 374)	(9 643)	(2 431)
Résultat financier	(734)	(427)	(586)	112	(311)
Résultat courant avant impôt	(3 627)	(5 816)	(10 960)	(9 531)	(2 742)
Impôts sur les bénéfices	(550)	(491)	713	(473)	(682)
Résultat net	(4 177)	(6 307)	(10 247)	(10 004)	(3 424)

On relève le poids des charges non récurrentes dans le résultat opérationnel, consécutives aux mesures de réorganisation entamées au cours de l'exercice 2015-16.

3.2.2 EVOLUTION DE LA SITUATION FINANCIÈRE

L'accumulation des résultats déficitaires a bien entendu pour conséquence une réduction continue des capitaux propres comme le présente les tableaux suivants :

Guy Degrenne - bilan fonctionnel-actif (k€)	2014 31-mars-15	2015 31-mars-16	2016-2017 31-mars-17	2017-18 31-mars-18	2018-19 30-sept.-18
Immobilisations d'exploitation	46 362	45 339	43 310	40 842	40 198
BFR ⁽¹⁾	17 931	20 744	15 941	8 884	11 761
En % du CA	20,9%	22,7%	18,64%	12,43%	18,69%
Actif d'exploitation	64 293	66 083	59 251	49 726	51 959
Immobilisations financières	627	599	781	612	564
Actifs d'impôts	2 083	2 342	2 099	6 192	6 079
Actif hors exploitation	2 710	2 941	2 880	6 804	6 643
Actif économique	67 003	69 024	62 131	56 530	58 602

Guy Degrenne - bilan fonctionnel-passif (k€)	2014-15 31-mars-15	2015-2016 31-mars-16	2016-2017 31-mars-17	2017-18 31-mars-18	2018-19 30-sept.-18
Capitaux propres	48 880	51 298	41 807	30 991	28 512
Provisions	3 589	4 244	5 350	5 816	5 462
Endettement financier	16 457	15 340	20 384	22 902	27 557
Trésorerie et équivalents de trésorerie	(2 060)	(2 238)	(6 385)	(3 583)	(4 009)
Endettement net	14 397,0	13 102,4	13 999	19 319	23 548
Passifs d'impôts et autres dettes	137	379	975	404	1 080
Capitaux engagés	67 003	69 023	62 131	56 530	58 602

Ainsi, les capitaux propres du Groupe ont diminué de plus de 20 m€ depuis l'exercice 2014-15, s'établissant à 28,5 m€ au 30 septembre 2018.

D'autre part, l'endettement a crû de plus de 10 m€ et se compose principalement au 30 septembre 2018 par les avances en compte courant consenties par l'actionnaire majoritaire, à hauteur d'environ 19 m€ après remboursement de la majorité des emprunts bancaires.

Enfin, nous relevons que les immobilisations sont constituées pour leur plus grande part, 33 m€ sur 40 m€, d'éléments incorporels dont 2,3 m€ de goodwill, 4,2 m€ de fonds de commerce et 25 m€ attribués aux marques.

Comme le montre le tableau de financement historique ci-dessous, la consommation massive de trésorerie des quatre derniers exercices, de l'ordre de 21 m€, répartie entre exploitation déficitaire et investissements, a été compensée par deux augmentations de capital en 2014-15 et 2015-16, les apports en compte courant de Diversita s'étant substitués aux financements bancaires.

Guy Degrenne - Flux de trésorerie (k€)	2014-15 31-mars-15	2015-2016 31-mars-16	2016-2017 31-mars-17	2017-18 31-mars-18	2018-19 30-sept.-18	Cumul
Trésorerie nette d'ouverture	(5 572)	(4 660)	(4 525)	905	(320)	(5 572)
Marge brute d'autofinancement après impôt	71	(424)	(4 701)	(4 775)	(2 498)	(12 327)
Variation de BFR	(920)	(3 221)	6 996	2 033	(1 654)	3 234
Flux de trésorerie générés par l'activité	(849)	(3 645)	2 295	(2 742)	(4 152)	(9 093)
Flux de trésorerie liés aux investissements	(2 908)	(4 728)	(3 151)	(1 675)	418	(12 044)
Augmentation de capital	19 295	10 156				29 450
Variations de dettes financières	(12 356)	(1 118)	6 329	3 960	6 490	3 305
Coût de l'endettement financier	(734)	(520)	(909)	(732)	(388)	(3 283)
Flux de trésorerie liés au financement	6 204	8 518	5 420	3 228	6 102	29 472
Total des flux de trésorerie	2 447	144	4 564	(1 189)	2 368	8 334
incidence de la Variation des taux de change	(1 535)	(9)	866	(36)	21	(693)
Trésorerie nette de clôture	(4 660)	(4 525)	905	(320)	2 069	2 069

3.3 – Analyse du plan d'affaires

Le plan d'affaires qui couvre la période 2018-19 à 2023-24, a été établi par le management de la Société dans le cadre de l'opération. Il est lié à un important plan d'investissement plus particulièrement concentré sur le site de Vire (plan Vire 2021).

Il s'agit d'un plan « *stand alone* » qui n'intègre pas de synergies au titre des activités qui pourraient être développées ultérieurement entre Guy Degrenne et Vorwerk, à l'exclusion de la fabrication des bols pour le Thermomix qui préexiste. Bien qu'il soit envisagé que Guy Degrenne vende des articles Art de vivre à travers le réseau de distribution de Vorwerk, le management nous a affirmé qu'aucune prévision financière n'a été réalisée à ce titre. Le management nous a par ailleurs précisé que les éventuels revenus tirés de la vente de ces volumes supplémentaires viendraient probablement se substituer à ceux tirés de la production des bols de Thermomix, qui sont attendus en baisse dans les prochaines années.

Ce plan a été construit en distinguant les différents marchés que sert la marque (BtoB France et international, BtoC France et international, Industrie, Vorwerk) en termes de chiffres d'affaires et de marge brute.

Le plan d'investissement qui sous-tend le plan d'affaires prévoit notamment :

- la mise aux normes, la modernisation et la rationalisation du site industriel de Vire afin d'en faire une usine moderne, sûre et flexible (capacité à pouvoir lancer rapidement des petites séries), vitrine de la marque ; il est attendu un gain de 30 % sur le prix de revient industriel, entre les gains de temps dans le changement des outils et la réduction de la non-qualité, ainsi qu'une capacité d'absorption accrue rendue nécessaire par le rapatriement des productions haut de gamme réalisées historiquement par l'usine thaïlandaise ;
- la rénovation du système informatique à travers l'investissement dans un ERP ;
- l'ouverture d'une douzaine de magasins à l'enseigne Guy Degrenne dans le cadre de la poursuite du programme de rajeunissement de la marque.

En conséquence de ces investissements, le chiffre d'affaires doit croître en moyenne de plus de 3,1 % sur l'horizon du plan compte tenu d'une baisse attendue de 4,1 % en 2018-19 par rapport à l'exercice précédent.

Cette progression est tirée par l'activité Art de vivre (+4,61 % de croissance annuelle) et notamment l'international (+11,2 %). La croissance de l'activité Industrie est plus modeste avec une croissance annuelle anticipée quasi stable de 0,54 %, mais qui distingue une diminution de ventes industrielles à Vorwerk (-1,78%) des autres activités industrielles (+3,5 %).


Grâce aux gains de productivité, il est prévu que la marge brute progresse de 6,6 % par an, pour atteindre près de 50 % du chiffre d'affaires en fin de plan, contre environ 40 % actuellement.

De son côté, la Société prévoit de maîtriser ses coûts fixes dont la croissance annuelle ne doit pas dépasser 1,1 %. Par solde, les taux d'EBITDA et d'EBIT (avant coûts exceptionnels) s'améliorent nettement passant respectivement de -3,7 % et -6,1 % à 11,8 % et 7,8 %.

Le plan prévoit des coûts exceptionnels liés à la fin des restructurations à hauteur de 2 m€ pour l'exercice 2018-19, puis 500 k€ par an sur la durée du plan.

S'agissant du besoin en fonds de roulement (BFR), le management envisage une importante réduction grâce à la reconstitution du crédit fournisseur, et à la réduction des stocks rendue possible par la rationalisation des process à l'usine de Vire. In fine, le BFR (hors actifs d'impôts exigible) devrait être limité à 5,6 % du chiffre d'affaires HT contre 12,4 % actuellement.

Enfin, le plan prévoit une enveloppe d'investissement de 26,8 m€ sur la période 2018-19 à 2021-22, dont 17 m€ pour Vire et 3,5 m€ pour l'ERP. En fin de plan, les dépenses d'investissement tendent vers un niveau normatif de 3,5 m€ par an, soit 4,1 % du chiffre d'affaires 2023-24.



Ainsi, nous observons que le plan d'affaires retenu est :

- raisonnablement ambitieux s'agissant de la croissance des revenus dans la mesure où le taux de croissance annuelle moyen est fixé à 3,1 % entre l'exercice 2017-18 et l'horizon du plan (+4,6 % par rapport à 2018-19, les comparables affichant une croissance moyenne comprise entre 2,2 % et 3,3 % ; par ailleurs, il existe un risque d'exécution non négligeable compte tenu de la sous-performance historique du Groupe ;
- volontariste concernant le redressement des taux de marge et leur rythme afin d'atteindre des taux normatifs comparables à ceux des pairs retenus dans l'échantillon de comparables boursiers qui s'établit en moyenne entre 12 % et 13 % pour le taux d'EBITDA (entre 11 % et 12 % en médiane) ; ici encore, le risque d'exécution est prégnant car il dépend du délai et de la correcte mise en œuvre du plan d'investissement, et de la croissance des revenus ;
- optimiste s'agissant de la réduction drastique du BFR, conséquence de l'amélioration des performances financières de la Société et du plan d'investissement.

Finalement, le plan d'affaires prévoit un réel retournement de la Société tel qu'elle n'en a pas connu depuis près de 20 ans, conditionné par la réalisation de l'opération dans son intégralité. Nous relevons à cet égard qu'il ne s'agit donc pas entièrement d'un plan « *stand alone* » dans la mesure où son exécution dépend de l'apport en numéraire résultant de l'augmentation de capital réservée à Vorwerk, préalable à l'ouverture de l'Offre sous étude.

4. TRAVAUX D'ÉVALUATION

Conformément aux dispositions du règlement général et aux recommandations de l'AMF en matière d'expertise indépendante, le prix d'une offre s'apprécie en fonction d'un ensemble de références et de valeurs déterminées par la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritères. Nous avons identifié les critères et les méthodes jugés pertinents au cas d'espèce.

4.1 Données financières servant de base aux méthodes d'évaluation

4.1.1 NOMBRE DE TITRES

Le capital de la Société se compose de 75 270 790 actions ordinaires. Préalablement à l'augmentation de capital réservée à Vorwerk, le nombre d'actions d'autocontrôle s'établit à 41 639 titres. Par ailleurs, le conseil d'administration de la Société avait décidé, en décembre 2016, la mise en œuvre d'un plan d'attribution gratuite d'actions aux salariés des sociétés françaises du groupe, soit plus de 500 salariés, sous condition de présence pendant une période d'acquisition de 2 ans suivie d'une période d'acquisition de 2 ans. Au 30 septembre 2018, le nombre d'actions à créer dans le cadre de ce plan s'élève à 100 400 actions. Ainsi, pour l'estimation de la valeur d'une action Guy Degrenne, nous retenons un nombre d'actions égal à 75 329 551, ajusté de l'autocontrôle et des actions gratuites, sur la base des données figurant dans le tableau ci-après.

Nombre d'actions retenu pré AK	en milliers
Nombre d'actions composant le capital	75 270,8
Actions autodétenues	(41,6)
Actions issues de l'exercice des AGA	100,4
Total	75 330

Dans les développements relatifs à la mise en œuvre des méthodes d'évaluation, nous présenterons également la valeur de la Société telle qu'elle s'établirait à l'issue des opérations d'augmentation de capital présentées en première partie. Ces opérations conduiraient à augmenter le nombre de titres de 160 937 894, dont 65 326 783 au titre de l'augmentation de capital de Vorwerk et 95 611 111 au titre de l'incorporation des créances de Diversita au capital. Il en résulte un nombre total d'actions retenu de 236 267 445, détaillé comme suit :

Nombre d'actions retenu post AK	en milliers
Nombre d'actions composant le capital	75 270,8
Actions autodétenues	(41,6)
Actions issues de l'exercice des AGA	100,4
Actions issues des augmentations de capital	160 938
Total	236 267

4.1.2 PASSAGE DE LA VALEUR D'ENTREPRISE À LA VALEUR DES FONDS PROPRES

Afin de déterminer les éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres, nous retenons les comptes semestriels au 30 septembre 2018, lesquels présentent la situation financière disponible la plus récente.

Les éléments constituant le passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des fonds propres sont :

- La position financière nette, composée des disponibilités à hauteur de 4 m€ et des dettes financières à hauteur de 27,6 m€. Les dettes financières sont principalement constituées par les avances en compte courant effectuées par l'actionnaire majoritaire Diversita, lesquelles s'élèvent à 18,3 m€ (hors intérêts, estimés à 631 k€), par les avances de la BPI pour 2,5 m€, et par des emprunts bancaires d'un montant total de 6 m€.
- Les provisions pour indemnité de départ en retraite pour un total après impôt de 3,2 m€ calculé sur la base d'un montant brut de 4,2 m€.
- Les provisions pour litiges d'un montant de 451 k€ ; les provisions pour restructurations comptabilisées pour un montant de 700 k€ ne sont pas retenues dans la mesure où le plan d'affaires intègre des décaissements à ce titre.
- Le solde des actifs et passifs d'impôts exigibles courants pour un montant net à l'actif de 3 m€, principalement composé du CICE des exercices de 2014 à 2017 préfinancé par la BPI.
- La valeur présente des déficits reportables (cf. infra).

Les éléments sont présentés synthétiquement dans le tableau suivant :

Eléments de passage de la VE à la VCP (k€)	30-sept.-18
Endettement financier	(27 557)
Disponibilités et équivalents	4 009
Position financière nette	(23 548)
<hr/>	
Provisions IDR	(3 234)
Provisions pour litiges	(451)
Actif net d'impôts exigibles courants	3 010
Valeur présente des déficits reportables	5 171
Autres éléments	4 496
Total	(19 052)

Par ailleurs, la position financière nette théorique correspondant à la situation actionariale postérieure aux opérations d'augmentation de capital (cf. paragraphe précédent) se présente comme suit :

Eléments de passage de la VE à la VCP (k€)	30-sept.-18
Endettement financier	(27 557)
Disponibilités et équivalents	4 009
Effets des augmentations de capital	33 956
Position financière nette	10 408
<hr/>	
Provisions IDR	(3 234)
Provisions pour litiges	(451)
Actif net d'impôts exigibles courants	3 010
Valeur présente des déficits reportables	5 171
Total autres éléments	4 496
Total	14 904



4.2 Méthodes ou références non retenues

4.2.1 ACTIF NET

La prise en compte de l'actif net comptable n'est appropriée que dans l'hypothèse où les valeurs comptables des actifs et des passifs sont identiques à leurs valeurs vénales, pour autant que l'arrêté de compte soit suffisamment proche de la date d'évaluation et/ou que l'évaluation séparée desdits actifs et passifs soit préférable à une évaluation globale fondée sur la combinaison des facteurs de production.

En l'espèce, le rapport financier annuel de l'exercice clos le 31 mars 2018 précise que les tests de dépréciation visant à déterminer une valeur d'utilité, et non une valeur de marché, ont été réalisés à partir d'un plan d'affaires à 5 ans élaboré par le conseil d'administration. En premier lieu, il faut rappeler que la norme comptable IAS 36 définit la valeur recouvrable comme la valeur la plus élevée entre la valeur d'utilité et la juste valeur⁴ diminuée des coûts de la vente. De plus, les objectifs de ce plan, établi début 2018, ne correspondent plus à ceux visés par le plan d'affaires pour la période 2018-19 à 2023-24 bâti au second semestre 2018 pour les besoins du rapprochement avec Vorwerk et intégrant le plan industriel Vire 2021. Par ailleurs, les flux issus du plan d'affaires utilisés pour les tests de dépréciation sont actualisés au taux de 8,80 % pour un taux de croissance à l'infini de 1,5 %. Ces taux, sont identiques à ceux retenus à l'occasion de l'expertise indépendante réalisée en août 2014. Selon notre analyse, le taux d'actualisation de 8,80 % ne nous paraît pas adapté à la détermination de la valeur de marché pour un actionnaire d'une société en retournement de la taille de Guy Degrenne (cf. b) du § 4.3.2) dans le contexte d'une opération de marché.

Pour mémoire, les capitaux propres part du groupe s'établissent au 30 septembre 2018 à 28 512 k€, soit 0,38 € par action. Post opérations d'augmentation de capital, les capitaux propres s'établiraient à 62 492 k€ soit 0,264 € par action. C'est sur cette dernière base que le prix d'Offre a été finalement arrêté.

4.2.2 VALEUR MATHÉMATIQUE, ANR ET SOMME DES PARTIES

La Société ne détient pas d'actifs dont il serait préférable d'estimer individuellement la valeur plutôt que globalement dans l'hypothèse de leur combinaison avec les autres facteurs de production. Par conséquent, la méthode de « l'actif net réévalué », ou le calcul de la « valeur mathématique » telle que défini par l'administration fiscale, ne seront pas mis en œuvre, l'évaluation de la Société consistant essentiellement dans la détermination de son goodwill, ce qui sera établi par la méthode du DCF.

Par ailleurs, nous ne disposons pas à notre avis de données qui permettraient ou qui justifieraient, de mener à bien les évaluations séparées de chacune des branches d'activité de la Société ou de ses actifs corporels ou incorporels qui plus est dans un contexte de retournement. En effet, les calculs de contributions aux prévisions auraient un caractère largement arbitraire et nous ne serions pas en mesure de justifier l'application de multiples boursiers ni de transactions spécifiques. Pour ces raisons, nous ne procéderons pas à une évaluation par la « somme des parties ».

4.2.3 MÉTHODES BASÉES SUR LE DIVIDENDE

Nous envisagerons ici deux méthodes basées exclusivement sur le dividende. La première consiste à déterminer la valeur d'une entreprise par capitalisation du bénéfice distribué, la seconde se fonde sur l'actualisation des dividendes prévisionnels.

⁴ La juste valeur diminuée des coûts de la vente est le montant qui peut être obtenu de la vente d'un actif ou d'une UGT lors d'une transaction dans des conditions de concurrence normale entre des parties bien informées et consentantes, diminué des coûts de sortie.

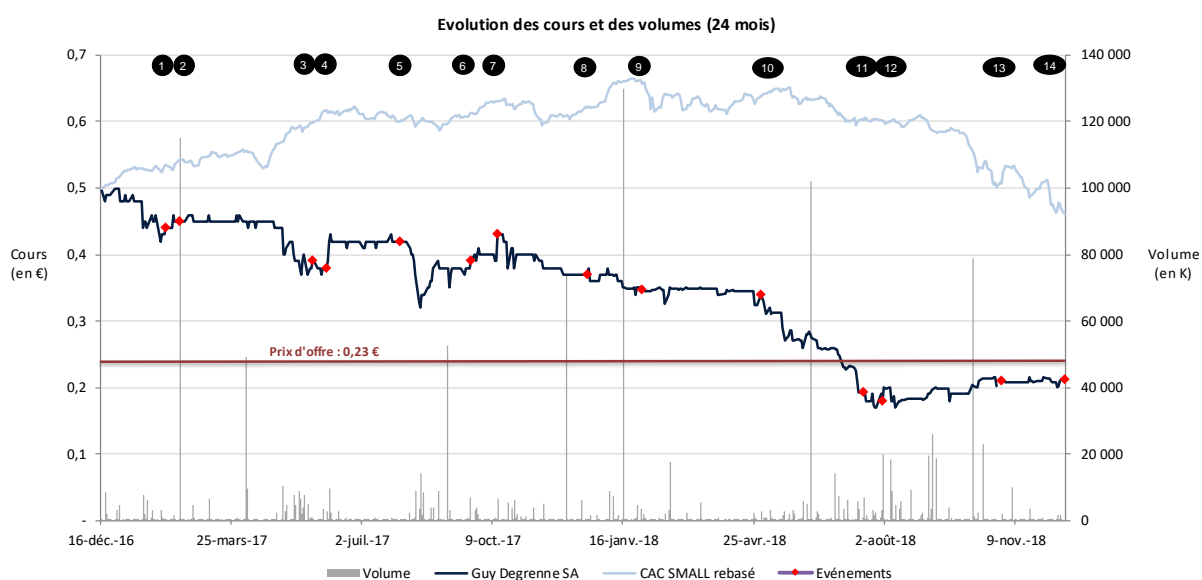
La méthode du rendement est un multiple inversé basé sur le dividende. Elle suppose i) que l'historique du dividende présente un certain pouvoir prédictif quant aux capacités bénéficiaires futures des sociétés et ii) une certaine homogénéité des taux de distribution au sein des sociétés comparables. Au cas présent, nous relevons que Guy Degrenne n'a pas versé de dividende depuis au moins 10 ans.

S'agissant de la méthode de l'actualisation des dividendes, laquelle peut sembler plus fine que la précédente, sa principale limite réside dans la difficulté à justifier une distribution sous-optimale des cash flows libres pour l'actionnaire et de positionner à un horizon plutôt qu'à un autre le moment de la distribution des excédents de trésorerie ainsi accumulés. Nous préférons à cette approche le modèle DCF qui lie le coût du capital à la capacité distributive totale des sociétés.

4.2.4 COURS DE BOURSE

L'action Guy Degrenne (FR0004035061-GUYD) a été introduite en bourse en 1997. Elle est actuellement cotée au double fixing sur le compartiment C (Small Cap) d'Euronext Paris.

Son évolution au cours des deux dernières années est retracée dans le graphique ci-dessous :



Renvois	Dates	Evénements
1	03/02/2017	Résultat S1 2016-17 et CA T3 2016-17
2	14/02/2017	Rectificatif du rapport financier annuel 2016
3	25/05/2017	Démission du directeur général délégué et annonce de la fermeture de l'usine thaïlandaise
4	05/06/2017	CA exercice 2016-17
5	31/07/2017	Résultats annuels 2016-17 et CA T1 2017-18
6	22/09/2017	Annonce du lancement d'une gamme de produits designés par Ph. Starck
7	13/10/2017	Annonce du remboursement des dettes françaises par anticipation
8	20/12/2017	Résultats S1 2017-18 (30 septembre 2017)
9	30/01/2018	CA T3 2017-18
10	30/04/2018	CA annuel 2017-18
11	17/07/2018	Résultats annuels 2017-18 (31 mars 2018)
12	31/07/2018	Mise à disposition du rapport financier annuel 2017-18 et CA T1 2018-19
13	30/10/2018	CA S1 2018-19
14	17/12/2018	Résultats semestriels 2018-19 (30 septembre 2018) et annonce de la transaction Vorwerk

Selon nos analyses arrêtées au 17 décembre 2018, veille de la suspension de cotation précédant l'annonce de l'opération, les caractéristiques de cotation étaient les suivantes :

- Une capitalisation faible de l'ordre de 16 m€ ;
- Un flottant réduit, de l'ordre de 6,5 % ;

- Une liquidité faible, avec, sur les 12 derniers mois, moins de 1% du capital échangé soit 14 % du flottant ;
- Une volatilité de l'ordre de plus de 40 % sur 1 an, supérieure à celle de ses comparables et à celle de l'indice ;
- Une absence de suivi des analystes.

Ces éléments caractérisent un *penny stock* et rendent peu pertinente la référence du cours de bourse. Toutefois, dans la mesure où le cours de bourse reste le seul reflet de la valeur de marché directement accessible aux actionnaires minoritaires, nous présentons les moyennes de cours de bourse pondérés par les volumes à titre d'information dans le tableau ci-après :

Prix et volume quotidien	Haut	Bas	Moyenne pondérée ⁽¹⁾	Volume échangé	Volume moyen quotidien	% capital échangé	% flottant échangé	Jours de cotation
36 mois	0,710	0,170	0,381	1 607 599	2 093	2,1%	33,0%	99,9%
24 mois	0,500	0,170	0,330	1 264 536	2 475	1,7%	26,0%	99,8%
12 mois	0,380	0,170	0,263	684 692	2 685	0,9%	14,1%	99,6%
6 mois	0,260	0,170	0,203	340 801	2 602	0,5%	7,0%	99,2%
3 mois	0,216	0,180	0,206	132 171	2 033	0,2%	2,7%	98,5%
20 jours de bourse	0,216	0,200	0,211	8 433	422	0,0%	0,2%	100,0%
Spot	0,212	0,212	0,212	1	1	0,0%	0,0%	

(1) Cours de clôture pondérés par les volumes.

Dans le cadre de nos travaux, nous privilégions la moyenne des cours pondérée par les volumes, calculée sur les 20 derniers jours et les 3 derniers mois précédant l'annonce de l'opération, soit entre 0,206 € et 0,211 €. Durant cette période, le cours de bourse a varié entre 0,180 € et 0,216 €.

Par rapport aux cours moyen de référence de 0,206 € et 0,211 €, le prix offert de 0,26 € fait ressortir respectivement des primes de 26,3 % et 23,0 %. Ce même prix d'Offre comparé aux cours extrêmes relevés sur cette période conduisent à des primes comprises entre 20,4 % et 44,4 %.


4.3 Méthodes et références retenues

4.3.1 TRANSACTION PRÉALABLE À L'OFFRE ET ACCORDS LIÉS À L'OFFRE

a) Transactions préalables à l'Offre

Comme indiqué en partie 1, deux opérations portant sur le capital de la Société ont eu ou auront lieu préalablement à l'ouverture de l'Offre :

- L'acquisition le 18 décembre 2018 par Diversita, de la participation des sociétés Soparcif et Comir dans Guy Degrenne ; l'opération a porté sur 13 380 588 actions (5,2 m. cédées par Comir, 8,2 m. cédées par Soparcif) représentant 17,8 % du capital, et a été réalisée à un prix unitaire par action de 0,216 €, soit un total de 2,9 m€.
- La souscription en numéraire par Vorwerk à une augmentation de capital réservée de la Société conduisant à l'émission de 65 326 783 actions nouvelles ordinaires Guy Degrenne émises à 0,23 €, soit un montant total de 15,0 m€ ; cette opération conférera à date une participation de Vorwerk dans le capital de Guy Degrenne de 46,5 % ; la réalisation de cette augmentation de capital est soumise à diverses conditions, dont la réalisation de la transaction évoquée précédemment (réalisée à ce jour), l'obtention du visa de l'AMF concernant le prospectus relatif à l'opération et la signature du pacte d'actionnaires (réalisées à ce jour).



Il nous semble que ces deux opérations constituent des transactions de référence en termes de valeur par action. En effet, les deux opérations impliquent des acteurs professionnels de l'investissement et un industriel spécialisé du secteur. Ensuite, toutes deux portent sur des quotes-parts significatives du capital de la Société.

S'agissant de la première transaction, nous relevons que Soparcif et Comir, actionnaires de longue date de la Société, ont cédé leurs titres à un prix fixe et définitif inférieur à celui de l'Offre, extériorisant une prime de 20,4 %.

Concernant enfin l'entrée de Vorwerk au capital de Guy Degrenne, s'il est exact que cette opération n'a pas fait l'objet d'un processus d'enchères, nous observons que la recapitalisation envisagée, massive au regard de la capitalisation boursière de la Société, fait suite à une série de refus de financement de la part d'établissements de crédit ou de prises de participations minoritaires de la part de fonds d'investissement, tous consultés au cours des 12 derniers mois, et que le prix d'émission résulte d'un processus de négociations exclusives initié en juillet 2018 après remise d'une lettre d'offre indicative par Vorwerk, et conclu en décembre 2018 par la remise d'une offre ferme, après plusieurs mois de discussions entre les parties et d'audit réalisé par Vorwerk. Nous observons également que le prix d'Offre de 0,26 € extériorise une prime de 13 % par rapport au prix d'émission.

Pour l'ensemble de ces raisons, nous retenons ces transactions à titre de référence de valeur dans la présente Offre.

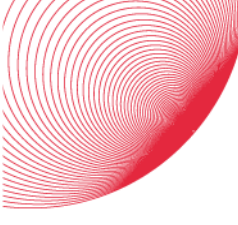
b) Analyse des accords conclus dans le cadre de l'Offre

Parallèlement à l'étude des transactions présentées ci-dessus, nous avons également étudié les accords liant les actionnaires Diversita et Vorwerk afin de nous assurer du respect du principe d'égalité de traitement entre les actionnaires. Dans ce cadre, nous avons donc examiné les trois contrats signés le 14 janvier 2019 :

- le *Framework Agreement* (le Protocole d'Investissement) qui décrit le déroulement des opérations présentées en partie 1 : rachat de Soparcif et Comir, augmentation de capital en numéraire réservée à Vorwerk, offre publique sur les actions Guy Degrenne détenues par le public, augmentation de capital par incorporation de créances de la part de Diversita ;
- le *Shareholder's Agreement* (le Pacte d'actionnaires) qui régit les relations entre Diversita et Vorwerk, en termes de gouvernance et de rachat et de cession des actions Guy Degrenne, et qui entrera en vigueur à la date de réalisation de l'augmentation de capital réservée ;
- et le *Representations and Warranties Agreement* (le Contrat de Garantie) qui précise les conditions de garantie donnée à Diversita par Vorwerk, et qui entrera en vigueur à la date de réalisation de l'augmentation de capital réservée.

À la lecture de ces documents, nous relevons notamment que :

- Diversita a consenti certaines déclarations et garanties à Vorwerk dans la limite d'un plafond de 2 m€ (sauf exceptions) et pour une durée de 18 mois (sauf prescription légale en matière fiscale et sociale).
- Le Pacte d'actionnaires, d'une durée de 15 ans, prévoit que les actionnaires s'interdisent de céder leurs participations respectives pendant une période minimale expirant le 31 décembre 2023 (la *lock-up period*), soit environ 5 ans à la date de ce rapport.
- À l'issue de la période de lock-up, le Pacte d'Actionnaires prévoit une période d'analyse de 3 mois de certains agrégats financiers, durant laquelle les actionnaires feront le point sur le partenariat entre Guy Degrenne et Vorwerk. À partir du 31 mars 2024, les Parties pourront exercer des options successives :
 - Pendant deux mois, Vorwerk pourra exercer une option d'achat sur la totalité de la participation de Diversita si le chiffre d'affaires réalisé par Vorwerk avec des produits Arts de Vivre (ci-après « V ») siglés Degrenne est égal ou dépasse 15m€, sur la base d'un prix fixé à partir d'un multiple d'EBITDA compris entre x7,5 et x8,5, le niveau de ce multiple dépendant



de V et du chiffre d'affaires Art de Vivre (ci-après « revenus Art de Vivre ») réalisé en propre par Guy Degrenne.

- Si la première option n'est pas exercée, Diversita pourra exercer, pendant les deux mois suivants une option d'achat sur la totalité de la participation Vorwerk, si V est égal ou supérieur à 17 m€ et les revenus Art de Vivre sont supérieurs ou égaux à 57 m€, ou si V est inférieur à 17 m€. Dans ces deux cas, le prix d'achat est fixé par référence au montant des sommes apportées par Vorwerk en capital ou en avances en compte courant le cas échéant (le Coût d'Investissement de Vorwerk) augmenté d'un taux d'intérêt annuel capitalisé de 7 % (V<17 m€) ou de 12 % (V>17 m€).
- Si l'option précédente n'est pas exercée, Vorwerk pourra céder, pendant deux mois, à Diversita la totalité de sa participation :
 - à la valeur de marché (ci-après la *Fair Market Value* ou FMV) déterminée à dire d'expert, si V est inférieur ou égal à 17 m€ ;
 - pour un prix fixe sur la base du Coût d'Investissement de Vorwerk augmenté d'un taux d'intérêt annuel capitalisé de 7 %, si V est supérieur ou égal à 17 m€ et si les revenus Art de Vivre sont compris entre 51 m€ et 57 m€ ;
 - pour un prix correspondant à la plus faible des valeurs entre (i) le Coût d'Investissement de Vorwerk augmenté d'un taux d'intérêt annuel capitalisé de 7 % et (ii) la FMV, si V est supérieur ou égal à 17 m€ et si les revenus Art de Vivre sont inférieurs ou égaux à 51 m€ ;


L'exercice de l'option n'est pas possible si V est supérieur à 17 m€ et si les revenus Art de Vivre sont supérieurs ou égaux à 57 m€.

- Si aucune de ces options n'est exercée, les Parties s'engageront dans un processus de sortie conjointe et rechercheront un acquéreur.
- Par ailleurs, le Pacte d'Actionnaires comporte les clauses habituelles de préemption et droit de sortie conjointe.

L'analyse du système d'options mis en place par les Parties appelle de notre part plusieurs réflexions quant à l'égalité de traitement des actionnaires.

La seule option à la main de son détenteur et qui permet un prix de sortie fixe est l'option de vente accordée à Vorwerk par Diversita. Or, Vorwerk n'est pas à proprement parler un actionnaire historique. Même si l'augmentation de capital réservée fait techniquement de lui un actionnaire préalablement à l'Offre, l'ensemble des opérations (augmentation de capital en numéraire souscrite par Vorwerk, offre publique et augmentation de capital par incorporation de créances de Diversita) forme un tout indissociable. Ainsi, nous considérons cette option comme une possibilité de sortie d'un nouvel actionnaire apporteur de *new money* permettant la mise en œuvre du plan d'investissement lequel conditionne le retournement de la Société, et négociée entre les deux Parties pour rémunérer le risque pris. Nous relevons par ailleurs, que le taux d'intérêt servi, 7 %, est inférieur au taux d'actualisation de 11,64 % estimé par nos soins (cf. infra).

Si toutefois, nous considérons que Vorwerk était un actionnaire historique, il convient de noter que le prix de sortie n'est aucunement garanti. En effet, cette option ne peut être exercée au Coût d'Investissement de Vorwerk que dans le cas où, cumulativement : (i) V serait supérieur ou égal à 17 m€, (ii) les revenus Art de Vivre seraient compris entre 51 m€ et 57 m€, et (iii) Vorwerk ou Diversita n'auraient pas exercé leur option d'achat préalablement. Si l'on peut penser que Vorwerk est en mesure d'influer sur le chiffre d'affaires de V pour atteindre la barrière de 17 m€, il ne peut agir sur la fourchette de celui d'Art de Vivre laquelle doit être comprise entre 51 et 57 m€ pour pouvoir exercer cette option. Dans tous les autres cas, soit l'option n'est pas exercable, soit elle peut être exercée à la FMV ou à la valeur la plus basse entre (i) la FMV et (ii) le Coût d'Investissement de Vorwerk augmenté d'un taux d'intérêt annuel capitalisé de 7 %.



Si néanmoins, nous considérons que l'option de vente offrait un prix garanti (qui ne pourrait être perçu que dans un nombre limité de cas), le calcul de la valeur de cette option comporterait de nombreux aléas relatifs aux conditions d'exercice de l'option, en particulier le niveau de V. Effet, il n'existe pas d'historique des ventes de produits Art de Vivre siglés Degrenne par Vorwerk, cette activité devant être lancée à l'occasion de l'entrée au capital de l'investisseur allemand et n'ayant pas fait l'objet d'un plan d'affaires.

Sans calculer à proprement parler la valeur de l'option, nous avons estimé la valeur de la participation de Vorwerk au 30 septembre 2024⁵, sur la base du plan d'affaires communiqué par le management et en y ajoutant le chiffre d'affaires de l'activité dite V, fixé à 17 m€ pour les besoins de l'exercice, afin de mesurer l'intérêt économique pour Vorwerk d'exercer l'option. Le prix de vente des titres Guy Degrenne détenus par Vorwerk à cet horizon est fixe : 21,64 m€⁶. Pour que l'option soit exercée à ce prix, le chiffre d'affaires Art de Vivre doit être compris entre 51 000 k€ et 56 999 k€, étant précisé que l'objectif de chiffre d'affaires Art de Vivre pour l'exercice 2023-24 s'établit à 57 032 k€. Toutes choses égales par ailleurs sur la base du plan d'affaires, le chiffre d'affaires de la Société, y compris Industrie, serait donc compris entre 78 m€ et 86 m€. En ajoutant le chiffre d'affaires de V, le chiffre d'affaires total de la Société se situerait dans une fourchette de 95 m€ à 103 m€, générant un EBITDA de 10,1 à 12,2 m€. En retenant un multiple compris entre x7 et x8⁷, la valeur d'entreprise ressortirait comprise entre 70,9 m€ et 97,5 m€, puis en ajoutant un montant de trésorerie positive prudemment estimé à 15 m€, la valeur des capitaux propres serait comprise entre 85,9 et 112,5 m€. Dès lors, la valeur de la participation de 30 % de Vorwerk dans Guy Degrenne serait comprise entre 25,8 et 33,7 m€. Les montants de cette fourchette sont significativement supérieurs à la valeur capitalisée à 7 % de l'investissement initial de Vorwerk (i.e. 23,5 m€); Vorwerk n'aurait donc pas intérêt à exercer son option de vente.

Ce calcul montre que l'exercice de cette option par Vorwerk ne serait financièrement logique que dans le cas hypothétique où, cumulativement, les conditions de chiffre d'affaires seraient atteintes mais que les niveaux de profitabilité et/ou les conditions de marché (caractérisées par les multiples boursiers des comparables) seraient dégradés par rapport aux prévisions du plan d'affaires et par rapport aux multiples de valorisation observés actuellement.

Cette approche démontre également la non pertinence du calcul de la valeur de ce put. En effet, au-delà de la probabilisation de l'absence d'exercice des deux options précédentes, des niveaux de chiffre d'affaires de l'activité Art de Vivre et de V, l'estimation de la valeur de l'option doit également tenir compte de l'aléa pesant sur le niveau d'EBITDA pour un chiffre d'affaires donné et, accessoirement sur le multiple de marché à y appliquer à l'horizon 2024. Du fait de ces incertitudes, la fiabilité du résultat résultant du calcul de la valeur de cette option serait aléatoire.

Compte tenu de l'ensemble de ces éléments, nous estimons que les accords conclus ne remettent pas en cause l'égalité de traitement entre les actionnaires.

4.3.2 EVALUATION PAR LA MÉTHODE DU DCF

L'utilisation de la méthode DCF nous paraît particulièrement adaptée pour évaluer la Société dans la mesure où, par opposition aux méthodes analogiques, elle est la seule méthode permettant de modéliser le retournement progressif envisagé dans le plan d'affaires du management. Nous retenons donc cette méthode à titre principal.

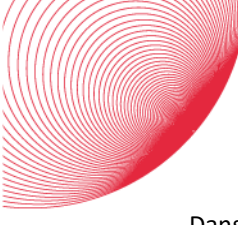
a) Prévisions du plan d'affaires et flux normatif

Nos travaux sont basés sur les prévisions 2019-2024 du plan d'affaires réalisé par le management dans le cadre de la cession de la Société, et décrit en partie 3.

⁵ Terme de la période de l'option de vente

⁶ 15 m€ à 7 % capitalisés sur 5 ans et 5 mois, soit $21,64 = 15 \times (1,07)^{5,42}$

⁷ Issu de l'analyse des comparables, cf. §4.3.3 infra



Dans la mesure où nous disposons des comptes semestriels au 30 septembre 2018, nous avons ajusté le plan d'affaires du management en débutant les prévisions au 1^{er} octobre 2018 par la prise en compte du second semestre de l'exercice 2018-19.

Comme indiqué précédemment, ce plan intègre des hypothèses de croissance de l'activité et de la productivité se traduisant par un effet de levier opérationnel avec :


- une croissance moyenne annuelle du chiffre d'affaires sur la durée du plan de 3,11 %, intégrant une baisse du chiffre d'affaires de 4,1 % entre les exercices 2018 (2017-18) et 2019 (2018-19); ce dernier effet neutralisé, la croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires s'élève à 4,61 % ; ce niveau se situe dans le haut de fourchette des taux de croissance attendus pour les sociétés cotées comparables entre 2018 et 2022 ;
- consécutivement à la mise en œuvre du plan Vire 2021, une amélioration sensible du taux de marge brute qui passe de 40 % à 49 % en fin de plan ;
- un effet de levier opérationnel qui conduit à un taux d'EBITDA de 11,70 % en fin de plan contre un niveau attendu proche de 0 en 2018-19 ; ce taux est proche de ceux anticipés pour les sociétés cotées comparables (cf. Annexe) qui s'établissent entre 12 % et 14 % en moyenne⁸ (entre 11 % et 12 % en médiane) ; il se compare favorablement au taux d'EBITDA de 6,5 % anticipé en fin de plan (2019) pour l'opération d'augmentation de capital réservée de septembre 2014.

Le retournement anticipé par le plan d'affaires a pour contrepartie un plan d'investissement ambitieux de l'ordre de 30 m€ entre le second semestre de l'exercice 2018-19 et l'exercice 2023-24, principalement concentré sur l'usine de Vire (cf. § 3.3 Analyse du plan d'affaires). Par rapport au plan d'affaires d'origine du management, nous avons, en accord avec ce dernier, décalé un montant de 2 m€ d'investissement prévus sur la seconde moitié de l'exercice 2018-19, sur les deux exercices ultérieurs. Ce décalage est réputé sans incidence sur le rythme d'amélioration des marges. À l'issue du plan d'affaires, le montant annuel des investissements est stabilisé à 3,55 m€ ce qui représente environ 4 % du chiffre d'affaires et est cohérent avec les ratios affichés avec la plupart des sociétés cotées comparables. Pour rappel, le montant annuel d'investissement prévu dans le plan utilisé lors de l'augmentation de capital réservée de 2014 était fixé à 3 m€.

S'agissant du besoin en fonds de roulement (BFR) hors actifs d'impôts, le plan d'affaires du management prévoit sa réduction d'un montant total de 4,5 m€ au cours des deux premiers exercices prévisionnels, pour atteindre 5,5 % du chiffre d'affaires HT, contre un ratio historique compris entre 12,4 % (au 31 mars 2018, hors créances d'impôts exigibles courants) et 18,7 % (au 30 septembre 2018). Nous avons corrigé le montant de réduction du BFR afin de tenir compte du fait que notre situation financière de départ est le 30 septembre 2018 et non le 31 mars 2018. Dans notre approche, la diminution du BFR s'élève à 7,4 m€. Selon le management, cet objectif ambitieux est atteint grâce à la restauration du crédit fournisseur, et à la réduction des stocks consécutive notamment à la réorganisation de l'usine de Vire et à la fermeture des magasins sous-performants, et dépend bien entendu de la réalisation de l'ensemble de l'opération.

Par ailleurs, le plan d'affaires du management prévoyait un montant de charges de restructuration de 2,5 m€ en 2018-19. Compte tenu des charges déjà exposées à ce titre au cours du premier semestre de l'exercice 2018-19, nous avons réduit de montant à 1,5 m€ pour la seconde période de l'exercice. Le plan anticipe par ailleurs un montant annuel de coûts exceptionnels de 500 k€ qui a été maintenu dans les prévisions utilisées dans nos travaux mais pas dans le calcul de la valeur terminale.

⁸ Le taux moyen est tiré à la hausse par un comparable, Churchill China plc avec un taux d'EBITDA de l'ordre de 18 % ; par ailleurs, nous ne disposons pas de prévisions pour les sociétés comparables dont le taux d'EBITDA est historiquement négatif, telles que Mastrad ou Bialelli.



Concernant l'impôt sur les sociétés, nous avons calculé un impôt théorique dont le taux atteint progressivement 25 % du résultat opérationnel, dès lors qu'il est positif, au cours de l'exercice 2021-22. Par ailleurs, à l'issue de l'exercice clos le 31 mars 2018, la Société dispose d'une base de déficits reportables d'environ 72 m€. Nous avons valorisé les actifs d'impôt correspondant à ces déficits en retenant l'économie d'impôt annuelle sur la durée du plan à partir du résultat courant, puis en maintenant ce résultat courant incrémenté du taux de croissance à l'infini retenu pour le calcul de la valeur terminale chaque année jusqu'à consommation du solde du déficit, en 2041. L'économie annuelle est actualisée avec le taux d'actualisation retenu dans la méthode DCF. Sur ces bases, la valeur des déficits reportables ressort à 5,3 m€.

In fine, la valeur terminale retient :

- Un taux de marge d'EBITDA de 11,70 % ;
- Un taux d'impôt appliqué au résultat courant de 25 % ;
- Un montant d'investissement annuel de 3,55 m€ ;
- Un taux de croissance à l'infini g de 1,75 % qui nous paraît adapté à la croissance à long terme dans les économies matures.

b) Taux d'actualisation

Compte tenu de la situation de difficulté financière dans laquelle se trouve la Société, d'un endettement composé en majeure partie par des comptes courants d'associés et de son impossibilité de recourir au financement bancaire classique, nous retenons pour l'actualisation des cash flows prévisionnels un taux égal au coût des fonds propres à dette nulle de la Société, k_U .

Dans ce cadre et à partir des données communiquées par Fairness Finance, nous estimons le coût des fonds propres à dette nulle de Guy Degrenne, k_U , à 11,64 %. Ce dernier se calcule à partir des données suivantes :

- Le taux sans risque r_f est égal à 0,53 %. Il correspond au rendement moyen sur 6 mois au 31 décembre 2018 des emprunts d'État à taux fixe in fine de maturité égale à 10 ans. Il s'agit d'un panier d'obligations d'États de la zone Euro notés au minimum AA, et dont les rendements sont pondérés par la contribution de ces pays au PIB du panier.
- Le bêta, β_i , ou coefficient de risque systématique du titre, est égal à la moyenne pondérée par les r^2 des bêtas à dette nulle sur 3 ans des sociétés cotées comparables retenues dans notre échantillon, qui s'élève à 0,68. Ce bêta est cohérent avec l'indice sectoriel Fairness Finance des sociétés actives dans le secteur des biens de consommations durables qui regroupe 37 sociétés, et qui ressort à 0,70.
- La prime de risque au sens strict du MEDAF, Π_R , calculée par Fairness Finance s'établit en moyenne sur 6 mois à 5,22 % au 31 décembre 2018. La somme de cette prime et du taux sans risque indique l'espérance de rendement anticipé du marché des actions ;
- A la prime de risque stricto sensu, il convient d'ajouter pour le calcul du coût du capital de l'indice action Europe, une prime additionnelle de 3,55 %. Cette dernière est la somme des primes retenues pour corriger le biais d'optimisme des prévisions financières et l'absence de prise en compte de la probabilité de défaut dans les prévisions de flux. Ces primes additionnelles visent ainsi à rendre les flux conditionnels en cas de survie et entachés d'un biais d'optimisme compatibles avec des espérances mathématiques au sens du MEDAF. En pratique cet écart est égal à la différence entre la prime de risque totale résultant du coût du capital moyen du marché, Π_E^9 , qui reflète le profil des sociétés dont la capitalisation moyenne s'établit à 6,8 md€, et la prime de risque au sens du MEDAF, Π_R ;
- Les primes de risque mentionnées à ce stade ne tiennent pas compte de l'effet taille, car elles sont établies sur une base pondérée par les capitalisations boursières, conformément au MEDAF. Ces

⁹ Laquelle ressort en moyenne sur 6 mois à 8,77 %.

paramètres correspondent ainsi à ceux que les investisseurs exigent pour des sociétés dont la capitalisation moyenne s'établit à 6,8 m€. Or plus de 80 % des sociétés ayant une taille de capitalisation inférieure, la question se pose de l'ajout éventuel d'une prime additionnelle. Selon les abaques de Fairness Finance, cette prime additionnelle s'établit en moyenne sur 6 mois à 4,01 % pour des sociétés dont la capitalisation boursière est inférieure ou égale à 40 m€. Une large part de cet écart est selon nous imputable à l'effet de la taille sur le risque de défaut et sur le biais d'optimisme des prévisions, un solde résiduel procédant d'un pur effet de risque de liquidité.

Sur la base de ces éléments, le coût des fonds propres de la Société, k_U , se calcule comme suit :

$$k_U = \beta_i \times \Pi_R + (\Pi_E - \Pi_R) + \Pi_{L,i} + r_f$$

$$(11,64 \% = 0,68 \times 5,22 \% + (8,77 \% - 5,22 \%) + 4,01 \% + 0,53 \%)$$

Il convient de préciser que nous n'avons pas ajouté de prime spécifique liée au risque supplémentaire de défaut, ce qui aurait été justifié compte tenu de la situation financière de la Société, en particulier préalablement à sa recapitalisation, en numéraire par Vorwerk et par incorporation des créances de Diversita, opération qui n'élimine pas complètement les risques d'exécution et de défaut. Si, nous avions retenu une notation CCC (risque de défaut élevé), nous aurions tenu compte d'une prime supplémentaire de 2,73 %. De même, nous n'avons pas intégré de prime supplémentaire liée au risque d'exécution du plan eu égard aux performances financières historiques de la Société et à l'échec du plan d'affaires développé à l'occasion de l'opération d'augmentation de capital réservée de 2014. Par ailleurs, compte tenu de la baisse importante des marchés en fin d'année 2018, nous avons retenu des moyennes 6 mois pour l'ensemble des éléments du calcul du taux d'actualisation.

En conséquence, l'intégration de l'ensemble de ces hypothèses d'évaluation conduit à calculer une valeur d'entreprise en haut de fourchette, favorable aux actionnaires minoritaires de la Société. En tout état de cause, la valeur des capitaux propres de la Société pré augmentation de capital serait devenue négative avec l'utilisation d'un taux d'actualisation supérieur à 14,60 %.

c) Résultats de l'approche

Compte tenu de ce qui précède, nos calculs conduisent à une valeur d'entreprise (VE) résultant de l'actualisation des flux qui est égale à 29,4 m€, soit 0,39 € par action. Après prise en compte des éléments de passage entre la VE et la valeur des capitaux propres (VCP), cette dernière s'établit à 10,3 m€ soit 0,137 € par action dont le détail figure ci-dessous :

Valeur des capitaux propres DCF	K€
Valeur présente des flux de trésorerie	2 271
<i>Cash flow terminal</i>	4 914
<i>Valeur terminale</i>	49 704
Valeur présente de la valeur terminale	27 130
Valeur d'entreprise	29 401
Position financière nette	(23 548)
Autres éléments	4 496
Valeur des capitaux propres	10 349
<i>Nombre d'action (dilué) en milliers</i>	75 330
Valeur en € par action	0,137 €

Le prix d'Offre de 0,26 €, comparé à cette valeur de 0,137 € fait ressortir une prime de 89,3 %.

Si nous retenons la situation financière post augmentations de capital réservées, la valeur s'établit à 44,3 m€ soit 0,188 € par action dont le détail est le suivant :

Valeur des capitaux propres DCF	K€
Valeur présente des flux de trésorerie	2 271
<i>Cash flow terminal</i>	4 914
<i>Valeur terminale</i>	49 704
Valeur présente de la valeur terminale	27 130
Valeur d'entreprise	29 401
Position financière nette	10 408
Autres éléments	4 496
Valeur des capitaux propres	44 305
<i>Nombre d'action (dilué) en milliers</i>	236 267
Valeur en € par action	0,188 €

Le prix d'Offre de 0,26 €, comparé à cette valeur de 0,188 € fait ressortir une prime de 38,7 %.

d) Analyses de sensibilité

Des variations de plus ou moins 0,25 % du taux de croissance à l'infini g et de 0,50 % du taux d'actualisation k_U induisent des écarts de l'ordre de 30 % par rapport à la valeur centrale, soit un intervalle de valeurs compris entre 0,10 € et 0,18 € par action Guy Degrenne, comme l'illustre le tableau qui suit.

		CMPC				
		10,64%	11,14%	11,64%	12,14%	12,64%
g^∞	1,25%	0,183 €	0,149 €	0,119 €	0,092 €	0,067 €
	1,50%	0,194 €	0,159 €	0,128 €	0,100 €	0,074 €
	1,75%	0,206 €	0,170 €	0,137 €	0,108 €	0,081 €
	2,00%	0,219 €	0,181 €	0,147 €	0,117 €	0,089 €
	2,25%	0,232 €	0,193 €	0,157 €	0,126 €	0,097 €

D'autre part, en faisant varier le taux de marge d'EBIT du flux terminal et le taux d'actualisation k_U de 0,50 %, les écarts de valeur s'échelonnent entre 40 % et 44 %. Le détail des valeurs est présenté ci-dessous :

		CMPC				
		10,64%	11,14%	11,64%	12,14%	12,64%
Variation du taux de marge d'Ebit	-1,00%	0,145 €	0,113 €	0,085 €	0,059 €	0,036 €
	-0,50%	0,176 €	0,142 €	0,111 €	0,083 €	0,058 €
	0,00%	0,206 €	0,170 €	0,137 €	0,108 €	0,081 €
	0,50%	0,236 €	0,198 €	0,163 €	0,132 €	0,104 €
	1,00%	0,266 €	0,226 €	0,189 €	0,156 €	0,127 €

En retenant la situation post augmentations de capital réservées de 0,188 €, les variations de valeur identiques conduisent aux valeurs suivantes :

		CMPC				
		10,64%	11,14%	11,64%	12,14%	12,64%
g^∞	1,25%	0,202 €	0,191 €	0,182 €	0,173 €	0,165 €
	1,50%	0,206 €	0,194 €	0,184 €	0,175 €	0,167 €
	1,75%	0,209 €	0,198 €	0,187 €	0,178 €	0,170 €
	2,00%	0,213 €	0,201 €	0,191 €	0,181 €	0,172 €
	2,25%	0,218 €	0,205 €	0,194 €	0,184 €	0,175 €

		CMPC				
		10,64%	11,14%	11,64%	12,14%	12,64%
Variation du taux de marge d'Ebit	-1,00%	0,190 €	0,180 €	0,171 €	0,163 €	0,155 €
	-0,50%	0,200 €	0,189 €	0,179 €	0,170 €	0,162 €
	0,00%	0,210 €	0,198 €	0,188 €	0,178 €	0,170 €
	0,50%	0,219 €	0,207 €	0,196 €	0,186 €	0,177 €
	1,00%	0,229 €	0,216 €	0,204 €	0,194 €	0,184 €

Compte tenu de l'inertie plus importante des éléments de passage de la VE à la VCP dans la situation post augmentations de capital, la sensibilité des valeurs à la variation du taux d'actualisation, du taux de croissance à l'infini et du taux de marge d'EBIT est plus faible.

4.3.3 EVALUATION PAR LES MULTIPLES BOURSIERS

La méthode des multiples, de sociétés comparables ou de transactions, n'est pas adaptée pour évaluer des sociétés en difficulté ou en retournement. En effet, l'application de multiples issus de sociétés normalement performantes aux agrégats dégradés, voire négatifs, d'une société en difficulté conduit à calculer une valeur des fonds propres bien souvent inférieur à zéro. Cette difficulté peut être contournée en utilisant des multiples implicites calculés sur des prévisions à long terme et à les appliquer aux agrégats normatifs de la cible, une fois ces derniers stabilisés, en faisant abstraction du risque d'exécution inhérent au retournement. Au cas d'espèce, cette solution n'est pas envisageable dans la mesure où nous ne disposons pas de prévisions à long terme pour les sociétés de l'échantillon retenu, lesquelles font par ailleurs l'objet d'un suivi limité de la part des analystes.

D'autre part, la mise en œuvre de la méthode suppose que les sociétés retenues présentent une activité proche en termes d'activité, de marché et de profil de risque. Sous ces contraintes, à l'exception du profil de risque, nous n'avons identifié qu'un nombre réduit de sociétés cotées comparables, ce qui, par ailleurs, ne permet pas la mise en œuvre de calculs de régression pertinents.

Pour l'ensemble de ces raisons, nous présentons cette approche à titre secondaire.

a) Composition de l'échantillon et multiples implicites

Nous n'avons pas identifié de sociétés cotées comparables autres que celles retenues par l'expert indépendant dans son rapport établi à l'occasion de l'augmentation de capital réservée de 2014. De surcroît, la société italienne Bialelli Industrie SpA n'est plus suivie par les analystes. L'échantillon se compose donc des sociétés Churchill China plc (UK), Libbey Inc. (US), Villeroy & Boch AG (Allemagne) et Portmeirion (UK). Les principales caractéristiques de ces sociétés sont présentées en Annexe.

En raison de l'écart de marge important entre les sociétés composant l'échantillon et la Société, nous ne retenons pas le multiple de chiffre d'affaires. D'autre part, en raison du faible niveau d'EBIT de Guy Degrenne, l'application d'un multiple basé sur cet agrégat conduirait à une valeur négative. In fine, nous ne retenons que le multiple d'EBITDA.

Sur la base de la moyenne de leurs cours respectifs sur 20 jours au 16 janvier 2019, il vient les multiples suivants :

Multiple VE/Ebitda	2017	2018	2019
Churchill China PLC	11,3x	10,2x	9,8x
Libbey Inc	7,6x	6,5x	6,0x
Villeroy & Boch AG	5,0x	4,9x	4,6x
Portmeirion Group PLC	8,8x	8,3x	7,8x
Moyenne	8,2x	7,5x	7,0x
Mediane	8,2x	7,4x	6,9x
Maximum	11,3x	10,2x	9,8x
Minimum	5,0x	4,9x	4,6x

En l'absence de prévision pour Libbey pour 2020, et donc de l'impossibilité de calculer un multiple calendarisé au 31 mars 2020 (exercice 2019), nous retenons la moyenne et non la médiane.

b) Application des multiples boursiers à Guy Degrenne

Préalablement aux augmentations de capital réservées, l'application des multiples des sociétés cotées comparables aux agrégats de la Société est résumée dans le tableau ci-dessous :


Pré augmentation de capital (en k€)	2017-18	2018-19	2019-20
EBITDA Guy Degrenne	(1 151)	1 475	3 324
Multiple moyen des comparables	8,2x	7,5x	7,0x
Valeur d'entreprise	(9 438)	10 996	23 432
Eléments de passage VE/VCP	(19 052)	(19 052)	(19 052)
Valeur des capitaux propres	(28 490)	(8 056)	4 380
Nombre d'action dilué (milliers)	75 330	75 330	75 330
Valeur par action	-0,38 €	-0,11 €	0,06 €

Nous précisons que, s'agissant de l'EBITDA 2018-19 et en dépit de l'effet de saisonnalité, nous retenons le montant correspondant au second semestre fiscal dudit exercice caractérisant le redressement progressif de la rentabilité anticipé par le plan. Le fait de retenir cet agrégat constitue une hypothèse favorable dans la mesure où le montant total de l'EBITDA prévu pour l'ensemble de cet exercice s'élève à environ 300 k€ en raison d'une perte au premier semestre.

En ne retenant que les exercices 2019 et 2020, la valeur par action pré augmentations de capital réservées ressortant de la méthode des comparables boursiers s'inscrit dans une fourchette comprise entre -0,11 € et 0,06 €. Nous retenons donc une valeur nulle comme borne basse.

Post opérations d'augmentation de capital réservée, nous obtenons les résultats suivants :

Post augmentation de capital (en k€)	2017-18	2018-19	2019-20
EBITDA Guy Degrenne	(1 151)	1 475	3 324
Multiple moyen des comparables	8,2x	7,5x	7,0x
Valeur d'entreprise	(9 438)	10 996	23 432
Eléments de passage VE/VCP	14 904	14 904	14 904
Valeur des capitaux propres	5 466	25 900	38 336
Nombre d'action dilué (milliers)	236 267	236 267	236 267
Valeur par action	0,02 €	0,11 €	0,16 €



En ne retenant que les exercices 2019 et 2020, la valeur par action post augmentations de capital réservées ressortant de la méthode des comparables boursiers s'inscrit dans une fourchette comprise entre 0,11 € et 0,16 €.

4.3.4 EVALUATION PAR LES MULTIPLES DE TRANSACTIONS MAJORITAIRES

Comme rappelé supra, à l'instar de la méthode des comparables boursiers, la méthode des transactions comparables n'est pas adaptée pour évaluer des sociétés en difficulté ou en retournement. De surcroît, la mise en œuvre de la méthode des transactions comparables est rendue difficile en raison de l'opacité qui entoure généralement les conditions financières desdites transactions.

Compte tenu de ces contraintes, nous avons identifié quatre transactions majoritaires portant sur le capital de société dont l'activité et le marché sont proches de ceux de Guy Degrenne. Il s'agit de :

- L'acquisition à 100 % de VKB et BK Cookware (NL) par The Cookware Company (US), annoncée en novembre 2017 et finalisée en février 2018. VKB et BK Cookware sont respectivement spécialisées dans la fabrication de vaisselle en porcelaine et d'ustensiles de cuisine, y compris la coutellerie. Le montant de la transaction est estimé à 7,5 m€, y compris une dette financière nette estimée à 3,3 m€. Compte tenu d'une valeur d'entreprise de 10,8 m€, cette acquisition extériorise un multiple d'EBITDA compris entre x13,1 et x14. Une incertitude persiste quant au montant de valeur d'entreprise.
- L'acquisition à 100 % de BHS Tabletop (Allemagne) par un groupe privé mené par Serafin Group (Allemagne), annoncée en mars 2017. BHS Tabletop est spécialisée dans la fabrication et la distribution de vaisselle en porcelaine à destination de la restauration et des collectivités. Le montant de la transaction est estimé à 48,4 m€, en ce compris une dette financière nette estimée à 5 m€. Compte tenu d'une valeur d'entreprise de 53,5 m€, cette acquisition extériorise un multiple d'EBITDA compris entre x4,8 et x5,0.
- L'acquisition à 100 % de WMF Group (Allemagne) par Groupe SEB (France), annoncée en mai 2016 et finalisée en décembre 2016. Elle fait suite à l'acquisition de WMF Groupe par KKR en 2012. WMF Group est spécialisé dans la fabrication de vaisselle et d'ustensiles de cuisine. Elle développe et produit également des machines à café automatiques à destination des entreprises de restauration et d'hôtellerie, secteur sur lequel la société est leader mondial. Le montant de la transaction est estimé à 1,1 md€, y compris une dette financière nette estimée à 503 m€. Compte tenu d'une valeur d'entreprise de 1,58 md€, cette acquisition extériorise un multiple d'EBITDA compris entre x12,4 et x13,5.
- L'acquisition à 88,8 % de Baccarat (France) par Fortune Legend Ltd (Lux./HK), annoncée en juin 2017 et finalisée en juin 2018. Baccarat est un des leaders de la cristallerie de luxe. Le montant de la transaction est estimé à 164,3 m€. Compte tenu d'une dette de 8,9 m€, la valeur d'entreprise à 100 % ressort à 194 m€ ; sur ces bases, l'acquisition extériorise un multiple d'EBITDA compris entre x14,3 et x15,1.

Pour les mêmes raisons que s'agissant des multiples de comparables, nous ne retenons que les multiples d'EBITDA qui ressortent en moyenne à x12, compris entre x11,7 et x12,4 ; ils sont synthétisés dans le tableau ci-dessous :

Multiple VE/Ebitda	Min	Max
VKB & BK Cookware	13,1x	14,0x
BHS Tabletop	4,8x	5,0x
WMF	12,4x	13,5x
Baccarat	14,3x	15,1x
Moyenne	11,2x	11,9x
Mediane	12,7x	13,7x
Maximum	14,3x	15,1x
Minimum	4,8x	5,0x

Hormis pour la transaction portant sur le capital de BHS Tabletop, nous relevons que les multiples VE/EBITDA issus des transactions sont sensiblement plus élevés que ceux observés pour les comparables boursiers. Ces écarts peuvent s'expliquer par la prime de contrôle payée par l'acquéreur en fonction des synergies attendues de l'opération, la taille et/ou le statut de leader de la cible.

Bien que la présente opération ne conduise pas formellement au changement du contrôle de Guy Degrenne, nous ne neutraliserons pas la prime de contrôle pour déterminer une valeur pour l'actionnaire minoritaire. Nos calculs conduisent donc à des valeurs intégrant la prime de contrôle, par conséquent situées en haut de fourchette. D'autre part, afin de pouvoir mettre en œuvre la méthode sur l'EBITDA prévisionnel de Guy Degrenne qui devient positif à compter du second semestre de l'exercice 2018-19, nous avons « actualisé » les multiples en appliquant le même coefficient déflateur que celui observé entre deux années pour les comparables boursiers, ce qui est plus favorable à la valeur que de retenir le taux d'actualisation utilisé dans la méthode DCF.

Ainsi, préalablement aux augmentations de capital réservées, l'application des multiples de transactions comparables aux agrégats de la Société est résumée dans le tableau ci-dessous :

Pré augmentation de capital (en k€)	Base	2018-19	2019-20
EBITDA Guy Degrenne		1 475	3 324
Multiple moyen des comparables	11,5x	10,5x	9,9x
<i>Actualisation du multiple</i>		90,92%	94,55%
Valeur d'entreprise	-	15 448	32 919
Eléments de passage VE/VCP	-	(19 052)	(19 052)
Valeur des capitaux propres	-	(3 604)	13 866
<i>Nombre d'action dilué (milliers)</i>	-	75 330	75 330
Valeur par action		-0,05 €	0,18 €

En ne retenant que les exercices 2019 et 2020, la valeur par action pré augmentations de capital réservées ressortant de la méthode des comparables boursiers s'inscrit dans une fourchette comprise entre -0,05 € et 0,18 €. Nous retenons donc une valeur nulle comme borne basse.

Si l'on considère la situation post opérations d'augmentation de capital réservée, il vient les résultats suivants :

Post augmentation de capital (en k€)	2017-18	2018-19	2019-20
EBITDA Guy Degrenne	-	1 475	3 324
Multiple moyen des comparables	11,5x	10,5x	9,9x
<i>Actualisation du multiple</i>		90,92%	94,55%
Valeur d'entreprise	-	15 448	32 919
Éléments de passage VE/VCP	-	14 904	14 904
Valeur des capitaux propres	-	30 352	47 822
<i>Nombre d'action dilué (milliers)</i>	-	236 267	236 267
Valeur par action		0,13 €	0,20 €

En ne retenant que les exercices 2019 et 2020, la valeur par action post augmentations de capital réservées ressortant de la méthode des transactions comparables s'inscrit dans une fourchette comprise entre 0,13 € et 0,20 €.

En raison de ses faiblesses au cas d'espèce (liées à taille de l'échantillon, aux caractéristiques des sociétés qui le composent en termes de taille et d'activité, à l'impossibilité d'appliquer les multiples aux agrégats historiques de la Société), nous ne retenons cette méthode qu'à titre secondaire.

5. ANALYSE CRITIQUE DES TRAVAUX DE L'ÉVALUATEUR

Conformément à l'instruction 2006-08 du 25 juillet 2006, nous avons conduit une analyse critique du rapport d'évaluation réalisé par Kepler Corporate Finance, (ou, ci-après l'« Évaluateur ») servant de base aux éléments d'appréciation du prix d'Offre présentés dans la note d'information.

Les valeurs centrales auxquelles l'Évaluateur et nous-mêmes aboutissons en fonction des références et méthodes d'évaluation utilisées, sont synthétisées dans le tableau ci-dessous :

Valeurs centrales (€/action)	Kepler CF	BM&A
Cours de bourse (au 17 déc. 2018)		
12 mois	0,263 €	0,263 €
6 mois	0,203 €	0,203 €
3 mois	0,206 €	0,206 €
20 jours de bourse	0,211 €	0,211 €
Spot	0,212 €	0,212 €
DCF		
Avant augmentation de capital		0,137 €
Après augmentation de capital	0,201 €	0,188 €
Après augmentation de capital HFRP	0,127 €	
Comparables boursiers		
Avant augmentation de capital		0,029 €
Après augmentation de capital	0,184 €	0,136 €
Transactions comparables		
Avant augmentation de capital		0,092 €
Après augmentation de capital	0,219 €	0,140 €
Transactions récentes sur le capital		
Cession des quotes-parts Sopacif et Comir	0,216 €	0,216 €
Augmentation de capital réservée à Vorwerk	0,230 €	0,230 €

Au préalable, nous constatons que l'Évaluateur et nous-mêmes avons présenté les mêmes approches et avons retenu à titre secondaire les méthodes analogiques. De même, le cours de bourse de l'Évaluateur est présenté à titre d'information.

5.1 Les références de valorisation

Sans surprise, les références de valorisation que constituent les cours de bourse et les transactions récentes sur le capital de la Société sont identiques pour l'Évaluateur et nous-mêmes. Leur mise en œuvre n'appelle pas de commentaire de notre part.

5.2 La méthode DCF

En premier lieu, nous soulignons que l'Évaluateur n'a pas calculé de valeur pour Guy Degrenne avant les augmentations de capital réservées à Vorwerk et à Diversita, seules sont donc comparables les résultats « après augmentation de capital » quelle que soit la méthode utilisée.

De notre côté, nous n'avons pas mis en œuvre la méthode DCF retenant un taux d'actualisation intégrant un risque accru au titre du risque de non-exécution ou de défaut, ce qu'a fait l'Évaluateur dans son approche HFRP (pour *High Financial Risk Premium*).

Il convient donc de comparer les résultats respectifs pour la seule approche « DCF après augmentation de capital », lesquels présentent un écart global de 7,2 %, détaillés comme suit :

Valeurs centrales (€/action)	Kepler CF	BM&A
Valeur d'entreprise	30 697	29 401
Endettement financier	(27 557)	(27 557)
Disponibilités et équivalents	4 009	4 009
Effets des augmentations de capital	33 956	33 956
Provisions pour retraite	(3 234)	(3 234)
Provisions autres	(1 150)	(451)
Valeur présente des déficits reportables	7 751	5 171
Autres	3 010	3 010
Valeur des capitaux propres	47 482	44 305
<i>Nombre d'action (dilué) en milliers</i>	236 267	236 267
Valeur en € par action	0,201 €	0,188 €

L'écart global, relativement faible en pourcentage, est infime lorsqu'il est rapporté à la valeur par action (0,013 €).

Les principaux écarts proviennent de la valeur d'entreprise, de la valeur des déficits reportables et des autres provisions.


S'agissant de la valeur d'entreprise, l'écart de 1,3 m€ s'explique principalement par la légère différence du couple taux d'actualisation/taux de croissance à l'infini, respectivement fixé à 11,30 %/1,50 % par l'Évaluateur et à 11,64 %/1,75 % pour nous-mêmes. L'utilisation du même taux que l'Évaluateur dans nos travaux ramène l'écart sur la valeur d'entreprise à 0,5 m€. Dans la mesure où nous avons utilisé le même plan d'affaires et pratiqué les mêmes ajustements sur ce plan, cette différence résiduelle s'explique par le fait que l'Évaluateur n'a pas conservé les coûts prévisionnels de restructuration récurrents estimés à 0,5 m€ par an entre 2019-20 et 2023-24. Cet écart est in fine compensé par le fait que nous n'avons pas retenu 0,7 k€ des provisions (rubrique « Provisions autres ») au titre des restructurations dans les éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres, alors que l'Évaluateur les a maintenus.

L'écart le plus important provient de l'évaluation du montant des déficits reportables, soit 2,6 m€. La différence de taux d'actualisation pèse peu sur cet élément (moins de 200 k€). L'écart principal s'explique notamment par le fait que l'Évaluateur a estimé la valeur de cet élément en appliquant une formule de Gordon-Shapiro, donc à l'infini, à un flux d'économie fiscale de l'exercice 2023-24 considéré comme permanent. Pour notre part, nous avons simulé la consommation des déficits fiscaux jusqu'à leur extinction estimée, en 2042.

5.3 Les méthodes analogiques

Comme indiqué supra, l'Évaluateur et nous-mêmes avons considéré ces méthodes à titre secondaire. Elles font néanmoins apparaître des écarts significatifs entre l'Évaluateur et nous-mêmes en dépit d'échantillons identiques, que ce soit pour les sociétés comparables cotées ou les transactions comparables.

Au cas d'espèce, les décalages de valeurs s'expliquent par des traitements respectifs différents de la difficulté à appliquer ces méthodes à un modèle économique en retournement, étant précisé qu'il existe une différence originelle de 1,9 m€, résultant de l'écart d'évaluation des économies fiscales compensé par celui relatif aux provisions pour restructuration.



Concernant tout d'abord les comparables boursiers, nous relevons que l'Évaluateur a appliqué le multiple d'EV/EBITDA qu'au seul flux 2019-20, alors que nous avons tenu compte du flux semestriel 2018-19 pour en faire la moyenne avec celui de l'exercice 2019-20. Afin de rationaliser l'écart, il conviendrait de comparer la valeur de l'Évaluateur, soit 0,183 €, à notre fourchette haute qui utilise l'EBITDA 2019-20 de la Société, soit 0,16 €. Le solde de l'écart s'explique par la valorisation des économies d'impôt, et par une différence de multiple, x8,0 pour l'Évaluateur et x7,0 de notre côté étant donné les dates de référence respectives différentes pour le calcul de la valeur d'entreprise, soit le 28 janvier 2019 (spot) pour l'Évaluateur et le 16 janvier 2019 (moyenne 20 jours) pour nous.

S'agissant enfin des transactions comparables et pour les mêmes raisons que pour les comparables boursiers, il convient de comparer la valeur de l'Évaluateur, soit 0,219 €, à notre fourchette haute qui utilise l'EBITDA 2019-20 de la Société, soit 0,20 €. Les multiples utilisés étant très proches, x10,5 pour l'Évaluateur et x9,9 pour nous, l'écart résiduel s'explique principalement par la valorisation des économies d'impôt.

6. CONCLUSION

Le tableau ci-après récapitule les fourchettes de valeurs de l'action Guy Degrenne auxquelles nous parvenons ainsi que les primes et décotes extériorisées par le prix de 0,26 € par action proposé dans le cadre de la présente Offre :

Méthodes / Critères		Valeur par action			Prime/(Décote) vs Offre
		basse	centrale	haute	
Cours de bourse (cours moyen pondéré) ⁽²⁾	12 mois	0,17 €	0,26 €	0,38 €	-1,1%
	6 mois	0,17 €	0,20 €	0,26 €	28,0%
	3 mois	0,18 €	0,206 €	0,22 €	26,3%
	20 jours	0,20 €	0,211 €	0,22 €	23,0%
	spot	0,21 €	0,212 €	0,21 €	22,6%
DCF ⁽¹⁾	pré AK	0,08 €	0,14 €	0,20 €	89,3%
	post AK	0,18 €	0,19 €	0,21 €	38,7%
Comparables boursiers ⁽³⁾	pré AK	-	0,03 €	0,06 €	n/a
	post AK	0,11 €	0,14 €	0,16 €	91,3%
Transactions comparables ⁽³⁾	pré AK	-	0,09 €	0,18 €	182,5%
	post AK	0,08 €	0,14 €	0,20 €	85,8%
Transactions récentes sur le capital ⁽¹⁾	Soparcif+Comir		0,22 €		20,4%
	AK Vorwerk		0,23 €		13,0%
Actif net comptable 30/9/18 ⁽²⁾	pré AK		0,38 €		-31,6%
	post AK		0,26 €		0,0%

⁽¹⁾ Approche retenue à titre principal

⁽²⁾ Approche présentée à titre d'information


⁽³⁾ Moyenne haute/basse

Les conclusions de nos travaux résultent de la mise en œuvre d'une approche multicritères qui s'est appuyée sur la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie (DCF), les méthodes des comparables boursiers et des transactions comparables et les transactions récentes sur le capital de Guy Degrenne.

L'approche de l'actif net comptable (ANC) et la référence au cours de bourse sont présentées à titre d'information. En effet au cas d'espèce, l'ANC figurant dans les derniers comptes publiés résulte du calcul d'une valeur d'utilité reposant sur un plan d'affaires établi début 2018 dont les éléments prévisionnels ne correspondent plus à ceux du plan d'affaires 2018-19 à 2023-24 établi au second semestre 2018 pour les besoins du rapprochement avec Vorwerk. Toutefois, le prix de l'Offre a été fixé sur la base de cet agrégat après prise en compte de l'effet des augmentations de capital réservée à Vorwerk et à Diversita. De son côté, le cours de bourse de Guy Degrenne ne présente pas des caractéristiques de liquidité et de suivi suffisantes pour en faire une référence valide. Cependant, à l'exception de la moyenne 12 mois, le prix d'Offre extériorise des primes par rapport à cette référence de valeur.

S'agissant des approches retenues, nous considérons que les prix extériorisés par les transactions récentes sur le capital de Guy Degrenne, inférieurs au prix d'Offre, reflètent une valeur de marché de la Société, probablement maximisée au regard de sa situation financière et des recherches infructueuses de financement externe.

Concernant les autres méthodes retenues, nous avons calculé la valeur de Guy Degrenne avant et après augmentations de capital réservées, respectivement à Vorwerk et à Diversita, afin de mesurer l'incidence sur la valeur des opérations de recapitalisation. Toutes ces méthodes intègrent, totalement ou partiellement, l'hypothèse d'un redressement rapide de la profitabilité de la Société qui suivrait près d'une vingtaine d'années de pertes, à travers un plan d'affaires volontariste qui tient pour acquis le financement du plan d'investissement.



Il convient par ailleurs de préciser que notre approche de la valeur par la méthode DCF, retenue à titre principal dans la mesure où elle nous semble traduire de manière adéquate le retournement du Groupe, n'a pas intégré de risque spécifique au titre des aléas d'exécution du plan d'affaires ou de la situation financière dégradée de la Société au-delà de ceux déjà pris en compte dans la prime de taille, ce qui constitue une hypothèse favorable à l'actionnaire minoritaire.

La méthode des comparables boursiers a été retenue à titre secondaire dans la mesure où (i) les méthodes analogiques sont peu adaptées pour évaluer des sociétés en retournement, (ii) les sociétés cotées retenues comme étant les plus comparables à Guy Degrenne sont peu nombreuses et, (iii) font l'objet d'un suivi limité de la part des analystes. Ces réserves sont également applicables aux les transactions comparables qui, de surcroît, portent sur des quotes-parts de capital majoritaires.

Enfin, les analyses relatives aux contrats conclus entre Initiateurs n'ont pas révélé, selon nous, d'éléments susceptibles de remettre en cause l'égalité de traitement entre les actionnaires.

Sur la base de ces éléments, notre opinion est que le prix de 0,26 € par action Guy Degrenne, proposé dans le cadre d'une offre publique de retrait et dans l'hypothèse de la mise en œuvre d'un retrait obligatoire, est équitable, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de la Société.

Fait à Paris, le 20 février 2019

BM&A Advisory & Support

Pierre Béal

Eric Blache

Associés

7. ANNEXE

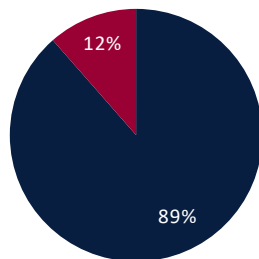
Principales caractéristiques des sociétés composant l'échantillon des comparables cotés



Churchill China PLC

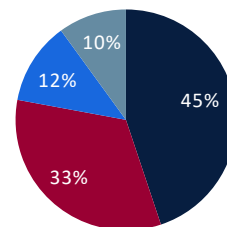
Churchill China plc est une société basée au Royaume-Uni spécialisée dans la fabrication et la distribution de produits d'Art de la table pour les secteurs de l'Hôtellerie-Restauration et du commerce de détail à travers le monde. Ses clients incluent des pubs, restaurants, chaînes d'hôtels, clubs sportifs et conférences, établissements éducatifs et de santé, et des traiteurs. Ses principaux produits sont des produits de vaisselle en céramique, mais la société distribue aussi d'autres produits comme des accessoires, bols, assiettes, mugs, etc. Ses collections incluent Alchemy Fine China, Churchill Super Vitrified, Art de Cuisine, Sola Cutlery et Lucaris Glassware.

Répartition du CA par activité



■ Hotellerie-restauration ■ Commerce de détail

Répartition du CA par zone géographique

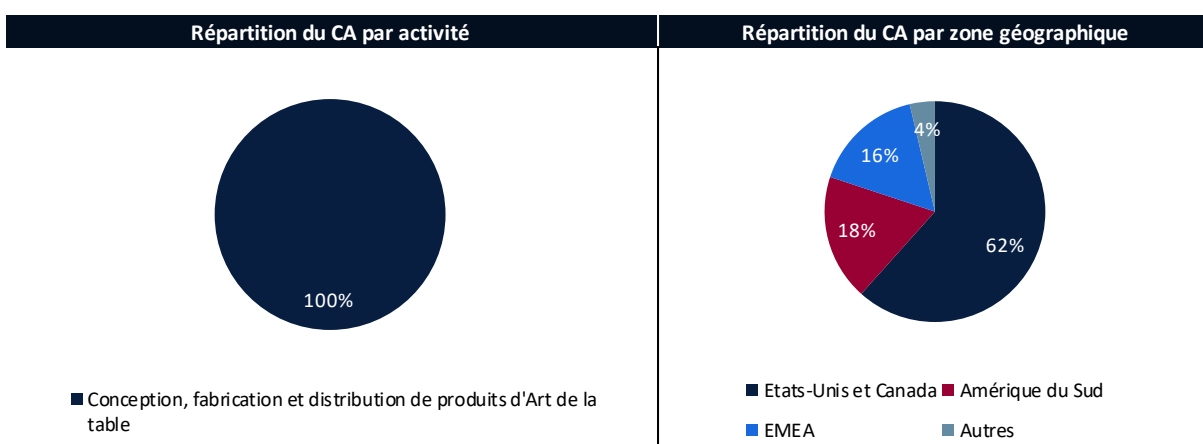


■ Royaume-Uni ■ Reste de l'Europe
■ Amérique du Nord ■ Reste du Monde

Données financières (en M€)

	2015	2016	2017	2018e
Chiffre d'affaires	59	59	61	64
EBIT	6	8	9	nd
En % du chiffre d'affaires	10,9%	12,8%	13,9%	nd
Capitalisation boursière	137			
Valeur d'entreprise	121			

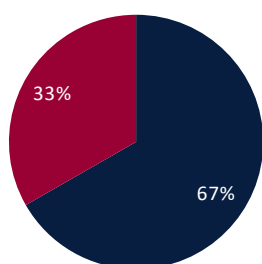
Libbey Inc. est une société spécialisée dans la conception, fabrication et vente de produits d'Art de la table. La Société a des activités aux Etats-Unis, Canada, Amérique du Sud, Europe, Moyen-Orient, Afrique mais aussi dans le reste du Monde. Ses produits incluent de la verrerie, des produits de vaisselle en céramique, des couverts en métal et des accessoires de décoration.



Données financières (en M€)				
	2015	2016	2017	2018e
Chiffre d'affaires	749	753	642	699
EBIT	64	57	21	28
En % du chiffre d'affaires	8,6%	7,5%	3,3%	4,0%
Capitalisation boursière	80			
Valeur d'entreprise	457			

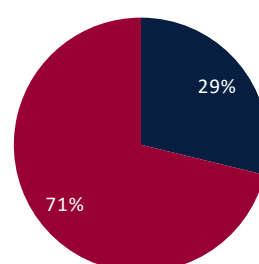
Villeroy et Boch AG est une société spécialisée dans la fabrication de produits en céramique. La Société opère sur deux segments : Salle de bain et bien-être, et produits d'Art de la table. Le segment Salle de bain et bien-être fabrique notamment des éviers en céramique, des meubles de salle de bain, des fixations et d'autres accessoires. Le segment Art de la table inclue un assortiment complet de couverts ainsi que des accessoires, des tissus de table et de cuisine ainsi qu'une sélection de cadeaux. Ses principaux clients sont notamment les architectes et les décorateurs d'intérieurs pour le segment Salle de bain, l'hôtellerie-restauration pour le segment Art de la table.

Répartition du CA par activité



■ Salle de bain et Bien-être ■ Produits d'Art de la table

Répartition du CA par zone géographique

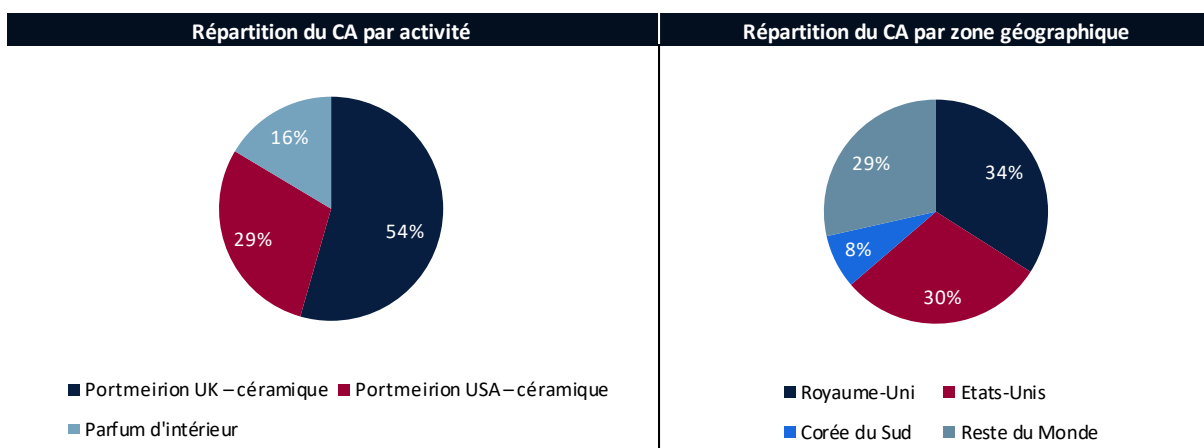


■ Allemagne ■ International

Données financières (en M€)

	2015	2016	2017	2018e
Chiffre d'affaires	804	820	837	859
EBIT	44	48	50	53
En % du chiffre d'affaires	5,4%	5,8%	6,0%	6,2%
Capitalisation boursière	343			
Valeur d'entreprise	387			

Portmeirion Group PLC est une société britannique spécialisée dans la conception et production de produits en céramique, produits d'Art de la table, matériel de cuisine et d'autres accessoires. La Société a cinq marques : Portmeirion, Spode, Royal Worcester, Pimpernel et Wax Lyrical. Portmeirion commercialise des produits de vaisselle et des cadeaux en collections (Sophie Conran, Ted Baker...). La marque Spode est spécialisée dans les produits d'Art de la table en porcelaine et du matériel de cuisine. Pimpernel fournit des sets de table, dessous de verres, plateaux et autres accessoires. Wax Lyrical offre des bougies parfumées et diffuseurs de parfum.



Données financières (en M€)

	2015	2016	2017	2018e
Chiffre d'affaires	89	88	96	99
EBIT	11	9	10	11
En % du chiffre d'affaires	12,5%	10,4%	10,7%	11,2%
Capitalisation boursière	116			
Valeur d'entreprise	111			



BM&A

Advisory & Support