

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



HEURTEY PETROCHEM

INITIÉE PAR



CONSEILLÉE PAR



ET



PRÉSENTÉE PAR



**NOTE D'INFORMATION CONJOINTE
AUX SOCIÉTÉS HEURTEY PETROCHEM SA ET AXENS SA**

PRIX DE L'OFFRE

30 euros par action Heurtey Petrochem

DURÉE DE L'OFFRE

10 jours de négociation



En application de l'article L. 621-8 du Code monétaire et financier et de l'article 231-23 de son règlement général, l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») a, en application de la décision de conformité de l'offre publique du 10 juillet 2018, apposé le visa n°18-299 en date du 10 juillet 2018 sur la présente note d'information conjointe. Cette note d'information a été établie par Axens conjointement avec Heurtey Petrochem 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 ait 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

À l'issue de l'offre publique de retrait, la procédure de retrait obligatoire prévue à l'article L. 433-4 II du code monétaire et financier sera mise en œuvre et les actions Heurtey Petrochem qui n'auront pas été apportées à l'offre publique de retrait seront transférées, le jour de négociation suivant la clôture de l'offre, à Axens, moyennant une indemnisation de 30 euros par action, nette de tous frais.

La présente note d'information conjointe est disponible sur les sites internet d'Axens (www.axens.net), d'Heurtey Petrochem (www.heurtey.com) et de l'AMF (www.amf-france.org). Des exemplaires de cette note d'information conjointe peuvent être obtenus sans frais auprès de :

Axens SA

89, boulevard Franklin Roosevelt
92500 Rueil-Malmaison
France

Heurtey Petrochem SA

89, boulevard Franklin Roosevelt
92500 Rueil-Malmaison
France

Invest Securities

73, boulevard Haussmann
75008 Paris
France

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables d'Axens et d'Heurtey Petrochem seront mises à disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique de retrait selon les mêmes modalités.

SOMMAIRE

1.	PRESENTATION DE L'OFFRE	5
1.1	PRESENTATION GENERALE DE L'OFFRE	5
1.2	CONTEXTE DE L'OFFRE	5
1.2.1	<i>Historique de la participation d'Axens au capital de la Société.....</i>	5
1.2.2	<i>Déclarations de franchissement de seuils.....</i>	6
1.2.3	<i>Répartition du capital social de la Société.....</i>	6
1.3	MOTIFS DE L'OFFRE	6
1.4	INTENTION DE L'INITIATEUR POUR LES DOUZE MOIS A VENIR	7
1.4.1	<i>Intentions relatives à la stratégie et politique industrielle</i>	7
1.4.2	<i>Intentions en matière d'emploi.....</i>	7
1.4.3	<i>Composition des organes sociaux et de la direction d'Heurtey Petrochem</i>	8
1.4.4	<i>Politique de distribution de dividendes de la Société.....</i>	8
1.4.5	<i>Intérêt de l'Offre pour la Société et ses actionnaires.....</i>	8
1.4.6	<i>Intentions concernant une éventuelle fusion et synergies envisagées</i>	8
1.4.7	<i>Intention relative à la mise en place du Retrait Obligatoire</i>	9
1.5	ACCORDS POUVANT AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE	9
2.	CARACTERISTIQUES DE L'OFFRE.....	9
2.1	TERMES DE L'OFFRE	9
2.2	NOMBRE ET NATURE DES TITRES VISES PAS L'OFFRE	9
2.3	MODALITES DE L'OFFRE.....	10
2.4	PROCEDURE D'APPORT A L'OFFRE	10
2.5	RETRAIT OBLIGATOIRE ET RADIATION D'EURONEXT GROWTH	11
2.6	CALENDRIER INDICATIF DE L'OFFRE.....	12
2.7	COUTS ET MODALITES DE FINANCEMENT DE L'OFFRE	13
2.8	RESTRICTIONS CONCERNANT L'OFFRE A L'ETRANGER.....	13
2.9	FRAIS DE COURTAGE ET REMUNERATION DES INTERMEDIAIRES	14
2.10	REGIME FISCAL DE L'OFFRE EN FRANCE	14
2.10.1	<i>Personnes physiques résidentes fiscales en France détenant des actions dans le cadre de la gestion de leur patrimoine privé et ne réalisant pas d'opérations de bourse dans des conditions analogues à celles qui caractérisent une activité exercée par une personne se livrant à titre professionnel à de telles opérations</i>	14
2.10.2	<i>Personnes morales résidentes fiscales en France et assujetties à l'impôt sur les sociétés dans les conditions du droit commun</i>	16
2.10.3	<i>Personnes non résidentes fiscales en France</i>	17
2.10.4	<i>Actionnaires soumis à un régime fiscal différent</i>	17
2.10.5	<i>Droits d'enregistrement</i>	18
3.	INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE	18
3.1	STRUCTURE ET REPARTITION DU CAPITAL DE LA SOCIETE	18
3.2	AUTOCONTROLE	18
3.3	RESTRICTIONS A L'EXERCICE DU DROIT DE VOTE ET AUX TRANSFERTS D' ACTIONS	18
3.4	CLAUSES DE CONVENTIONS PREVOYANT DES CONDITIONS PREFERENTIELLES DE CESSION OU D'ACQUISITION ET PORTANT SUR AU MOINS 0,5% DU CAPITAL OU DES DROITS DE VOTE DE LA SOCIETE (ARTICLE L. 233-11 DU CODE DE COMMERCE)	19
3.5	PARTICIPATIONS DIRECTES OU INDIRECTES AU SEIN DU CAPITAL DE LA SOCIETE AYANT FAIT L'OBJET D'UNE DECLARATION DE FRANCHISSEMENT DE SEUIL.....	19
3.6	LISTE DES DETENTEURS DE TOUT TITRE COMPORTANT DES DROITS DE CONTROLE SPECIAUX ET DESCRIPTION DE CEUX-CI	19
3.7	MECANISME DE CONTROLE PREVU DANS UN EVENTUEL SYSTEME D'ACTIONNARIAT DU PERSONNEL, QUAND LES DROITS DE CONTROLE NE SONT PAS EXERCES PAR CE DERNIER	19
3.8	ACCORDS ENTRE ACTIONNAIRES DONT LA SOCIETE A CONNAISSANCE ET QUI PEUVENT ENTRAINER DES RESTRICTIONS AU TRANSFERT D' ACTIONS DE LA SOCIETE ET A L'EXERCICE DES DROITS DE VOTE	19
3.9	REGLES APPLICABLES A LA NOMINATION ET AU REMPLACEMENT DES MEMBRES DU CONSEIL D' ADMINISTRATION AINSI QU' A LA MODIFICATION DES STATUTS DE LA SOCIETE.....	19
3.9.1	<i>Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration</i>	19

3.9.2	<i>Règles applicables à la modification des statuts de la Société</i>	20
3.10	POUVOIR DU CONSEIL D'ADMINISTRATION EN PARTICULIER EN MATIERE D'EMISSION OU DE RACHAT D'ACTIONS	20
3.11	ACCORDS CONCLUS PAR LA SOCIETE QUI SONT MODIFIES OU PRENNENT FIN EN CAS DE CHANGEMENT DE CONTROLE DE LA SOCIETE	21
3.12	ACCORDS PREVOYANT DES INDEMNITES POUR LES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION OU LES SALAIRES, S'ILS DEMISSIONNENT OU SONT LICENCIES SANS CAUSE REELLE ET SERIEUSE OU SI LEUR MANDAT OU EMPLOI PREND FIN EN RAISON D'UNE OFFRE PUBLIQUE	21
4.	ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX DE L'OFFRE	21
4.1	INFORMATIONS PRELIMINAIRES	21
4.2	DONNEES FINANCIERES DE BASE	21
4.2.1	<i>Agrégats de référence</i>	21
4.2.2	<i>Présentation des activités</i>	21
4.2.3	<i>Historique des résultats</i>	21
4.2.4	<i>Bilan économique 2013-17</i>	23
4.2.5	<i>Analyse du plan d'affaires 2018-23</i>	24
4.2.6	<i>Eléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres</i>	26
4.2.7	<i>Nombre d'actions retenu</i>	27
4.3	METHODES RETENUES POUR L'APPRECIATION DU PRIX DE L'OFFRE	27
4.3.1	<i>Approche par actualisation des flux de trésorerie disponibles</i>	27
4.3.2	<i>Approche par les comparables boursiers</i>	29
4.3.3	<i>Multiples de transactions comparables</i>	30
4.3.4	<i>Approche par les transactions récentes sur le capital</i>	31
4.3.5	<i>Approche par les cours boursiers</i>	31
4.3.6	<i>Synthèse de l'appréciation de l'offre sur les actions Heurtey Petrochem</i>	33
4.4	METHODE NON RETENUE ET PRESENTEE A TITRE INDICATIF	33
4.4.1	<i>Cours cibles des analystes</i>	33
4.5	METHODES ECARTEES	33
4.5.1	<i>Actualisation des dividendes</i>	33
4.5.2	<i>Actif Net Comptable</i>	34
5.	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	34
6.	AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE	80
7.	MODALITES DE MISE A DISPOSITION DU PUBLIC DES INFORMATIONS RELATIVES A L'INITIATEUR ET A LA SOCIETE	82
8.	INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION	82
9.	PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE D'INFORMATION	83
9.1	POUR L'INITIATEUR	83
9.2	POUR LA SOCIETE	83
9.3	POUR L'ETABLISSEMENT PRESENTATEUR	83

1. PRÉSENTATION DE L'OFFRE

1.1 Présentation générale 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 Axens, société anonyme à conseil d'administration au capital social de 154 752 119,13 euros, dont le siège social est situé 89, boulevard Franklin Roosevelt, 92500 Rueil Malmaison, France, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro B 599 815 073, ci-après dénommée « **Axens** » ou l'« **Initiateur** », propose de manière irrévocable aux actionnaires d'Heurtey Petrochem, société anonyme à conseil d'administration au capital social de 16.415.181,50 euros, dont le siège social est situé 89, boulevard Franklin Roosevelt, 92500 Rueil Malmaison, France, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro B442 861 191 dont les actions sont admises aux négociations sur le marché d'Euronext Growth sous le code ISIN FR0010343186, (« **Heurtey Petrochem** » ou la « **Société** »), d'acquérir la totalité de leurs actions Heurtey Petrochem dans le cadre d'une offre publique de retrait (l'« **Offre Publique de Retrait** ») qui sera immédiatement suivie d'une procédure de retrait obligatoire (le « **Retrait Obligatoire** » et, avec l'Offre Publique de Retrait, l'« **Offre** »), au prix unitaire de 30 euros (le « **Prix de l'Offre** »).

À la date de la présente note d'information conjointe, Axens détient directement 4.714.410 actions de la Société, représentant 95,92% du capital social et 95,69% des droits de vote de la Société.

En conséquence, l'Offre porte sur la totalité des actions de la Société non détenues directement par l'Initiateur à la date du dépôt de l'Offre, soit, à la connaissance de l'Initiateur 200.315 actions, représentant 4,08% du capital social et 4,31% des droits de vote de la Société. Il est précisé que les frais de négociation (incluant notamment les frais de courtage, commissions bancaires et la TVA afférente) resteront en totalité à la charge des actionnaires qui apporteront leurs actions dans le cadre de l'Offre Publique de Retrait.

À la connaissance de l'Initiateur, il n'existe aucun droit, titre de capital ou instrument financier pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société.

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

Dans le cadre du Retrait Obligatoire, les actions Heurtey Petrochem non détenues par Axens seront transférées à Axens moyennant une indemnisation au Prix de l'Offre, soit 30 euros par action, cette indemnité étant nette de tous frais.

La présente note d'information conjointe est établie conjointement par Axens et Heurtey Petrochem.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, l'Offre est présentée par Invest Securities (l'« **Établissement Présentateur** ») qui garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur relatifs à l'Offre.

1.2 Contexte de l'Offre

1.2.1 Historique de la participation d'Axens au capital de la Société

Le 12 octobre 2016, en conformité avec les articles 232-1 et suivants du règlement général de l'AMF, Axens, agissant de concert avec IFP Investissements, a déposé auprès de l'AMF un projet d'offre publique d'achat sur les actions de la Société (l'« **Offre Publique d'Achat** »).

L'Offre Publique d'Achat a fait l'objet d'une note d'information de l'Initiateur et d'une note en réponse d'Heurtey Petrochem visées par l'AMF le 29 novembre 2016 respectivement sous les numéros 16-557 et 16-558.

À l'issue de l'Offre Publique d'Achat, ouverte du 1^{er} décembre 2016 au 5 janvier 2017 inclus, puis réouverte du 16 janvier 2017 au 27 janvier 2017 inclus, Axens détenait, de concert avec IFP

Investissements, un total de 4.354.286 actions de la Société, représentant 88,6% du capital social et 88,3% des droits de vote de la Société.

Le 11 avril 2017, IFP Investissements a apporté, par voie d'apport en nature suivant la procédure prévue aux articles L. 225-147 et suivants du Code de commerce, à Axens la totalité des 1.769.785 actions qu'elle détenait au capital de la Société représentant 36,0% du capital social et 36,8% des droits de vote de la Société.

Entre le 27 mars 2017 et le 2 mai 2018, Axens a acquis, sur le marché et hors marché, à un prix unitaire maximum de 30 euros par action, un total de 360.126 actions de la Société, représentant 7,3% du capital social et 7,4% des droits de vote de la Société.

	Date	Prix action
Prix minimum	27 mars 2017	21,69 €
Prix maximum (hors bloc de 172 000 actions)	29 novembre 2017	26,00 €
Bloc de 172.000 actions	2 mai 2018	30,00 €
Prix moyen pondéré sur la période		27,57 €

À la date de la présente note d'information conjointe, compte tenu des opérations d'apport et d'acquisition précitées, Axens détient 4.714.410 actions de la Société, représentant 95,92% du capital social et 95,69% des droits de vote de la Société.

L'Initiateur a annoncé son intention de déposer le projet d'Offre par communiqué de presse en date du 2 mai 2018.

1.2.2 Déclarations de franchissement de seuils

Conformément aux dispositions des articles L. 233-7 et suivants du code de commerce, les déclarations de franchissement de seuils suivantes ont été adressées par Axens à l'AMF et à la Société à la suite des opérations mentionnées à la section 1.2.1 de la présente note d'information conjointe :

Date	Communiqué de l'AMF	Type	Seuils	Type de transaction
18 janvier 2017	217C0193	Hausse	50% du capital et des droits de vote	Acquisition dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat
4 mai 2018	218C0836	Hausse	95% du capital et des droits de vote	Acquisition hors marché

1.2.3 Répartition du capital social de la Société

À la connaissance de l'Initiateur, le capital social et les droits de vote de la Société sont répartis comme suit à la date de la présente note d'information conjointe :

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital social*	Nombre de droits de vote	% des droits de vote*
Axens	4.714.410	95,92%	4.714.410	95,69%
Public	200.315	4,08%	212.583	4,31%
Total	4.914.725	100,00%	4.926.993	100,00%

* Sur la base d'un capital composé de 4.914.725 actions représentant 4.926.993 droits de vote en application du 2ème alinéa de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

1.3 Motifs de l'Offre

Détenant plus de 95% du capital et des droits de vote de la Société, Axens a déposé auprès de l'AMF, conformément aux dispositions de l'article 236-3 du règlement général de l'AMF et comme annoncé

le 2 mai 2018, le projet d'Offre Publique de Retrait qui sera immédiatement suivie d'un Retrait Obligatoire visant la totalité des actions de la Société non détenues par elle.

L'offre est réalisée dans le but de :

- Poursuivre et finaliser l'intégration opérationnelle et commerciale de l'ensemble des activités de Heurtey Petrochem au sein d'Axens ;
- Optimiser la gestion et l'évolution des compétences au sein du Groupe en renforçant les passerelles entre activités opérationnelles ;
- Simplifier la gestion administrative et juridique du groupe dans l'optique de la fusion par voie d'absorption de la Société par l'Initiateur telle que détaillée à la section 1.4.6 ci-après.

La mise en œuvre du Retrait Obligatoire permettra à Heurtey Petrochem de se libérer des obligations réglementaires et administratives liées à l'admission aux négociations de ses actions sur Euronext Growth et dès lors, de réduire les coûts qui y sont associés. En outre, compte tenu du faible flottant et de la liquidité réduite de l'action de la Société, l'Initiateur estime que la cotation de la Société sur Euronext Growth n'est plus justifiée.

L'Offre permettra aux actionnaires minoritaires d'obtenir une liquidité immédiate et intégrale sur leurs actions.

Dans cette perspective, l'Initiateur a mandaté Invest Securities qui a procédé à une évaluation des actions Heurtey Petrochem dont une synthèse est reproduite à la section 4 de la présente note d'information conjointe.

Par ailleurs, en application des dispositions de l'article 261-1 I et II du règlement général de l'AMF, Heurtey Petrochem a procédé à la désignation de la société Sorgem Evaluation, en qualité d'expert indépendant (l'« **Expert Indépendant** ») chargé d'apprécier les conditions financières de l'Offre. Le rapport de l'Expert Indépendant qui conclut au caractère équitable du prix proposé aux actionnaires dans le cadre de l'Offre Publique de Retrait et du Retrait Obligatoire, est intégralement reproduit à la section 5 ci-après.

1.4 Intention de l'Initiateur pour les douze mois à venir

1.4.1 Intentions relatives à la stratégie et politique industrielle

L'Offre fait suite à l'Offre Publique d'Achat qui a constitué une étape importante dans la stratégie de l'Initiateur consistant à créer un groupe industriel technologique de référence ayant la taille critique et les moyens pour développer ses différents métiers mondialement. Le nouvel ensemble est positionné au cœur de la transition énergétique et de la protection de l'environnement.

L'Initiateur entend faire perdurer l'activité du nouvel ensemble ainsi constitué. Cette activité s'articule autour de trois pôles principaux (Produits (Catalyseurs et Adsorbants) / Ventes de Procédés, Technologie, Equipements / Fours et EPC) à destination des industries du raffinage, de la pétrochimie, du gaz et des bio-carburants et intermédiaires chimiques renouvelables. Elle offre une gamme intégrée plus large sur l'ensemble de la chaîne de valeur de la vente de procédés, de catalyseurs et adsorbants, d'équipements et modules, de fours et solutions EPC technologiques, et de services de conseil aux opérateurs.

L'Offre permet également :

- de consolider les métiers de base de chaque société avec une approche marché élargie ;
- de développer la vente de modules sur certaines des technologies Axens et sélectivement certains projets EPC ;
- d'investir et s'inscrire dans la transition énergétique (gaz, efficacité énergétique, bio-carburants) et développement durable (carburants propres, purification, régénération de catalyseurs,...).

1.4.2 Intentions en matière d'emploi

Les activités de la Société ne présentent pas de redondance avec celles de l'Initiateur mais sont très complémentaires à travers le prolongement des activités vers la réalisation d'équipements et de modules industriels. Dans ce cadre, l'Initiateur considère que les capacités de la Société sont importantes pour sa stratégie et le développement de ses activités et a l'intention de les maintenir et de les développer. L'Initiateur ne prévoit donc pas que le rapprochement avec la Société à la suite de l'Offre puisse avoir un impact négatif pour les salariés de la Société et de ses filiales. A l'inverse, l'Offre en élargissant le potentiel de compétences au sein du groupe Axens, favorisera les possibilités d'évolution du personnel au sein de l'ensemble du groupe.

1.4.3 Composition des organes sociaux et de la direction d'Heurtey Petrochem

A la date de la présente note d'information conjointe, le conseil d'administration d'Heurtey Petrochem est composé de :

- Monsieur Olivier Blatter ;
- Monsieur Yves Boscher ;
- Monsieur Christian Dupraz ;
- Monsieur Jean Deseilligny* ;
- Monsieur Jacques Moulin ;
- Monsieur Jean Sentenac (Président du conseil d'administration) ;
- Madame Claire Tutenuit*.

* *Administrateur indépendant.*

La direction générale d'Heurtey Petrochem est assurée par Monsieur Jacques Moulin.

La mise en œuvre de l'Offre ne devrait pas avoir d'incidence sur la composition des organes sociaux d'Heurtey Petrochem.

1.4.4 Politique de distribution de dividendes de la Société

À l'issue de l'Offre, la politique de dividendes de la Société sera examinée, au regard notamment des conditions économiques de l'activité de la Société, de ses résultats financiers, de ses perspectives et opportunités, de ses besoins en termes d'exploitation et de financement et, par conséquent, de sa capacité financière pour réaliser de telles distributions, étant précisé que si la fusion par voie d'absorption de la Société par l'Initiateur, telle que détaillée en section 1.4.7 ci-après, est réalisée avant le 31 décembre 2018, cette politique de distribution deviendra sans objet.

Il est par ailleurs précisé que compte tenu de ses résultats financiers, la société n'a pas de capacité de distribution à court terme.

1.4.5 Intérêt de l'Offre pour la Société et ses actionnaires

L'Offre permet aux actionnaires minoritaires d'Heurtey Petrochem d'obtenir une liquidité immédiate et intégrale de leurs actions.

Les actionnaires d'Heurtey Petrochem qui apporteront leurs actions à l'Offre bénéficieront d'une prime offerte correspondant à 38% par rapport au cours de bourse de clôture de la Société au 4 mai 2018 (dernier jour de cotation avant la suspension du cours) et de 19,3% par rapport au cours moyen pondéré par les volumes des douze (12) derniers mois (en retraçant de l'acquisition du bloc de 172.000 actions réalisé hors marché le 2 mai 2018).

Les éléments d'appréciation du Prix de l'Offre sont présentés en section 4 de la présente note d'information conjointe.

1.4.6 Intentions concernant une éventuelle fusion et synergies envisagées

Dans un souci de simplification des structures juridiques, l'Initiateur et la Société envisagent de fusionner, sous le régime des fusions simplifiées des articles L. 236-11 et suivants du code de commerce, avec effet comptable au 31 décembre 2018. Cette fusion par voie d'absorption de la Société par l'Initiateur serait soumise au régime fiscal de faveur de l'article 210 A du code général des impôts. Dans le cadre de cette opération de fusion placée sous le régime de l'article 210 A du code général des impôts, les reports déficitaires de la Société seraient transférés à l'Initiateur sur agrément préalable de l'administration fiscale, conformément aux dispositions de l'article 209 II du code général des impôts. La Société solliciterait à cet effet l'administration fiscale, dans les conditions prévues à l'article 1649 nonies du code général des impôts, en vue de la délivrance de cet agrément.

Le rapprochement par voie de fusion des deux sociétés n'entend pas générer de synergies de coûts significatives, principalement du fait de la complémentarité des activités respectives de l'Initiateur et de la Société. Bien que difficilement quantifiables, des synergies de revenus devraient être réalisées grâce à une diversification de la clientèle, une expansion géographique et des opportunités accrues de ventes croisées au sein du groupe issu du rapprochement. Les clients respectifs de l'Initiateur et de la Société bénéficieraient alors d'une gamme élargie de produits et de services proposés sur une base intégrée, bénéficiant d'une grande expertise.

1.4.7 Intention relative à la mise en place du Retrait Obligatoire

L'Offre Publique de Retrait sera immédiatement suivie du Retrait Obligatoire de la Société. Les actions Heurtey Petrochem seront radiées d'Euronext Growth à l'issue de l'Offre Publique de Retrait, à la date à laquelle le Retrait Obligatoire sera mis en œuvre.

1.5 Accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue

Il n'existe à la connaissance de l'Initiateur aucun accord susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre.

2. CARACTERISTIQUES DE L'OFFRE

2.1 Termes de l'Offre

En application des dispositions des articles 231-13, 236-3 et 237-1 du règlement général de l'AMF, Invest Securities, agissant en qualité d'Établissement Présentateur pour le compte de l'Initiateur, a déposé le 26 juin 2018 auprès de l'AMF le projet d'Offre sous la forme d'une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire visant les actions Heurtey Petrochem non encore détenues par l'Initiateur, ainsi que la présente note d'information conjointe.

L'Initiateur s'engage irrévocablement à acquérir auprès des actionnaires de la Société toutes les actions visées par l'Offre qui seront apportées à l'Offre Publique de Retrait, au prix de 30,00 euros par action Heurtey Petrochem, payable uniquement en numéraire, pendant une période de dix (10) jours de négociation.

Les actions Heurtey Petrochem qui n'auront pas été présentées à l'Offre Publique de Retrait seront transférées à l'Initiateur dans le cadre du Retrait Obligatoire le jour de négociation suivant la clôture de l'Offre Publique de Retrait, moyennant une indemnisation de 30,00 euros par action Heurtey Petrochem, nette de tous frais.

Conformément à l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, Invest Securities garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

2.2 Nombre et nature des titres visés par l'Offre

Il est rappelé qu'à la date de la présente note d'information conjointe, Axens détient 4.714.410 actions Heurtey Petrochem, représentant 95,92% du capital social et 95,69% des droits de vote

d'Heurtey Petrochem sur la base d'un capital composé de 4.914.725 actions représentant 4.926.993 droits de vote en application du 2ème alinéa de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

L'Offre porte donc sur la totalité des actions Heurtey Petrochem en circulation non détenues, directement ou indirectement, par l'Initiateur à la date de dépôt de l'Offre, soit à la connaissance de l'Initiateur, un nombre maximum de 200.315 actions Heurtey Petrochem, représentant 4,08% du capital social et 4,31% des droits de vote d'Heurtey Petrochem sur la base d'un capital composé de 4.914.725 actions représentant 4.926.993 droits de vote en application du 2ème alinéa de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

Il n'existe, à la connaissance de l'Initiateur, aucune action auto-détenue ni aucun autre droit, titre de capital ou instrument financier pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société.

2.3 Modalités de l'Offre

Le projet d'Offre a été déposée auprès de l'AMF le 26 juin 2018. Un avis de dépôt a été publié par l'AMF sur son site Internet (www.amf-france.org).

Conformément à l'article 231-16 du règlement général de l'AMF, le projet de note d'information conjointe est tenu gratuitement à la disposition du public au siège social de l'Initiateur, de la Société et de l'Établissement Présentateur, et a été mis en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org), d'Axens (www.axens.net) et d'Heurtey Petrochem (www.heurtey.com). En outre, un communiqué de presse conjoint relatif aux termes de l'Offre a été publié le 26 juin 2018.

L'AMF a publié sur son site Internet (www.amf-france.org) une déclaration de conformité motivée 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 présente note d'information conjointe.

La note d'information conjointe ayant ainsi reçu le visa de l'AMF ainsi que les documents « Autres informations » relatifs aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables respectivement de l'Initiateur et de la Société seront, conformément aux articles 231-27 et 231-28 du RGAMF, tenus gratuitement à la disposition du public au siège social de l'Initiateur, de la Société, et de l'Établissement Présentateur, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre Publique de Retrait. Ces documents seront également disponibles sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org), d'Axens (www.axens.net) et d'Heurtey Petrochem (www.heurtey.com).

Conformément aux articles 231-27 et 231-28 du règlement général de l'AMF, un communiqué de presse précisant les modalités de mise à disposition de ces documents sera par ailleurs diffusé par l'Initiateur et la Société au plus tard le deuxième jour de négociation suivant la décision de conformité de l'AMF s'agissant de la note d'information conjointe et au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre Publique de Retrait s'agissant des documents « Autres Informations » relatifs aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur et de la Société. Ce communiqué sera mis en ligne sur les sites Internet d'Axens (www.axens.net) et d'Heurtey Petrochem (www.heurtey.com).

Préalablement à l'ouverture de l'Offre Publique de Retrait, l'AMF publiera un avis d'ouverture et de calendrier de l'Offre, et Euronext Growth publiera un avis rappelant la teneur de l'Offre et annonçant le calendrier et les principales caractéristiques de l'Offre Publique de Retrait ainsi que les conditions de mise en œuvre du Retrait Obligatoire, en ce compris sa date de prise d'effet.

2.4 Procédure d'apport à l'Offre

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

L'apport des actions Heurtey Petrochem à 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, dans un

délai de deux jours de négociation après l'exécution de chaque ordre. Les frais de négociation (incluant notamment 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 tous frais. Le membre de marché acheteur agissant pour le compte de l'Initiateur est Invest Securities.

Les actions Heurtey Petrochem 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 au transfert de leur propriété. L'Initiateur se réserve le droit d'écarter toute action qui ne répondrait pas à cette condition.

Les actionnaires d'Heurtey Petrochem qui souhaiteraient apporter leurs titres à l'Offre Publique de Retrait dans les conditions proposées devront remettre à l'intermédiaire financier dépositaire de leurs actions (établissement de crédit, entreprise d'investissement, etc.) un ordre de vente irrévocable, en utilisant le modèle mis à leur disposition par cet intermédiaire, au plus tard le jour de la clôture de l'Offre Publique de Retrait.

Les actions Heurtey Petrochem détenues sous la forme nominative devront être converties au porteur pour être présentées à l'Offre Publique de Retrait. En conséquence, les intermédiaires financiers teneurs de compte ayant reçu instruction des propriétaires d'actions Heurtey Petrochem inscrites en compte nominatif de les apporter à l'Offre Publique de Retrait devront, préalablement à la vente, effectuer la conversion au porteur desdites actions. Il est précisé que la conversion au porteur d'actions inscrites au nominatif pourrait entraîner la perte pour ces actionnaires d'avantages liés à la détention de leurs titres sous la forme nominative.

Le transfert de propriété des actions apportées à l'Offre Publique de Retrait et l'ensemble des droits attachés (en ce compris le droit aux dividendes) interviendra à la date d'inscription en compte de l'Initiateur, conformément aux dispositions de l'article L. 211-17 du code monétaire et financier. Il est rappelé en tant que de besoin que toute somme due dans le cadre de l'apport des actions à l'Offre Publique de Retrait ne portera pas intérêt et sera payée à la date de règlement-livraison.

Cette Offre et tous les documents y afférents sont soumis au droit français. Tout différent ou litige, de quelque nature que ce soit, se rattachant à la présente Offre sera porté devant les tribunaux compétents.

2.5 Retrait Obligatoire et radiation d'Euronext Growth

Conformément aux dispositions des articles 237-1 et 237-10 du règlement général de l'AMF, à l'issue de l'Offre Publique de Retrait, les actions Heurtey Petrochem qui n'auront pas été présentées à l'Offre Publique de Retrait seront transférées à l'Initiateur (quel que soit le pays de résidence du porteur desdites actions) moyennant une indemnisation de 30 euros par action Heurtey Petrochem, nette de tous frais.

Un avis informant le public du Retrait Obligatoire sera publié par l'Initiateur 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, à l'issue de l'Offre Publique de Retrait, sur un compte bloqué ouvert à cet effet auprès d'Invest Securities, centralisateur des opérations d'indemnisation.

Après la clôture des comptes des affiliés, Invest Securities, sur présentation des attestations de solde délivrées par Euroclear France, créditera les établissements dépositaires teneurs de comptes du montant de l'indemnisation, à charge pour ces derniers de créditer les comptes des détenteurs des actions Heurtey Petrochem 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 Heurtey Petrochem dont les ayants droit sont restés inconnus seront conservés par Invest Securities pendant une durée de 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. Ces fonds seront à la disposition des ayants droit sous réserve de la prescription trentenaire au bénéfice de l'État.

Les actions Heurtey Petrochem seront radiées d'Euronext Growth à l'issue de l'Offre Publique de Retrait, à la date à laquelle le Retrait Obligatoire sera mis en œuvre.

2.6 Calendrier indicatif de l'Offre

Préalablement à l'ouverture de l'Offre Publique de Retrait, l'AMF publiera un avis d'ouverture et de calendrier de l'Offre, et Euronext Growth publiera un avis rappelant la teneur de l'Offre et annonçant les caractéristiques et le calendrier de l'Offre Publique de Retrait ainsi que les conditions de mise en œuvre du Retrait Obligatoire, et notamment sa date de prise d'effet.

Un calendrier est proposé ci-dessous à titre indicatif :

Dates	Principales étapes de l'Offre
26 juin 2018	- Dépôt du projet d'Offre et du projet de note d'information conjointe auprès de l'AMF - Mise à disposition du public et mise en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org), d'Axens (www.axens.net) et d'Heurtey Petrochem (www.heurtey.com) du projet de note d'information conjointe - Diffusion par l'Initiateur et la Société d'un communiqué conjoint de dépôt et de mise à disposition du projet de note d'information conjointe
10 juillet 2018	- Décision de conformité de l'Offre par l'AMF emportant visa de la note d'information conjointe - Mise à disposition du public et mise en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org), d'Axens (www.axens.net) et d'Heurtey Petrochem (www.heurtey.com) de la note d'information conjointe visée - Mise à disposition sur le site internet de l'AMF (www.amf-france.org) de l'avis de conformité - Diffusion par l'Initiateur et la Société d'un communiqué conjoint de mise à disposition de la note d'information conjointe visée par l'AMF - Dépôt des documents « Autres informations » de l'Initiateur et de la Société auprès de l'AMF
11 juillet 2018	- Mise à disposition du public et mise en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org), d'Axens (www.axens.net) et d'Heurtey Petrochem (www.heurtey.com) des documents « Autres informations » - Diffusion par l'Initiateur et la Société d'un communiqué conjoint de mise à disposition des documents « Autres informations » par l'AMF - Publication par l'AMF d'un avis d'ouverture et du calendrier de l'Offre Publique de Retrait
12 juillet 2018 (matin)	- Ouverture de l'Offre Publique de Retrait
25 juillet 2018 (après bourse)	- Clôture de l'Offre Publique de Retrait
À partir du 26 juillet 2018	- Publication par l'AMF de l'avis de résultat de l'Offre Publique

	de Retrait et de mise en œuvre du Retrait Obligatoire - Mise en œuvre du Retrait Obligatoire et radiation des actions Heurtey Petrochem d'Euronext Growth
--	---

2.7 Coûts et modalités de financement de l'Offre

L'acquisition de la totalité des actions Heurtey Petrochem visées par l'Offre, représentera, sur la base du prix unitaire de l'Offre de 30 euros par action, un investissement d'un montant maximum (hors frais liés à l'opération) de 6.009.450 euros.

Le montant global de tous les frais, coûts et dépenses externes exposés dans le cadre de l'Offre, y compris les honoraires et frais des conseils financiers, juridiques et comptables ainsi que les frais de publicité, est estimé à environ 490.000 euros (hors taxes).

Le coût total maximum de l'Offre est ainsi estimé à environ 6.500.000 euros et sera financé par Axens au moyen de fonds propres.

2.8 Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

L'Offre est faite exclusivement en France.

Aucun document relatif à l'Offre n'est destiné à être diffusé dans les pays autres que la France.

L'Offre n'est pas ouverte et n'a pas été soumise au contrôle et/ou à l'autorisation d'une quelconque autorité réglementaire autre que l'AMF et aucune démarche ne sera effectuée en ce sens.

La présente note d'information conjointe et tout autre document relatif à l'Offre ne constituent pas une offre en vue de vendre, d'échanger ou d'acquérir des titres financiers ou une sollicitation en vue d'une telle offre dans un quelconque pays où ce type d'offre ou de sollicitation serait illégale ou à l'adresse de quelqu'un envers qui une telle offre ne pourrait être valablement faite. Les actionnaires de la Société situés ailleurs qu'en France ne peuvent participer à l'Offre que dans la mesure où une telle participation est autorisée par le droit local auquel ils sont soumis, sans qu'aucune formalité ou publicité ne soit requise de la part de l'Initiateur.

L'Offre n'est pas faite à des personnes soumises à de telles restrictions, directement ou indirectement, et ne pourra d'aucune façon faire l'objet d'une acceptation depuis un pays dans lequel l'Offre fait l'objet de restrictions.

Les personnes venant à entrer en possession de la présente note d'information conjointe ou de tout autre document relatif à l'Offre doivent se tenir informées des restrictions légales ou réglementaires applicables et les respecter. Le non-respect de ces restrictions est susceptible de constituer une violation des lois et règlements applicables en matière boursière dans certains pays. L'Initiateur et la Société déclinent toute responsabilité en cas de violation par toute personne des restrictions légales ou réglementaires applicables.

États-Unis d'Amérique

Aucun document relatif à l'Offre, y compris la présente note d'information conjointe, ne constitue une extension de l'Offre aux États-Unis et l'Offre n'est pas faite, directement ou indirectement, aux États-Unis, à des personnes ayant résidence aux États-Unis ou « *US persons* » (au sens du *Règlement S* pris en vertu de l'*U.S. Securities Act* de 1933 tel que modifié), par les moyens des services postaux ou par tout moyen de communication ou instrument de commerce (y compris, sans limitation, la transmission par télécopie, télex, téléphone ou courrier électronique) des États-Unis ou par l'intermédiaire des services d'une bourse de valeurs des États-Unis. En conséquence, aucun exemplaire ou copie de la présente note d'information conjointe, et aucun autre document relatif à

la présente note d'information conjointe ou à l'Offre, ne pourra être envoyé par courrier, ni communiqué et diffusé par un intermédiaire ou toute autre personne aux Etats-Unis de quelque manière que ce soit. Aucun actionnaire de la Société ne pourra apporter ses actions à l'Offre s'il n'est pas en mesure de déclarer (i) qu'il n'est pas une « *US Person* », (ii) qu'il n'a pas reçu aux États-Unis de copie de la présente note d'information conjointe ou de tout autre document relatif à l'Offre, et qu'il n'a pas envoyé de tels documents aux États-Unis, (iii) qu'il n'a pas utilisé, directement ou indirectement, les services postaux, les moyens de télécommunications ou autres instruments de commerce ou les services d'une bourse de valeurs des États-Unis en relation avec l'Offre, (iv) qu'il n'était pas sur le territoire des États-Unis lorsqu'il a accepté les termes de l'Offre, ou transmis son ordre d'apport de titres, et (v) qu'il n'est ni agent ni mandataire agissant pour un mandant autre qu'un mandant lui ayant communiqué ses instructions en dehors des États-Unis. Les intermédiaires habilités ne pourront pas accepter les ordres d'apport de titres qui n'auront pas été effectués en conformité avec les dispositions ci-dessus à l'exception de toute autorisation ou instruction contraire de ou pour le compte de l'Initiateur, à la discrétion de ce dernier. Toute acceptation de l'Offre dont on pourrait supposer qu'elle résulterait d'une violation de ces restrictions serait réputée nulle.

La présente note d'information conjointe ne constitue ni une offre d'achat ou de vente ni une sollicitation d'un ordre d'achat ou de vente de valeurs mobilières aux États-Unis et n'a pas été soumis à la *Securities and Exchange Commission* des Etats-Unis.

Pour les besoins des deux paragraphes précédents, on entend par États-Unis, les États-Unis d'Amérique, leurs territoires et possessions, ou l'un quelconque de ces États et le District de Columbia.

2.9 Frais de courtage et rémunération des intermédiaires

Aucun frais ne sera remboursé ni aucune commission ne sera versée par l'Initiateur à un porteur qui apporterait ses actions à l'Offre Publique de Retrait, ou à un quelconque intermédiaire ou à une quelconque personne sollicitant l'apport d'actions à l'Offre Publique de Retrait.

2.10 Régime fiscal de l'Offre en France

La description du traitement fiscal français de l'Offre résumé ci-après est basée sur la législation actuellement en vigueur, laquelle est susceptible d'évoluer du fait des modifications ultérieures pouvant être apportées aux règles fiscales françaises (éventuellement avec un effet rétroactif) et à leur interprétation par les tribunaux et/ou l'administration fiscale.

Les informations ci-après constituent un résumé donné uniquement à titre d'information générale et ne peuvent en aucun cas être considérées comme une analyse complète de toutes les conséquences fiscales susceptibles de s'appliquer aux porteurs des actions. Les porteurs des actions devront contacter leur conseil fiscal habituel afin de déterminer le régime fiscal applicable à leur situation.

Les porteurs d'actions qui ne sont pas résidents fiscaux en France devront également se conformer à la législation en vigueur dans leur Etat de résidence, sous réserve de l'application d'une éventuelle convention fiscale internationale signée entre cet Etat de résidence et la France.

2.10.1 Personnes physiques résidentes fiscales en France détenant des actions dans le cadre de la gestion de leur patrimoine privé et ne réalisant pas d'opérations de bourse dans des conditions analogues à celles qui caractérisent une activité exercée par une personne se livrant à titre professionnel à de telles opérations

(a) Régime de droit commun

(i) Impôt sur le revenu

Conformément aux dispositions des articles 150-0 A et suivants et 200 A du code général des impôts (ci-après « **CGI** »), les gains nets de cession d'actions réalisés par des personnes physiques depuis le 1^{er} janvier 2018 sont soumis à l'impôt sur le revenu au taux forfaitaire de 12,8% (« *prélèvement forfaitaire unique* » ou « *PFU* »).

Toutefois, les contribuables peuvent, par l'exercice d'une option expresse et irrévocable lors du dépôt de la déclaration de revenus de l'année concernée, choisir de soumettre ces gains nets au barème progressif de l'impôt sur le revenu. Cette option est globale et entraîne la soumission au barème progressif de l'impôt sur le revenu de l'ensemble des revenus, gains nets, profits et créances de l'année entrant normalement dans le champ d'application du prélèvement au taux forfaitaire de 12,8%.

Lorsque cette option est exercée, les gains nets afférents à des actions acquises avant le 1^{er} janvier 2018 sont retenus pour leur montant après application, le cas échéant, de l'abattement pour durée de détention prévu à l'article 150-0 D du CGI, égal à :

- 50% de leur montant lorsque les actions sont détenues depuis au moins deux ans mais moins de huit ans, à la date de la cession ;
- 65% de leur montant lorsque les actions sont détenues depuis au moins huit ans, à la date de la cession.

Afin de déterminer l'abattement applicable aux porteurs d'actions ayant apporté leurs actions à l'Offre, la durée de détention est généralement calculée, sous réserve de circonstances particulières, en prenant pour point de départ la date d'acquisition ou de souscription des actions apportées à l'Offre.

En application de l'article 150-0 D 11 du CGI, le gain net imposable est calculé après déduction des moins-values subies au cours de la même année ou reportées sur les plus-values de même nature réalisées l'année de la cession ou durant les dix (10) années suivantes (aucune imputation sur le revenu global n'est possible). L'abattement pour durée de détention éventuel s'applique en fonction des plus-values « nettes », c'est-à-dire après déduction des éventuelles moins-values.

(ii) Prélèvements sociaux

Les gains nets réalisés lors de la cession des actions seront soumis, sans aucun abattement, aux prélèvements sociaux dont le montant global s'élève actuellement à 17,2%, à savoir :

- la contribution sociale généralisée (CSG) au taux de 9,9% ;
- 0,5 % au titre de la contribution pour le remboursement de la dette sociale (« CRDS ») ;
- 4,8 % au titre du prélèvement social et de sa contribution additionnelle ;
- 2 % au titre du prélèvement de solidarité.

Lorsque le contribuable a fait le choix – par l'exercice de l'option expresse et irrévocable mentionnée ci-dessus – de soumettre ses revenus mobiliers au barème progressif de l'impôt sur le revenu, une fraction de 6,8 % de la CSG est déductible du revenu global imposable l'année du paiement de ladite contribution. En revanche, lorsque le PFU est appliqué, aucune déduction n'est possible.

(iii) Contribution exceptionnelle sur les hauts revenus

L'article 223 sexies du CGI institue à la charge des contribuables passibles de l'impôt sur le revenu une contribution exceptionnelle sur les hauts revenus applicables lorsque le revenu fiscal de référence du contribuable concerné et son foyer excède certaines limites.

Cette contribution est calculée en appliquant un taux de :

- 3 % à la fraction du revenu fiscal de référence comprise entre 250 000 et 500 000 euros pour les contribuables célibataires, veufs, séparés ou divorcés et à la fraction du revenu comprise entre 500 000 et 1 000 000 euros pour les contribuables soumis à imposition commune ;
- 4 % à la fraction du revenu fiscal de référence supérieure à 500 000 euros pour les contribuables célibataires, veufs, séparés ou divorcés et à la fraction du revenu supérieure à 1.000.000 euros pour les contribuables soumis à imposition commune.

Le revenu fiscal de référence du foyer fiscal de référence est défini conformément aux dispositions du 1° du IV de l'article 1417 du CGI, sans qu'il soit fait application des règles du quotient définies à l'article 163-0 A du CGI, et comprend notamment les gains nets de cession d'actions réalisés par les contribuables concernés, avant application, le cas échéant, de l'abattement pour durée de détention mentionné ci-dessus.

(b) Régime particulier applicable aux actions détenues dans le cadre de plans d'épargne en actions (plans d'épargne en actions « classiques » (PEA classique) ou plans d'épargne en actions destinés à financer les petites et moyennes entreprises et les entreprises de taille intermédiaire (PEA-PME-ETI)) (ci-après « PEA »)

Les personnes détenant les actions dans le cadre d'un PEA peuvent participer à l'Offre.

Sous réserve de certaines conditions, le PEA donne droit (i) au cours de la durée de vie du PEA, à une exonération d'impôt sur le revenu et de contributions sociales au titre des revenus et plus-values générés par les placements effectués dans le cadre du PEA, sous réserve en particulier que ces revenus et plus-values demeurent investis dans le PEA, et (ii) lors de la clôture du PEA (si elle intervient plus de cinq (5) ans mais avant huit (8) ans) ou lors d'un retrait partiel (s'il intervient plus de huit (8) ans après la date d'ouverture du PEA), à une exonération d'impôt sur le revenu du gain net réalisé depuis l'ouverture du PEA, ledit gain net n'étant, en outre, pas pris en compte pour le calcul de la contribution exceptionnelle sur les hauts revenus décrite ci-dessus, mais demeurant toutefois soumis aux prélèvements sociaux décrits ci-dessus (étant toutefois précisé que le taux effectif de ces prélèvements sociaux peut varier selon la date à laquelle le gain considéré est réalisé).

Des dispositions particulières, non décrites dans le cadre de la présente note d'information conjointe, s'appliquent en cas de réalisation de moins-values, de clôture du plan avant la fin de la cinquième année suivant l'ouverture du PEA, ou de sortie du PEA prenant la forme de rentes viagères.

Les actionnaires concernés sont invités à contacter leur conseil fiscal habituel.

2.10.2 Personnes morales résidentes fiscales en France et assujetties à l'impôt sur les sociétés dans les conditions du droit commun

(a) Régime de droit commun

Les plus-values réalisées à l'occasion de la cession d'actions sont, en principe, comprises (sauf régime particulier, cf. *infra*) dans le résultat soumis à l'impôt sur les sociétés au taux de droit commun (fixé, pour les exercices ouverts en 2018, à 28% pour la fraction de bénéfices n'excédant pas 500.000 euros et à 33,1/3% au-delà) majoré, le cas échéant, de la contribution sociale de 3,3% (article 235 ter ZC du CGI), qui s'applique au montant de l'impôt sur les sociétés diminué d'un abattement qui ne peut excéder 763.000 euros par période de 12 mois.

Cependant, les sociétés dont le chiffre d'affaires (hors taxes) est inférieur à 7.630.000 euros, et dont le capital social, entièrement libéré, a été détenu de façon continue à hauteur d'au moins 75% pendant l'exercice fiscal en question par des personnes physiques ou par des sociétés remplissant elles-mêmes ces conditions, bénéficient d'un taux réduit d'impôt sur les sociétés de 15% dans la limite d'un bénéfice imposable de 38.120 euros pour une période de 12 mois. En pratique, ces sociétés sont également exonérées de la contribution sociale de 3,3% mentionnée ci-dessus.

Les moins-values réalisées lors de la cession d'actions viennent, en principe (et sauf régime particulier, cf. notamment *infra* titres de participation), en déduction des résultats imposables à l'impôt sur les sociétés de la personne morale.

Il est enfin précisé que (i) certains des seuils mentionnés ci-dessus (c'est-à-dire chiffre d'affaires ou bénéfice) suivent des règles spécifiques si le contribuable est membre d'un groupe fiscal intégré et que (ii) l'apport des actions à l'Offre est susceptible d'avoir pour effet de mettre fin à un éventuel

report ou sursis d'imposition dont auraient pu bénéficier les titulaires de ces actions dans le cadre d'opérations antérieures.

(b) Régime spécial des plus-values à long terme (plus-values de cession de titres de participation)

Conformément aux dispositions de l'article 219 I-a quinquies du CGI, les plus-values nettes réalisées à l'occasion de la cession de titres qualifiés de « titres de participation » au sens dudit article et qui ont été détenus depuis au moins deux ans à la date de la cession sont exonérées d'impôt sur les sociétés, sous réserve de la réintégration dans les résultats imposables d'une quote-part de frais et charges égale à 12% du montant brut des plus-values ainsi réalisées. Cette réintégration est soumise à l'impôt sur les sociétés au taux de droit commun (fixé, pour les exercices ouverts en 2018, à 28% pour la fraction de bénéfices n'excédant pas 500.000 euros et à 33,1/3% au-delà) majoré, le cas échéant, de la contribution sociale de 3,3% mentionnée ci-dessus.

Pour l'application des dispositions de l'article 219 I-a quinquies du CGI, constituent des titres de participations (a) les actions revêtant ce caractère sur le plan comptable, (b) les actions acquises en exécution d'une offre publique d'achat ou d'échange par l'entreprise qui en est l'initiatrice, ainsi que (c) les titres ouvrant droit au régime fiscal des sociétés mères (tel que défini aux articles 145 et 216 du CGI) à condition de détenir au moins 5% des droits de vote de la société émettrice si ces titres sont inscrits en comptabilité au compte de titres de participation ou à une subdivision spéciale d'un autre compte du bilan correspondant à leur qualification comptable, à l'exception des titres de sociétés à prépondérance immobilière (article 219 I-a, al. 3 du CGI).

Les personnes susceptibles d'être concernées sont invitées à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel afin d'étudier si les actions qu'elles détiennent constituent ou non des "titres de participation" au sens de l'article 219 I-a quinquies du CGI.

Les conditions d'utilisation et de report des moins-values à long terme obéissent à des règles spécifiques et les contribuables sont également invités à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel sur ce point.

2.10.3 Personnes non résidentes fiscales en France

Sous réserve des dispositions des conventions fiscales internationales applicables, les plus-values réalisées lors du transfert des actions par une personne (i) qui n'est pas fiscalement domiciliée en France au sens de l'article 4 B du CGI ou dont le siège social est situé hors de France (à condition que les actions ne soient pas détenues par le biais d'une installation fixe d'affaires ou d'un établissement stable assujetti à l'impôt sur les sociétés en France, au bilan duquel figureraient les actions) et (ii) qui n'a, à aucun moment au cours des cinq (5) années précédant la cession, détenu directement ou indirectement, seule ou avec certains membres de sa famille, une participation représentant plus de 25% des droits financiers de la Société (participation substantielle), sont en principe exonérées d'impôt en France (articles 244 bis B et C du CGI). Cependant, les plus-values réalisées par des personnes physiques et morales domiciliées, établies ou constituées hors de France dans un Etat ou territoire non coopératif au sens de l'article 238-0 A du CGI sont, nonobstant ce qui précède et indépendamment du pourcentage des droits financiers détenus dans la Société, imposées au taux forfaitaire de 75%. La liste des Etats ou territoires non coopératifs est fixée par arrêté ministériel et mise à jour annuellement.

Les actionnaires non fiscalement résidents en France sont invités à examiner leur propre situation fiscale avec leur conseil fiscal habituel, en particulier afin de prendre en compte le régime fiscal applicable tant en France que dans leur pays de résidence.

2.10.4 Actionnaires soumis à un régime fiscal différent

Les porteurs d'actions relevant d'un régime fiscal autre que ceux décrits ci-dessus et qui participent à l'Offre, en particulier les contribuables dont les opérations portant sur les actions dépassent le cadre

de la gestion de leur patrimoine privé ou qui réalisent des opérations de bourse à titre habituel, sont invités à analyser leur situation particulière avec leur conseil fiscal habituel.

2.10.5 Droits d'enregistrement

Conformément à l'article 726 du CGI, aucun droit d'enregistrement n'est exigible en France au titre de la cession des actions d'une société cotée qui a son siège social en France, à moins que la cession ne soit (i) volontairement présentée à la formalité de l'enregistrement auprès de l'administration fiscale ou (ii) constatée par un acte (quel que soit le lieu de signature de ce dernier).

Dans la mesure où la Société n'est pas une société dont la capitalisation boursière est supérieure à 1.000.000.000 d'euros au 1^{er} décembre de l'année précédant la date d'acquisition, l'acquisition des actions de la Société ne sera pas soumise à la taxe sur les transactions financières prévue par l'article 235 ter ZD du CGI (actuellement au taux de 0,3%).

3. **INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIÉTÉ**

3.1 **Structure et répartition du capital de la Société**

Le capital de la Société, d'un montant de 16.415.181,50 euros à la date de la présente note d'information conjointe est divisé en 4.914.725 actions, d'une valeur nominale de 3,34 euros chacune, entièrement libérées et toutes de même catégorie.

À la date de la présente note d'information conjointe et à la connaissance de la Société, la répartition du capital social et des droits de vote de la Société est la suivante :

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital social*	Nombre de droits de vote	% des droits de vote*
Axens	4.714.410	95,92%	4.714.410	95,69%
Public	200.315	4,08%	212.583	4,31%
Total	4.914.725	100,00%	4.926.993	100,00%

Il n'existe aucun autre titre de capital, ni aucun autre instrument financier ou droit pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société.

3.2 **Autocontrôle**

À la date de la présente note d'information conjointe, la Société ne détient aucune de ses actions.

3.3 **Restrictions à l'exercice du droit de vote et aux transferts d'actions**

Il n'existe pas de restrictions statutaires ou de nature conventionnelle relatives à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions de la Société.

Conformément aux articles L. 233-7 et suivants du Code de commerce, toute personne physique ou morale, agissant seule ou de concert, qui vient à franchir à la hausse ou à la baisse les seuils prévus par ces articles doit informer la Société du nombre total d'actions qu'elle possède, dans les délais et conditions prévus par les dispositions légales et réglementaires. Elle doit en informer également l'AMF dans les conditions prévues par lesdits articles.

En cas de non-respect de cette obligation d'information, l'actionnaire sera, dans les conditions et limites définies par le code de commerce, privé du droit de vote afférent aux titres dépassant le seuil considéré.

L'article 8.3 des statuts de la Société impose par ailleurs une obligation de déclaration de franchissement de seuil statutaire. En vertu de l'article 8.3 des statuts, toute personne physique ou morale, agissant seule ou de concert, qui détient ou vient à posséder, directement ou indirectement, au moins 3% du capital, des droits de vote, ou de titres donnant accès au capital, est tenue, dans les

cinq jours de ce franchissement, de déclarer à la Société, par lettre recommandée avec avis de réception, la date à laquelle ce seuil a été franchi, le nombre d'actions, de droits de vote et éventuellement de titre donnant accès au capital qu'elle détient ou contrôle.

Pour la détermination des pourcentages de détention, il est tenu compte des actions ou des droits de vote possédés ainsi que ces termes sont définis par les articles L. 223-3, L. 223-9 et L. 223-10 du code de commerce.

Cette déclaration doit également être faite chaque fois que, à la hausse ou à la baisse, un actionnaire, agissant seul ou de concert, franchit ce même seuil de 3% ou un seuil constitué par un multiple de 3%.

En cas de non-respect de l'obligation d'information mentionnée aux deux alinéas qui précèdent, l'actionnaire sera, dans les conditions et limites définies par le Code de commerce, privé du droit de vote afférent aux titres dépassant le seuil considéré, si à l'occasion d'une assemblée, le défaut de déclaration a été contresigné dans un procès-verbal et sur demande d'un ou plusieurs actionnaires détenant 3% au moins du capital social ou des droits de vote de la Société.

3.4 Clauses de conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition et portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote de la Société (article L. 223-11 du code de commerce)

Aucune clause de convention prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions de la Société et portant sur au moins 0,5% de son capital ou de ses droits de vote n'a été portée à la connaissance de la Société en application de l'article L. 223-11 du code de commerce.

3.5 Participations directes ou indirectes au sein du capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil

A la connaissance de la Société, selon les dernières informations sur les franchissements de seuils communiquées et les déclarations d'opérations en période de pré-offre, les actionnaires de la Société détenant plus de 2% de son capital et/ou de ses droits de vote sont indiqués dans le tableau figurant à la section 3.1 ci-avant.

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

Aucune action de la Société ne comporte de droits de contrôle spéciaux.

3.7 Mécanisme de contrôle prévu dans un éventuel système d'actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier

Néant.

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

La Société n'a connaissance d'aucun accord entre actionnaires pouvant entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote.

3.9 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts de la Société

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

Les stipulations concernant les organes d'administration et de direction figurent dans le Titre III des statuts de la Société.

En vertu de l'article 13 de ses statuts, la Société est administrée par un conseil d'administration composé de trois membres au moins et de dix-huit membres au plus, sous réserve des dérogations prévues par la loi.

Les membres du conseil d'administration sont nommés pour une durée de trois ans, sous réserve des dispositions relatives à la limite d'âge. Ils sont rééligibles sous la même réserve.

Dès lors que le nombre d'administrateurs ayant dépassé 80 ans est supérieur au tiers des administrateurs en fonction, l'administrateur le plus âgé est réputé démissionnaire d'office. Le mandat de l'administrateur ainsi réputé démissionnaire d'office prendra fin à sa date d'échéance.

Pendant la durée de son mandat, chaque administrateur doit être propriétaire d'une action au moins, sous réserve des dérogations prévues par la loi.

Le Conseil d'administration élit parmi ses membres un Président, personne physique, qui organise et dirige les travaux du Conseil d'administration.

3.9.2 Règles applicables à la modification des statuts de la Société

Conformément à l'article 21 des statuts de la Société, aucune clause statutaire ne prévoit de stipulations différentes de celles prévues par la loi en matière de modification des statuts.

3.10 **Pouvoir du conseil d'administration en particulier en matière d'émission ou de rachat d'actions**

Le conseil d'administration détermine les orientations de l'activité de la Société et veille à leur mise en œuvre.

Outre les pouvoirs généraux qui lui sont accordés par la loi et les statuts, le conseil d'administration dispose des délégations suivantes, qui lui ont été conférées par l'assemblée générale des actionnaires réunie le 3 juin 2016 :

Opération	Montant nominal maximum	Date de l'autorisation	Durée	Echéance	Utilisation
Délégation de compétence au conseil d'administration pour augmenter le capital social par incorporation de primes, réserves, bénéfices ou autres	Montant nominal maximum de l'augmentation de capital : 1,5 millions d'euros	06/06/2016	26 mois	03/09/2018	Non
Délégation de compétence au conseil d'administration en vue d'émettre des actions ordinaires donnant, le cas échéant, accès à des actions ordinaires ou à l'attribution de titres de créance, avec maintien du droit préférentiel de souscription	Montant nominal maximum de l'augmentation de capital : 8 millions d'euros Montant nominal maximum des titres de créances : 50 millions d'euros	06/06/2016	26 mois	03/09/2018	Non
Délégation de compétence au conseil d'administration en vue d'émettre des actions ordinaires et/ou des valeurs mobilières donnant accès au capital, avec suppression du droit préférentiel de souscription, au profit des adhérents d'un plan d'épargne d'entreprise en	Montant nominal maximum de l'augmentation de capital : 1% du montant du capital social	06/06/2016	26 mois	03/09/2018	Non

application des articles L. 3332-18 et suivants du code du travail					
--	--	--	--	--	--

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

La présente Offre n'entraîne aucun changement de contrôle de la Société, celle-ci étant déjà contrôlée par l'Initiateur avant le lancement de l'Offre.

3.12 **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 mandat ou emploi prend fin en raison d'une offre publique**

Aucun accord avec la Société ne prévoit d'indemnités pour les dirigeants, 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.

4. **ÉLÉMENTS D'APPRÉCIATION DU PRIX DE L'OFFRE**

4.1 **Informations préliminaires**

La présente Offre initiée par Axens porte sur les actions Heurtey Petrochem (la « **Société** ») non détenues à ce stade, soit 200.315 titres représentant 4,08% du capital. Le prix proposé est de 30 euros.

4.2 **Données financières de base**

4.2.1 Agrégats de référence

Les éléments financiers utilisés pour apprécier les termes de l'Offre sont basés sur les états financiers consolidés et audités de Heurtey Petrochem pour les exercices 2013, 2014, 2015, 2016 et 2017, les rapports de gestion pour les exercices 2013, 2014, 2015, 2016 et 2017, ainsi qu'un plan d'affaires 2018-2023 établi par la Société en mai 2018.

4.2.2 Présentation des activités

Fondé en 1953, Heurtey Petrochem est un groupe international d'ingénierie pétrolière et gazière présent sur deux segments de marché :

- **Les fours de procédés** (69% du CA 2017) pour le raffinage, la pétrochimie et l'hydrogène, domaine dans lequel Heurtey Petrochem est l'un des leaders mondiaux,
- **Le traitement du gaz naturel** (31% du CA 2017) au travers de sa filiale Prosernat. Dans ce domaine, le Groupe intervient à la fois comme fournisseur de technologies et comme ingénierie EPC (Engineering, Procurement & Construction).

Le Groupe a réalisé un chiffre d'affaires de 235,5 millions d'euros en 2017, dont la répartition géographique est la suivante : (i) France / Europe / Russie : 7%, (ii) Moyen Orient / Afrique : 30%, (iii) Inde / Asie / Océanie : 37%, 4) Amériques : 26%.

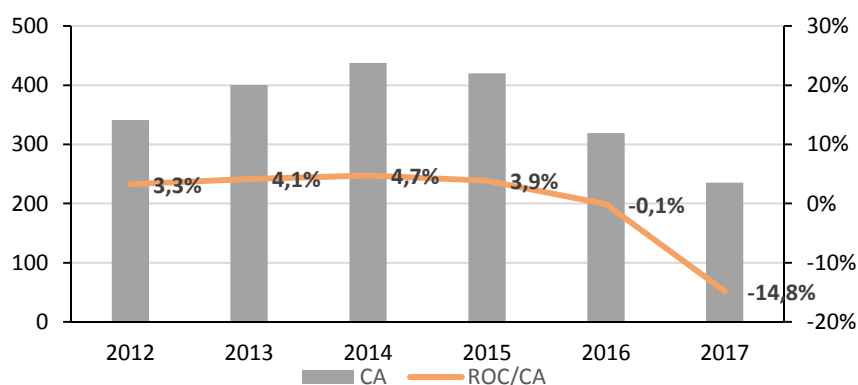
4.2.3 Historique des résultats

Période 2012/2014 : forte croissance et amélioration de la profitabilité

Sur la période 2012/14, Heurtey Petrochem enregistre une forte croissance de son activité dans un marché dynamique porté par des prix du pétrole élevés et la signature d'un contrat de plus de 200 millions d'euros avec ExxonMobil aux Etats-Unis en 2013. Le taux moyen de variation annuelle (TMVA) du chiffre d'affaires 2012/14 ressort à +13%, permettant au chiffre d'affaires 2014 d'atteindre un niveau record de 437,5 millions d'euros (Fours 80% et Gaz 20%).

Dans le même temps, la profitabilité du groupe s'améliore avec un taux de marge de Résultat Opérationnel Courant qui passe de +3,3% en 2012 à +4,7% en 2014 (Résultat Opérationnel Courant 2014 de +20,7 millions d'euros).

Heurtey Petrochem : CA et Résultat Opérationnel Courant/CA 2012/17

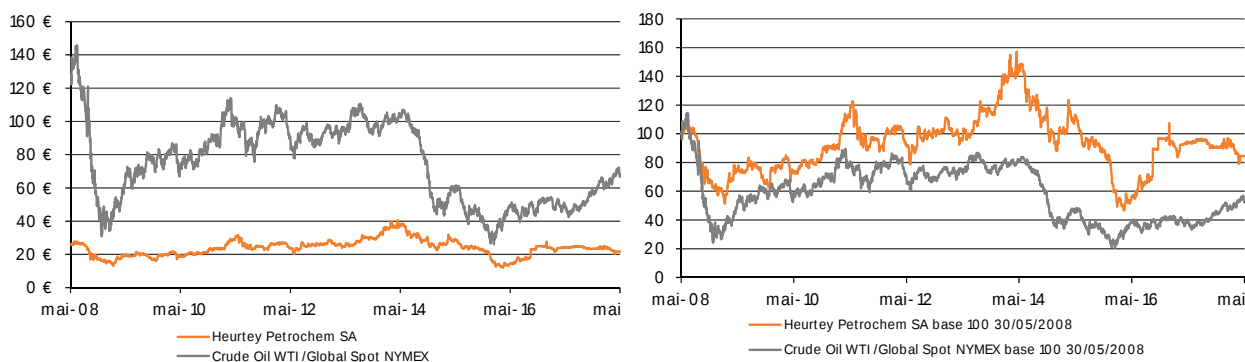


Source : société

Période 2015/2017 : retournement du marché et difficultés d'exécutions de contrats pèsent sur les résultats

A partir de 2015, Heurtey Petrochem a dû faire face au retournement du marché du secteur Oil & Gas consécutif à la baisse des cours du pétrole. A la faveur d'un bon carnet de commandes fin 2014 (507 millions d'euros vs plus haut historique de 543 millions d'euros fin 2013), l'exercice 2015 résiste avec un chiffre d'affaires en baisse de -4% et un Résultat Opérationnel Courant de 16,3 millions d'euros (-22%). Face à la dégradation de l'environnement, le groupe met en place en 2015 un plan de restructuration (provision de 4,7 millions d'euros en 2015) avec un objectif de réduction des coûts fixes annuels de 10 millions d'euros à partir de 2017 (suppression de 15% des effectifs d'ingénierie).

Heurtey Petrochem, WTI : évolution du cours 2008/18



Source : Facstet Estimates

Face à la faiblesse persistante du marché qui entraîne une baisse de l'activité, un niveau important de sous-charge renforcé par la faiblesse de prise de commandes et des difficultés d'exécution sur certains projets, la situation financière de Heurtey Petrochem va se dégrader fortement sur les exercices 2016 et 2017. Sur ces 2 années, le chiffre d'affaires chute de -25% par an et le Résultat Opérationnel Courant 2016 ressort tout juste à l'équilibre (-0,3 millions d'euros). L'absence de reprise va contraindre Heurtey Petrochem à publier plusieurs profit warning sur l'exercice 2017 dont

le Résultat Opérationnel Courant ressort en perte de -34,9 millions d'euros et le Résultat Net s'établit à -42,9 millions d'euros.

Heurtey Petrochem : Compte de résultat 2013/17

Compte résultat (m €)	2013	2014	2015	2016	2017
CA	400,5	437,5	420,3	319,1	235,5
var.	+17%	+9%	-4%	-24%	-26%
Coût des ventes	-348	-377	-361	-284	-238
Marge Brute	52,6	60,6	59,8	34,9	-2,3
chg.	+18%	+15%	-1%	-42%	ns
Frais adm. inistratif	-32,3	-36,0	-39,7	-31,1	-28,4
EBE retraité (EBITDA retraité)	20,3	24,5	20,1	3,8	-30,7
Dotations aux am.ort. & prov.	-3,7	-3,8	-3,8	-4,1	-4,2
Résultat Op. Courant (ROC)	16,6	20,7	16,3	-0,3	-34,9
var.	nd	+24,8%	-21,5%	n.s.	n.s.
Éléments non courants	-1,8	-0,6	-0,6	-6,6	-4,4
Résultat Opérationnel (RO)	14,8	20,2	15,7	-6,9	-39,3
var.	nd	+36,3%	-22,2%	n.s.	n.s.
Résultat financier	-2,6	-5,4	0,2	-2,2	-3,5
IS	-4,9	-5,0	-7,7	2,0	0,0
Tx IS / RCA IS	-40%	-34%	-49%	ns	+0%
SM E+M inoritaires	-1,4	-0,6	0,1	-0,1	-0,1
RN pdg	5,9	9,2	8,3	-7,2	-42,9
var.	nd	+56,7%	-9,9%	n.s.	n.s.

Source : société

4.2.4 Bilan économique 2013-17

L'actif économique de Heurtey Petrochem comprend les principaux points suivants :

- Des écarts d'acquisitions (64,2 millions d'euros au 31/12/17) se répartissant comme suit : Fours (USA et Corée) 26,9 millions d'euros, Gaz 34,8 millions d'euros et autres 2,4 millions d'euros.
- Des actifs incorporels (8,8 millions d'euros au 31/12/17, dont 5,5 millions d'euros de Concessions et Brevets).
- Des actifs corporels (8,8 millions d'euros au 31/12/17).
- Un besoin en fonds de roulement qui se dégrade fortement (2,4 millions d'euros à fin 2017, soit 4 jours de chiffres d'affaires). Historiquement et compte tenu de son activité (avances sur commandes), le BFR est structurellement négatif en début et milieu de cycle (cf. exercices 2013/15) et légèrement positif en fin de cycle (BFR de 2,4 millions d'euros fin 2017).

Le passif économique de Heurtey Petrochem comprend les principaux points suivants :

- Des capitaux propres part du groupe de 40,0 millions d'euros au 31/12/17.

- Des provisions (11,8 millions d'euros au 31/12/17) se décomposant principalement en : provisions pour garantie (5,1 millions d'euros au 31/12/17), provisions pour retraites (1,9 millions d'euros au 31/12/17), et provisions pour pertes à terminaison (-2,3 millions d'euros au 31/12/17), provisions pour charges de loyers futurs des locaux de Prosernat à la Défense suite à son déménagement (-2,3 millions d'euros au 31/12/17) au début de l'année 2018.
- Une dette financière nette de 45,6 millions d'euros au 31/12/17, intégrant une avance en compte courant de 56,0 millions d'euros d'Axens.

Heurtey Petrochem : Bilan 2013/17

Bilan	2013	2014	2015	2016	2017
Ecart d'acquisition	56,8	65,3	67,1	68,2	64,2
Autres incorporelles	8,6	8,0	11,0	9,9	8,8
Immobilisations corporelles	9,2	8,8	11,0	10,8	8,8
Autres actifs immobilisés	3,7	3,1	4,2	9,9	13,6
Total Actifs immobilisés	78,3	85,2	93,3	98,7	95,4
BFR	-32,7	-20,2	-8,2	3,6	2,4
Total actif économique	45,6	65,0	85,1	102,3	97,8
Capitaux Propres groupe	35,1	78,0	93,6	89,2	40,0
Minoritaires	16,0	0,2	0,2	0,3	0,4
Provisions	5,3	6,5	8,5	10,8	11,8
Dette financière	-10,9	-19,7	-17,3	2,0	45,6
Total passif économique	45,6	65,0	85,1	102,3	97,8

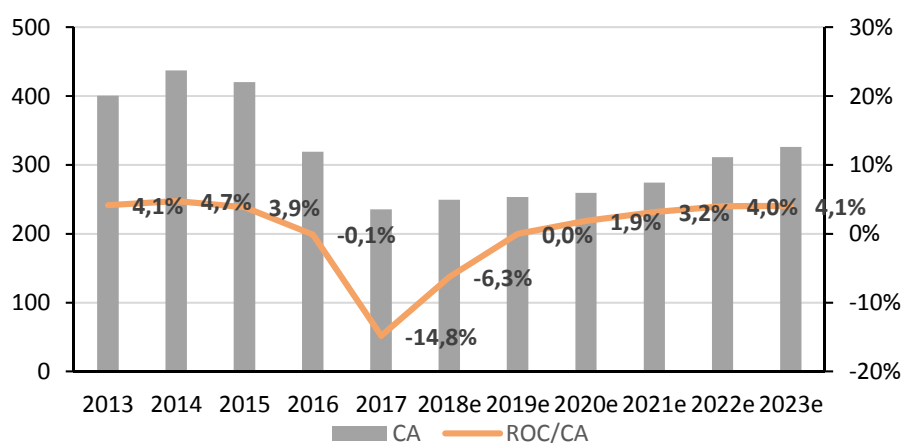
Source : société

4.2.5 Analyse du plan d'affaires 2018-23

La société a établi en mai 2018 un plan d'affaires 2018-2023 qui prévoit notamment :

- Une croissance moyenne annuelle du chiffre d'affaires de +6%, alimentée par les deux branches (TMVA du CA 2017/23 Fours +6,0% et TMVA du CA 2017/23 Gaz +4,5%). A partir de 2022, Heurtey Petrochem devrait retrouver un niveau de chiffre d'affaires supérieur à 300 millions d'euros.
- Une amélioration continue de la rentabilité qui retrouve son niveau normatif estimé avec une marge du Résultat Opérationnel Courant supérieure ou égale à 4% en 2022/23. Le Résultat Opérationnel Courant 2018 devrait encore ressortir en perte (-15,7 millions d'euros) impacté par des difficultés rencontrées sur deux contrats et la faiblesse encore marquée du volume d'activité. L'équilibre opérationnel devrait être atteint au cours de l'exercice 2019.

Heurtey Petrochem : CA et Résultat Opérationnel Courant/CA 2013/23



Source : société

Heurtey Petrochem : plan d'affaires prévisionnel 2017/23

Compte résultat (m €)	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
CA	235,5	249,4	253,3	259,3	274,2	311,4	326,2
var.	-26%	+6%	+2%	+2%	+6%	+14%	+5%
Coût des ventes	-238	-236	-227	-227	-238	-270	-283
Marge Brute	-2,3	13,4	26,8	32,1	36,5	41,4	43,2
chg.	ns	ns	+99%	+20%	+14%	+14%	+4%
Frais adm. et strat.	-28,4	-24,9	-22,9	-23,5	-24,4	-25,8	-26,9
EBE retraité (EBITDA retraité)	-30,7	-11,4	3,9	8,5	12,1	15,7	16,3
Dotations aux am. et prov.	-4,2	-4,2	-3,9	-3,7	-3,5	-3,2	-3,0
Résultat Op. Courant (ROC)	-34,9	-15,7	0,0	4,8	8,6	12,4	13,3
var.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	+79%	+44%	+7%
Éléments non courants	-4,4	-0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat Opérationnel (RO)	-39,3	-16,2	0,0	4,9	8,7	12,5	13,3
var.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	+79%	+44%	+7%
Résultat financier	-3,5	-2,0	-1,8	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5
IS	0,0	-5,3	-0,8	-1,0	-1,2	-1,7	-1,8
Tx IS / RCA IS	+0%	ns	ns	-31%	-17%	-16%	-15%
SM E+M invariants	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
RN pdg	-42,9	-23,6	-2,5	2,3	6,0	9,3	10,0
var.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	+161%	+54%	+8%

Source : société

Ce plan d'affaires intègre par ailleurs :

- Une diminution progressive du taux d'imposition normatif qui passe de 30% en 2018 à 25% en 2023, afin d'intégrer les réformes fiscales aux Etats-Unis et en France.
- Un Besoin en Fonds de Roulement qui tend vers zéro dans la mesure où le groupe n'espère pas retrouver des conditions financières aussi favorables de la part de ses clients dans l'exécution de ses contrats (avances et acomptes reçus à l'avancement des contrats).
- Une normalisation des investissements de l'ordre de 0,5% du chiffre d'affaires.

La performance économique de Heurtey Petrochem est particulièrement sensible à l'évolution des cours du pétrole qui a une incidence sur les décisions d'investissement de ses clients. L'analyse de l'historique de résultats du groupe témoigne d'une certaine volatilité, tant en termes de croissance du chiffre d'affaires que de rentabilité. Toutefois, la remontée des cours du pétrole depuis le début

de l'année, l'apurement des contrats non rentables et une politique plus sélective de prises de commandes rendent crédible l'atteinte d'un Résultat Opérationnel Courant à l'équilibre en 2019 et un retour sur des niveaux de profitabilité plus conformes avec l'historique sur les années suivantes avec cependant un chiffre d'affaires moins important qui se stabilisera autour des 300 millions d'euros.

4.2.6 Éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres

Les éléments d'ajustements retenus pour le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres sont fondés sur les comptes consolidés en normes IFRS au 31 décembre 2017 publiés par Heurtey Petrochem.

La Dette Nette ajustée de -33,0 millions d'euros intègre :

- Une Trésorerie Financière Nette de 12,1 millions d'euros au 31 décembre 2017, comprenant 11,5 millions d'euros de dettes bancaires, 15,0 millions d'euros de concours bancaires courants desquels est déduite une trésorerie active de 38,6 millions d'euros.
- Une dette d'acquisition de titres (autres passifs courants) au 31 décembre 2017 de -1,6 millions d'euros.
- Une avance en compte courant (autres passifs courants) d'Axens au 31 décembre 2017 de -56,0 millions d'euros.
- 0,2 millions d'euros de cash lié à la clôture du contrat de liquidité.
- Les intérêts minoritaires pour leur valeur au bilan au 31 décembre 2017 de -0,4 millions d'euros.
- Des provisions à caractère de dette (nettes de fiscalité) au 31 décembre 2017 de -3,2 millions d'euros (-1,6 millions d'euros de pertes à terminaison ; -1,6 millions d'euros de charges de loyers futurs à la Défense suite au déménagement).
- Des provisions pour engagements de retraites (nettes de fiscalité) au 31 décembre 2017 de -1,3 millions d'euros.
- Des participations dans les sociétés mises en équivalence pour leur valeur au bilan au 31 décembre 2017 de 0,006 millions d'euros.
- Des autres actifs financiers pour 2,5 millions d'euros.
- Les reports déficitaires activés pour un montant estimé de 14,8 millions d'euros.

Au 31 décembre 2017, Heurtey Petrochem disposait de 6,6 millions d'euros de reports déficitaires activés à l'actif de son bilan. Soulignons par ailleurs que les déficits 2017 du périmètre d'intégration fiscale en France n'ont pas été activés puisque la société considère que les bénéfices imposables futurs sur ce seul périmètre d'activité ne permettent pas de récupérer ces déficits dans un délai raisonnable.

Toutefois, Axens serait en mesure de consommer l'ensemble de ces déficits existants au 31/12/2017 (53,3 millions d'euros) sur les exercices 2018 (29,1 millions d'euros) et 2019 (24,1 millions d'euros) permettant de générer une économie d'impôt pour 2018 et 2019 de respectivement 8,7 millions d'euros et 7,2 millions d'euros. En actualisant ces économies d'impôts au taux de 8,52% (cf. Approche par actualisation des flux de trésorerie disponibles), la valeur de cet actif est estimée à 14,8 millions d'euros.

Détail reports déficitaires activés par Axens	brut	actualisé	€/titre
Consommation déficits Axens 2018	29,1	29,1	
Consommation déficits Axens 2019	24,1	24,1	
total	53,3	53,3	
Taux IS	30%		
Economie d'IS 2018	8,7	8,4	1,7
Economie d'IS 2019	7,2	6,4	1,3
Total Eco IS	16,0	14,8	3,0

Heurtey Petrochem : Dette nette ajustée

Dette nette ajustée en m €	
Endettement net 2017	12,1
Dette sur acquisition de titres	-1,6
Compte courants à fin 2017	-56,0
cash clôture contrat liquidité	0,2
Valeur des minoritaires	-0,4
Provisions/quasi-dettes après IS	-3,2
Provisions pour retraites après IS	-1,3
Titres de participation dans SME	0,0
Autres actifs financiers	2,5
Reports déficitaires activés par Axens	14,8
Dette nette ajustée	-33,0

Source : société, Invest Securities

4.2.7 Nombre d'actions retenu

Le nombre d'actions Heurtey Petrochem retenu est de 4.914.725, correspondant au nombre total d'actions actuellement en circulation tel que communiqué par la société le 4 mai 2018, étant entendu qu'il n'existe pas d'instruments financiers donnant accès au capital de la Société et que la Société ne possède pas d'actions en autocontrôle.

	nbre de titre	%
Axens	4 714 410	95,92%
Flottant	200 315	4,08%
Total	4 914 725	100%

Source : société

4.3 Méthodes retenues pour l'appréciation du prix de l'offre**4.3.1 Approche par actualisation des flux de trésorerie disponibles**

La méthode DCF (*discounted cash flows*) consiste à déterminer la valeur d'entreprise de la Société par actualisation des flux de trésorerie disponibles futurs qui ressortent de son plan d'affaires.

Pour construire nos estimations de flux de trésorerie, nous intégrons le plan d'affaires fourni par la Société pour la période 2018-2023. Afin de réduire le poids relatif de la valeur terminale déterminée, Invest Securities a établi un horizon de transition jusqu'en 2027 dont les hypothèses figurent ci-dessous :

- Atterrissage progressif de la croissance du chiffre d'affaires vers le niveau retenu à l'infini (+1,5%). Ce taux de 1,5% correspond à la tendance d'inflation anticipée dans les économies développées et en développement qui constituent les débouchés de Heurtey Petrochem.
- Maintien d'une marge d'EBITDA de 5,0%, niveau jugé comme normatif pour les activités du groupe et en ligne avec le plan d'affaires pour les années 2022 et 2023 et conforme à la moyenne observée sur la période 2007/15.
- Un niveau d'investissement représentant 0,5% du chiffre d'affaires et l'alignement des amortissements sur ce niveau à horizon 2027.
- Un Besoin en Fonds de Roulement qui tend vers zéro dans la mesure où le groupe n'espère pas retrouver des conditions financières aussi favorables de la part de ses clients dans l'exécution de ses contrats (avances et acomptes reçus à l'avancement des contrats).
- Une diminution progressive du taux d'imposition normatif qui passe de 30% en 2018 à 25% en 2023, afin d'intégrer les réformes fiscales aux Etats-Unis et en France.

Flux de trésorerie actualisés Heurtey Petrochem sur 2018-27

Modèle DCF	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
CA	235,5	249,4	253,3	259,3	274,2	311,4	326,2	339,1	349,7	357,8	363,1
var.	ns	+6%	+2%	+2%	+6%	+14%	+5%	+4%	+3%	+2,3%	+1,5%
EBITDA	-30,7	-11,4	3,9	8,5	12,1	15,7	16,3	16,9	17,5	17,9	18,2
marge EBITDA	-13,0%	-4,6%	+1,5%	+3,3%	+4,4%	+5,0%	+5,0%	+5,0%	+5,0%	+5,0%	+5,0%
Capex	-1,9	-1,4	-1,4	-1,5	-1,5	-1,6	-1,7	-1,7	-1,8	-1,8	-1,8
en % du CA	-0,8%	-0,56%	-0,56%	-0,56%	-0,56%	-0,52%	-0,52%	-0,51%	-0,51%	-0,50%	-0,50%
Amortissements	-2,4	-4,2	-3,9	-3,7	-3,5	-3,2	-3,0	-2,8	-2,5	-2,2	-1,8
en % du CA	-1,0%	-1,7%	-1,6%	-1,4%	-1,3%	-1,0%	-0,9%	-0,8%	-0,7%	-0,6%	-0,5%
BFR	2,4	2,5	2,0	1,6	1,1	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BFR / CA (%)	1,0%	1,0%	0,8%	0,6%	0,4%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Taux IS	0,0%	-30%	-29%	-28%	-27%	-26%	-25%	-25%	-25%	-25%	-25%
Synthèse											
EBITDA	-30,7	-11,4	3,9	8,5	12,1	15,7	16,3	16,9	17,5	17,9	18,2
Impôts	0,0	0,0	0,0	-1,4	-2,3	-3,2	-3,3	-3,5	-3,7	-3,9	-4,1
Capex	-1,9	-1,4	-1,4	-1,5	-1,5	-1,6	-1,7	-1,7	-1,8	-1,8	-1,8
Variation BFR	-2,5	-0,1	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF op. après BFR	-35,1	-13,0	3,0	6,2	8,7	11,3	11,9	11,7	12,0	12,2	12,3
FCF op. actualisé		-12,4	2,6	5,0	6,5	7,8	7,6	6,9	6,5	6,1	5,6

Source : société, Invest Securities

Les flux de trésorerie ont été actualisés au 5 juin 2018, en utilisant un Coût Moyen Pondéré du Capital de 8,52% calculé à l'aide du Modèle d'Évaluation des Actifs financiers (MEDAF) avec un beta désendetté, en respect de la convention de génération de flux (moyenne à mi-année) et en prenant en compte les éléments suivants :

- Un levier financier de 25%, sachant que Heurtey Petrochem affiche une Dette Nette Ajustée de 33,0 millions d'euros se décomposant comme suit : Dette Nette de 47,8 millions d'euros dans une configuration stand alone diminuée des reports déficitaires de 14,8 millions d'euros qui pourront être activés par Axens une fois la prise de contrôle totale effective.
- Un beta désendetté de 1,15, en ligne avec la moyenne de l'échantillon des entreprises comparables (Source Factset Estimates, en date du 5 juin 2018) retenues dans l'approche par les multiples boursiers. Un beta supérieur à 1 pour la société s'explique par la plus forte volatilité des entreprises du secteur Oil & Gas en comparaison aux indices généralistes.
- Un beta endetté de 1,54 obtenu sur la base du bêta désendetté et après prise en compte de la Dette Nette de 47,8 millions d'euros (dans une configuration *stand alone*, Heurtey Petrochem ne serait pas en mesure de consommer les déficits de l'exercice 2017 (non activés au bilan de la société) dans un délai raisonnable.
- Le taux sans risque retenu de 0,78%, qui correspond au taux moyen de l'OAT 10 ans sur 3 mois au 5 juin 2018 (source Factset Estimates, en date du 5 juin 2018).
- La prime de risque de marché retenue de 6,14%, correspondant à la moyenne sur 3 mois de la prime de risque fournie par Factset Estimates.
- Un coût de la dette de 4,5% avant impôt et un taux d'imposition normatif de 25%.

Coût moyen pondéré du capital	
Taux sans risque (moyenne 3 mois)	0,78%
Prime de risque (moyenne 3 mois)	6,14%
Beta	1,54
Coût du capital	10,2%
Coût de la dette	4,50%
Levier financier	25,0%
Taux d'imposition	25,0%
Coût moyen pondéré du capital	8,52%

Source : Factset Estimates, Invest Securities

Après prise en compte d'une valeur terminale déterminée par l'actualisation à l'infini d'un flux de trésorerie normatif en croissance de 1,5% à long terme, la valeur d'entreprise de Heurtey Petrochem ressort à 123,7 millions d'euros, soit une valeur des capitaux propres de 90,7 millions d'euros ou 18,5 euros par action. La valeur terminale représente 66% de la valeur d'entreprise.

Les analyses de sensibilité détaillées dans le tableau ci-dessous ont été réalisées en fonction d'un changement de +/- 0,5% du taux d'actualisation. Sur la base de ces analyses, la valeur par action Heurtey Petrochem s'établit dans une fourchette de 16,4 euros à 20,8 euros.

		WACC						
		7,0%	7,5%	8,0%	8,5%	9,0%	9,5%	10,0%
croissance à l'infini	+0,5%	23,0	20,4	18,2	16,3	14,5	13,0	11,6
	+1,0%	24,8	21,9	19,4	17,3	15,4	13,8	12,3
	+1,5%	26,9	23,6	20,8	18,5	16,4	14,6	13,0
	+2,0%	29,4	25,6	22,5	19,8	17,5	15,6	13,8
	+2,5%	32,5	28,1	24,4	21,4	18,8	16,6	14,7

Source : Invest Securities

4.3.2 Approche par les comparables boursiers

Cette méthode consiste à évaluer la Société par analogie, en appliquant aux agrégats de Heurtey Petrochem les multiples de valorisation de sociétés appartenant à son secteur d'activité. Cette méthode a été retenue compte tenu de l'existence d'un nombre suffisant de comparables, bien que certaines différences existent au niveau des modèles économiques, du positionnement et de la taille.

L'échantillon de sociétés comparables est composé d'acteurs européens et américains évoluant dans le secteur de l'Oil & Gas et comprend 7 sociétés réparti en 2 groupes :

Les sociétés (engineering généralistes) dont une grande partie de l'activité est proche de celle d'Heurtey Petrochem :

- Maire Tecnimont : société italienne proposant des services d'ingénierie, de construction, de fabrication et de maintenance. La société opère dans le monde entier pour l'industrie chimique et pétrochimique, l'industrie du pétrole et du gaz.
- Tecnicas Reunidas : société espagnole proposant des services d'ingénierie et de construction. La société conçoit et construit des installations industrielles pour l'industrie pétrolière ainsi que des centrales électriques.

Une sélection élargie de sociétés de services pétroliers opérant dans le monde entier avec une proportion plus faible de leur activité similaire à celle d'Heurtey Petrochem mais exposées aux mêmes variations de cycle liées au prix du pétrole et aux investissements des groupes pétroliers :

- Fluor Corporation : société américaine proposant des services d'ingénierie, d'approvisionnement, de construction et de maintenance. La société propose ses services majoritairement à l'industrie du pétrole et du gaz.
- John Wood Group : société anglaise proposant des services de construction. La société opère pour l'industrie gazière et pétrolière dont elle tire l'essentiel de son chiffre d'affaires.
- Petrofac : société anglaise proposant des services d'ingénierie, d'approvisionnement et de construction. La société propose ses services exclusivement à l'industrie du pétrole et du gaz.
- Saipem : société italienne proposant des services d'ingénierie et de construction. La société propose ses services exclusivement à l'industrie du pétrole.
- TechnipFMC : société française proposant des services de conception et de construction. La société propose ses services à l'industrie du pétrole.

Les principaux agrégats des sociétés de l'échantillon (capitalisation boursière, dette financière nette, chiffre d'affaires, marge d'EBITDA) sont détaillés ci-dessous :

Com parables	Capi (m €)	Dette nette 2017 en m € vs EBITDA	CA (m €)	TMVA CA	Marge EBITDA
			2017 2018e 2019e	17-20e	2017 2018e 2019e
Maire Tecnimont SpA	1347	-108 -0,6x	3 500 3 645 3 735	2,2%	5,5% 5,5% 5,5%
Tecnicas Reunidas SA	1382	-228 -1,9x	5 066 4 476 4 662	-2,8%	2,4% 2,3% 3,8%
Fluor Corporation	5 917	-173 -0,3x	15 846 16 250 16 721	4,3%	3,1% 3,8% 4,8%
John Wood Group PLC	5 012	1317 3,9x	4 396 8 729 9 249	ns	7,7% 6,9% 7,7%
Petrofac Limited	2 313	493 0,8x	5 251 5 069 4 877	-1,1%	11,3% 10,7% 10,4%
Saipem S.p.A.	3 739	1296 1,3x	8 999 7 988 8 106	-1,0%	10,7% 10,6% 10,7%
TechnipFMC Plc	12 377	-2 179 -1,3x	12 222 10 744 10 871	-0,9%	13,6% 12,5% 12,2%
Moyenne	4 584	134 0,3x		0,1%	7,8% 7,5% 7,9%
Médiane	3 739	192 -0,3x		-0,9%	7,7% 6,9% 7,7%

Source : Factset Estimates/Sociétés

Dans le cadre de la présente évaluation, nous avons retenu uniquement les multiples calculés sur la valeur d'entreprise rapportée au chiffre d'affaires. Nous avons écarté (i) les multiples déterminés sur la valeur d'entreprise rapportée à l'EBITDA, à l'EBIT et les multiples de capitalisation boursière rapportés au résultat net (PER), dans la mesure où Heurtey Petrochem sera seulement à l'équilibre opérationnel sur l'exercice 2019 et en perte nette sur les exercices 2018 et 2019.

Les ratios de valorisation sont déterminés sur la base des cours au 5 juin 2018. Les estimations de résultats 2018, 2019 sont issues du consensus Factset Estimates. Les multiples de l'échantillon de comparables sont les suivants :

Com parables	EV/CA
	18e 19e
Maire Tecnimont SpA	0,33x 0,31x
Tecnicas Reunidas SA	0,28x 0,26x
Fluor Corporation	0,36x 0,33x
John Wood Group PLC	0,73x 0,67x
Petrofac Limited	0,58x 0,56x
Saipem S.p.A.	0,64x 0,61x
TechnipFMC Plc	0,95x 0,90x
Moyenne	0,53x 0,52x
Médiane	0,47x 0,56x

Source : Factset Estimates

Appliquée aux estimations de chiffres d'affaires de Heurtey Petrochem, la méthode des multiples des comparables boursiers fait ressortir les valorisations suivantes :

- Sur la base des EV/CA, la valeur par action s'établit dans une fourchette comprise entre 20,11 euros et 20,14 euros, avec une valorisation moyenne de 20,12 euros.

4.3.3 Multiples de transactions comparables

Cette méthode des multiples de transactions comparables consiste à appliquer aux agrégats financiers de Heurtey Petrochem les multiples de valorisation observés sur un échantillon de transactions intervenues dans le même secteur d'activité.

La difficulté de cette méthode réside dans le choix des transactions retenues comme références de valorisation alors que :

- La qualité et la fiabilité de l'information varient fortement d'une transaction à l'autre en fonction du statut des sociétés achetées (cotées, privées, filiales d'un groupe) et du niveau de confidentialité de la transaction.
- Les sociétés acquises ne sont jamais parfaitement comparables à la société évaluée du fait de leurs perspectives de croissance.
- L'intérêt stratégique d'une acquisition varie et le prix payé en conséquence peut inclure une prime de contrôle plus ou moins élevée.

Dans le cas de Heurtey Petrochem, nous avons identifié 6 transactions dans le secteur Oil & Gas. Nous avons écarté les 4 transactions suivantes qui portent sur des opérations minoritaires et/ou des cibles dont l'activité apparaît trop éloignée de celle de Heurtey Petrochem.

Cible	Acquéreur	Devise	Participation	Fonds Propres	Dette	EV	CA	EBITDA	marge EBITDA
FMC Technologies, Inc.	Technip SA	EUR	100 %	5 872	201	6 073	5 245	720	13,7%
Saipem S.p.A.	Fondo Strategico Italia	EUR	13%	3 689	0	3 689	11 850	311	2,6%
Siem Offshore Inc.	SIEM Europe SARL	NOK	18%	1516	9 355	10 871	3 828	1263	33,0%
Bourbon Corporation SA	JACCAR Holdings SA	EUR	23%	1647	1675	3 321	1315	373	28,4%

En revanche, les 2 opérations suivantes concernent des entreprises comparables à Heurtey Petrochem notamment en termes d'activité et de niveau de rentabilité :

- Amec Foster Wheeler plc, une société américaine proposant des services d'ingénierie, d'approvisionnement et de construction pour l'industrie pétrolière et gazière.
- Stork Holding B.V., une société néerlandaise qui offre une vaste gamme de solutions intégrées et de services spécialisés dans tous les domaines de la maintenance pour des clients des industries pétrolière et gazière, chimique, minière, énergétique...

Cible	Acquéreur	Devise	Participation	Fonds Propres	Dette	EV	CA	EBITDA	marge EBITDA
Amec Foster Wheeler plc	John Wood Group PLC	GBP	100 %	2 225	1073	3 298	5 440	312	5,7%
Stork Holding B.V.	Fluor Corporation	EUR	100 %	695	0	695	1600	100	6,3%

Dans le cadre de la présente évaluation, nous avons retenu uniquement les multiples calculés sur la valeur d'entreprise rapportée au chiffre d'affaires. Nous avons écarté (i) les multiples déterminés sur la valeur d'entreprise rapportée à l'EBITDA, à l'EBIT et les multiples de capitalisation boursière rapportés au résultat net (PER), dans la mesure où Heurtey Petrochem sera seulement à l'équilibre opérationnel sur l'exercice 2019 et en perte nette sur les exercices 2018 et 2019.

Les multiples de transactions comparables sont les suivants :

Date	Cible	Acquéreur	EV/CA	EV/EBITDA
mars-17	Amec Foster Wheeler plc	John Wood Group PLC	0,61x	10,6x
déc.-15	Stork Holding B.V.	Fluor Corporation	0,43x	7,0x
			0,52x	8,8x

Appliquée aux estimations de chiffres d'affaires de Heurtey Petrochem, la méthode des multiples de transactions comparables fait ressortir la valorisation suivante :

- Sur la base des EV/CA, la valeur par action ressort à 19,70 euros.

4.3.4 Approche par les transactions récentes sur le capital

Cette méthode consiste à observer les transactions récentes sur le capital de la Société.

En mai 2014, Heurtey Petrochem a procédé à une augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription, d'un montant de 35,3 millions d'euros au prix de 26 euros par action.

En décembre 2016, Axens a lancé une Offre Publique d'Achat auprès de la société Heurtey Petrochem au prix de 25 euros par action. A l'issue de cette opération, Axens détenait de concert avec IFP Investissements 88,60% du capital et 88,33% des droits de vote.

En novembre 2017, Axens a acquis hors marché 124 588 titres (2,5% du capital) au prix de 26 euros par titre.

Le 2 mai 2018, Axens s'est porté acquéreur d'un bloc de 172 000 titres hors marché au prix de 30 euros par titre, portant sa participation à 95,92% du capital.

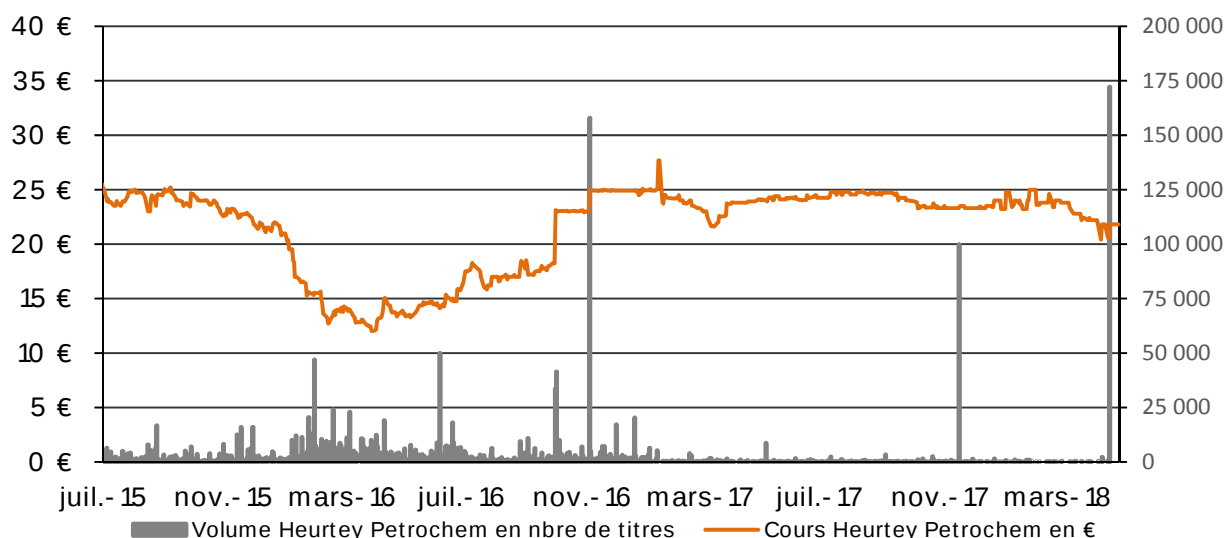
Cette dernière transaction valorisant Heurtey Petrochem à 30 euros constitue une référence pertinente pour apprécier le caractère équitable de l'Offre au regard du pourcentage de capital cédé et transféré.

4.3.5 Approche par les cours boursiers

Les actions Heurtey Petrochem sont admises aux négociations sur Euronext Growth depuis juillet 2006. L'analyse du cours de bourse a été réalisée jusqu'au 2 mai 2018, date des derniers volumes échangés précédant la suspension du titre le 4 mai 2018.

Au cours des 12 derniers mois précédant le 2 mai 2018, les volumes échangés se sont élevés à 166 166 titres (338 166 titres en intégrant la transaction hors marché du 2 mai 2018), soit des volumes quotidiens moyens pondérés de 15,9 milliers d'euros (35 milliers d'euros en intégrant la transaction hors marché). Sur 1 an, le taux de rotation du flottant ressort à 83% (170% en intégrant la transaction hors marché). Dès lors, la liquidité du titre Heurtey Petrochem nous semble suffisamment pertinente pour que soit retenue l'approche par les cours boursiers.

Historique de cours de Heurtey Petrochem entre mai 2015 et mai 2018



Source : Factset Estimates

Le 2 mai 2018, l'action Heurtey Petrochem a clôturé à 21,80 euros et ce même jour, Axens a acquis hors marché 172 000 titres à 30 euros. Le cours moyen pondéré s'établit à 22,72 euros (29,64 euros en intégrant la transaction hors marché) sur 3 mois, 25,46 euros (28,10 euros en intégrant la transaction hors marché) sur 6 mois et 25,15 euros (27,62 euros en intégrant la transaction hors marché) sur 12 mois. Le cours a atteint son plus haut sur les douze derniers mois le 29 novembre 2017 à 25,99 euros (hors prise en compte de la transaction hors marché) et son plus bas le 30 avril 2018 à 20,64 euros.

Heurtey Petrochem : analyse du cours sur les 12 derniers mois (transaction hors marché exclus)

	date	Cours	Volume moyen journalier*	Prime/décote
Cours de clôture au :	02/05/2018	21,80	188	+38%
Moyenne pondérée 20 jours	05/04/2018 - 02/05/2018	21,37	182	+40%
Moyenne pondérée 3 mois	02/02/2018 - 02/05/2018	22,72	138	+32%
Moyenne pondérée 6 mois	02/11/2017 - 02/05/2018	25,46	953	+18%
Moyenne pondérée 12 mois	02/05/2017 - 02/05/2018	25,15	634	+19%
Plus bas 12 mois	30/04/2018	20,64		+45%
Plus haut 12 mois	29/11/2017	25,99		+15%

* Transaction hors marché exclus : 172 000 titres à 30 € le 02/05/2018 Source : Factset Estimates

Heurtey Petrochem : analyse du cours sur les 12 derniers mois (transaction hors marché inclus)

	date	Cours	Volum e m oyen journalier*	Prim e/décote
Cours de clôture au :	02/05/2018	21,80	172 188	+38%
Moyenne pondérée 20 jours	05/04/2018 02/05/2018	29,82	8 782	+1%
Moyenne pondérée 3 mois	02/02/2018 02/05/2018	29,64	2 826	+1%
Moyenne pondérée 6 mois	02/11/2017 02/05/2018	28,10	2 276	+7%
Moyenne pondérée 12 mois	02/05/2017 02/05/2018	27,62	1 291	+9%
Plus bas 12 mois	30/04/2018	20,64		+45%
Plus haut 12 mois	02/05/2018	29,99		+0%

* Transaction hors marché inclus : 172 000 titres à 30€ le 02/05/2018 Source : Factset Estimates

4.3.6 Synthèse de l'appréciation de l'offre sur les actions Heurtey Petrochem

Le tableau ci-dessous récapitule les primes et décotes induites par rapport au prix de l'offre (30 euros).

Méthode	Détails	valeur des fonds propres en m €	valeur par action en €	Prim e/ décote
Actualisation des flux de trésorerie	DCF : cas central avec un CMPC de 8,5%	90,7	18,5	+62%
	DCF : cas bas avec un CMPC de 9,0%	80,6	16,4	+83%
	DCF : cas haut avec un CMPC de 8,0%	102,4	20,8	+44%
Méthode des comparables	VE/CA 18e	98,8	20,1	+49%
	VE/CA 19e	99,0	20,1	+49%
Multiplis de transactions M & A	2 opérations M & A en 2015 et 2017 sur la base d'un multiple moyen d'EV/CA de 0,52x	96,8	19,7	+52%
Transactions sur le capital	Augmentation de capital en mai 2014	127,8	26,0	+15%
	Offre Publique d'Achat en déc 2016	122,9	25,0	+20%
	Achat de titres hors marché en nov 2017	127,8	26,0	+15%
	Achat de titres hors marché en mai 2018	147,4	30,0	+0%
Analyse du cours de Bourse*	Cours spot au 02/05/2018	107,1	21,8	+38%
	Cours moyen pondéré par les volumes 1 mois	105,0	21,4	+40%
	Cours moyen pondéré par les volumes 3 mois	111,7	22,7	+32%
	Cours moyen pondéré par les volumes 6 mois	125,1	25,5	+18%
	Cours moyen pondéré par les volumes 1 an	123,6	25,2	+19%
	Plus haut de 12 mois	101,4	20,6	+45%
	Plus bas de 12 mois	127,7	26,0	+15%

* Transaction hors marché de 172 000 titres à 30€ le 02/05/2018 exclus

4.4 Méthode non retenue et présentée à titre indicatif

4.4.1 Cours cibles des analystes

Heurtey Petrochem fait l'objet d'un suivi de la part de deux bureaux d'analyse (Natixis et Portzamparc) selon les informations collectées auprès de Bloomberg et Factset Estimates.

A titre d'information, nous présentons ci-dessous la date de dernière publication de ces deux bureaux et leur objectif de cours fixé à 25 euros, soit le prix correspondant à l'Offre Publique d'Achat lancé par Axens en décembre 2016.

Heurtey Petrochem : suivi bureaux d'analyse

Date Publication	Bureau d'analyse	Recommandation	Objectif cours
03/04/2018	Natixis	NEUTRE	25,0
13/03/2018	Portzamparc	NEUTRE	25,0

Source : Bloomberg, Factset Estimates

Ni Natixis, ni Portzamparc n'ont publié de notes à la suite de l'annonce de l'Offre Publique de Retrait.

4.5 Méthodes écartées

4.5.1 Actualisation des dividendes

Cette méthode consiste à valoriser les fonds propres d'une société par l'actualisation, au coût des fonds propres de la société, de flux prévisionnels de dividendes versés à ses actionnaires. Cette méthodologie n'a pas été retenue étant donné que (i) elle dépend essentiellement des décisions des dirigeants des sociétés en matière de taux de distribution et (ii) Heurtey Petrochem n'a pas versé de dividendes depuis 2015.

4.5.2 Actif Net Comptable

Cette approche, habituellement utilisée pour la valorisation de sociétés de portefeuille détenant des participations financières minoritaires, a été écartée dans la mesure où les actifs de Heurtey Petrochem sont essentiellement des actifs d'exploitation majoritairement contrôlés.

A titre indicatif, l'actif net comptable (part du groupe) Heurtey Petrochem ressort à 8,1 euros par action à fin 2017.

5. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT



ATTESTATION D'EQUITE
CONCERNANT L'OFFRE PUBLIQUE DE
RETRAIT SUIVIE D'UN RETRAIT
OBLIGATOIRE VISANT LES ACTIONS DE
LA SOCIETE HEURTEY PETROCHEM

Paris, le 25 juin 2018

*Consultation réalisée à la demande
du Conseil d'Administration d'Heurtey Petrochem*

Strictement Confidentiel

N/Réf: 18/106/R/MN/FM/AL

11, rue Leroux
75116 Paris
Tel. + 33 (0)1 40 67 20 00
Fax + 33(0)1 40 67 74 14

Sommaire

LIMINAIRE	4
I. PRESENTATION DE L'OFFRE	5
1. Présentation de l'Initiateur de l'Offre	5
2. Présentation de la Société cible de l'Offre	5
3. Présentation du contexte, des motifs et des termes de l'OPR-RO	6
3.1 L'offre publique d'achat de décembre 2016 / janvier 2017	6
3.2 L'acquisition de titres depuis la clôture de l'offre	7
3.3 Modalités de l'OPR-RO	7
3.4 Motifs de l'Offre	7
4. Définition du caractère équitable de l'Offre	8
II. PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT ET DES PERSONNES ASSOCIEES A LA REALISATION DE LA MISSION	9
1. Présentation de Sorgem Evaluation	9
2. Présentation des personnes associées à la réalisation de la mission	10
3. Déclaration d'indépendance	10
4. Réserves	11
III. PRESENTATION DE LA SOCIETE ET DE SON MARCHE	12
1. Historique	12
2. Activités	13
3. Marché et Environnement concurrentiel	15
4. Matrice des forces, faiblesses, opportunités et menaces	17
5. Principales caractéristiques financières de la Société	18
5.1 Des pertes significatives enregistrées en 2017, conséquence d'une activité en forte baisse depuis deux ans	18
5.2 Une activité marquée par une faible intensité capitalistique ; des pertes 2017 financées en compte courant par Axens	19
IV. EVALUATION DES ACTIONS DE LA SOCIETE	21
1. Méthodes écartées	21
1.1 Méthode des transactions comparables	21
1.2 Méthode de l'actualisation des dividendes	22
1.3 Méthode de l'actif net réévalué	22
2. Méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs (DCF)	23
2.1 Principe	23
2.2 Eléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur par action	23
2.2.1 Nombre d'actions pris en compte	23
2.2.2 Passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des titres	24
2.3 Présentation des prévisions retenues	26
2.3.1 Sources d'informations utilisées	26
2.3.2 Exercice 2018 (CA, MB et résultat opérationnel)	26
2.3.3 Période 2019-2023 (CA, MB et résultat opérationnel)	27
2.3.4 Investissements et BFR (2018-2023)	27
2.3.5 Taux d'impôt sur les sociétés (2018-2023)	27
2.3.6 Hypothèses normatives et taux de croissance à long terme	28

2.4	Détermination du taux d'actualisation	29
2.4.1.	Principe de détermination du taux.....	29
2.4.2.	Taux sans risque	29
2.4.3.	Bêta.....	29
2.4.4.	Prime de risque marché.....	30
2.4.5.	Prime de taille.....	31
2.4.6.	Prime pays	31
2.4.7.	Taux d'actualisation retenu	32
2.5	Conclusion sur la valeur	33
3.	Méthode des comparables boursiers	33
4.	Références de valeur	36
4.1	Conditions financières de l'offre publique d'achat réalisée en décembre 2016 / janvier 2017.....	36
4.2	Conditions d'acquisition d'actions par l'Initiateur postérieurement à l'offre de décembre 2016 / janvier 2017	36
4.3	Référence au cours de bourse	36
4.4	Actif net consolidé.....	38
4.5	Prix cible des analystes	38
V.	ACCORDS CONNEXES A L'OFFRE.....	39
VI.	ANALYSE DES ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX D'OFFRE DES ACTIONS PAR L'ETABLISSEMENT PRESENTATEUR	40
1.	Méthodes et références retenues	40
2.	Méthode DCF	40
3.	Méthode des comparables boursiers	41
VII.	CONCLUSION SUR LE CARACTERE EQUITABLE DE L'OFFRE.....	42
ANNEXES		44
1.	Programme de travail	44
2.	Liste des personnes rencontrées ou contactées	45
3.	Informations et documents utilisés.....	46
4.	Calendrier de l'étude	46
5.	Rémunération.....	46

Liminaire

Le 2 mai 2018, Heurtey Petrochem (ci-après la « Société ») a annoncé que la société Axens avait franchi à la hausse, à la suite d'un achat récent de titres au prix de 30 euros par action, le seuil de 95% du capital et des droits de vote de la Société.

Au 31 décembre 2017, Axens détenait 92,4% du capital de la Société, à la suite notamment d'une offre publique d'achat réalisée entre décembre 2016 et janvier 2017 au prix de 25 euros par action.

Dans ce contexte, Axens envisage, en application des articles 236-3 et 237-1 du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers (ci-après « l'AMF »), le dépôt d'une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire (« l'OPR-RO » ou « l'Offre ») sur le solde du capital de la Société, à un prix identique de 30 euros par action (le « Prix d'Offre »).

Dans ce cadre, Sorgem Evaluation a été désignée le 1^{er} juin 2018 en qualité d'expert indépendant par le Conseil d'administration de la Société en application de l'article 261-1 I et II du règlement général de l'AMF.

I. PRESENTATION DE L'OFFRE

1. Présentation de l'Initiateur de l'Offre

Axens est une société anonyme à conseil d'administration au capital social de 154 752 119,13 euros. Son siège social est situé 89, boulevard Franklin Roosevelt, 92500 Rueil Malmaison, France.

Axens est une filiale d'IFP Energies nouvelles (IFPEN), organisme public de recherche, d'innovation et de formation, à l'origine présent dans le domaine des hydrocarbures et qui intervient aujourd'hui dans l'énergie, le transport et l'environnement.

Issue de la fusion, en 2001, de la société Procatalyse et de la Direction Industrielle d'IFPEN, Axens est spécialisée dans la fourniture de technologies, de produits, d'équipements et de services dans le domaine des procédés pour les industries du raffinage, de la pétrochimie, du gaz et des carburants alternatifs.

Axens a réalisé en 2017 un chiffre d'affaires consolidé de 936 M€, pour un résultat d'exploitation et un résultat net de respectivement 84,0 M€ et 39,5 M€¹.

2. Présentation de la Société cible de l'Offre

Fondée en 1953, Heurtey Petrochem est une société anonyme de droit français à conseil d'administration dont le siège social est situé au 89, boulevard Franklin Roosevelt, 92500 Rueil Malmaison, France. Son capital est composé de 4 914 725 actions d'une valeur nominale de 3,34 euros.

Les actions de la Société sont cotées à Paris sur le marché d'Euronext Growth (ex-Alternext).

Heurtey Petrochem est un groupe d'ingénierie spécialisé sur deux segments de marché :

- la conception, fabrication et construction de fours tubulaires de procédés pour le raffinage, la pétrochimie et l'hydrogène (69% du chiffre d'affaires 2017) ;

¹ Source : Axens – Comptes consolidés 2017

- la fourniture de technologies et d'unités de traitement du gaz naturel (31%).

Heurtey Petrochem a réalisé en 2017 un chiffre d'affaires consolidé de 235,5 millions d'euros, en baisse de 26% par rapport à 2016. Elle a enregistré sur cet exercice un résultat opérationnel négatif de -39,3 M€.

Implantée dans une dizaine de pays, son effectif moyen sur l'exercice 2017 ressortait à 820 personnes.

3. Présentation du contexte, des motifs et des termes de l'OPR-RO

3.1 L'offre publique d'achat de décembre 2016 / janvier 2017

L'Offre s'inscrit dans le prolongement d'une offre publique d'achat réalisée entre décembre 2016 et janvier 2017 au prix de 25 euros par action.

Cette offre avait été lancée par le concert composé des sociétés Axens et IFP Investissements. A l'issue de l'Offre, le concert détenait un total de 4 354 286 actions, représentant 88,6 % du capital et 88,3 % des droits de vote de la Société.

Les actions Heurtey Petrochem détenues par IFP Investissements ont ensuite été apportées à Axens.

A travers ce rapprochement, Axens indiquait vouloir constituer « *un groupe industriel technologique de référence ayant la taille critique et les moyens pour développer ses différents métiers mondialement* ». Des synergies de revenus, non chiffrées, étaient envisagées, à travers « *une diversification de la clientèle, une expansion géographique et des opportunités accrues de ventes croisées au sein du groupe issu du rapprochement* ».²

L'initiateur de l'offre avait indiqué avoir l'intention de procéder à un retrait obligatoire de la Société si les actions non apportées n'avaient pas représenté plus de 5% du capital social ou des droits de vote de la Société. Les résultats de l'offre n'ont pas permis la mise en œuvre de ce retrait.

² Note d'information de novembre 2016, p. 6 et 7

3.2 L'acquisition de titres depuis la clôture de l'offre

Axens a par la suite acquis, sur le marché et hors marché, à un prix unitaire maximum de 30 euros par action, un total de 360 124 actions de la Société, représentant 7,3% du capital.

A la date du dépôt du projet de note d'information conjointe, Axens détient ainsi 4 714 410 actions Heurtey Petrochem, représentant 95,92% du capital social et 95,69% des droits de vote.

3.3 Modalités de l'OPR-RO

L'Offre porte sur la totalité des actions Heurtey Petrochem en circulation non détenues, directement ou indirectement, par l'Initiateur à la date de dépôt de l'Offre, soit un nombre maximum de 200 315 actions Heurtey Petrochem, représentant 4,08% du capital social et 4,31% des droits de vote.

L'Initiateur propose aux actionnaires de la Société d'acquérir, en numéraire, leurs actions au prix de 30 euros par action.

A la suite de l'Offre, les actions non apportées seront transférées à l'Initiateur moyennant une indemnisation de 30 euros par action.

3.4 Motifs de l'Offre

L'Initiateur souhaite poursuivre l'intégration d'Heurtey Petrochem au sein du groupe Axens.

Dans le projet de note d'information, Axens indique que « *dans un souci de simplification des structures juridiques, l'Initiateur et la Société envisagent de fusionner, sous le régime des fusions simplifiées des articles L. 236-11 et suivants du code de commerce, avec effet comptable au 31 décembre 2018* ». Nous comprenons que les conditions financières de cette éventuelle fusion n'ont à ce stade pas été définies.

A ce sujet, il est également indiqué que cette fusion pourrait être réalisée sous le régime de faveur des fusions (article 210 A du CGI) avec demande d'agrément pour le transfert des déficits fiscaux générés antérieurement au sein du périmètre fiscal français d'Heurtey Petrochem (53 M€ de déficits fiscaux reportables fin 2017).

4. Définition du caractère équitable de l'Offre

Du point de vue de l'Initiateur, l'OPR-RO est une offre facultative déposée conformément aux articles 236-3 (l'Initiateur détient au moins 95% des droits de vote) et 237-1 (mise en œuvre d'un retrait obligatoire à l'issue d'une offre publique de retrait) du règlement général de l'AMF.

L'actionnaire minoritaire est libre d'apporter ou non ses actions à l'OPR. Ses actions non apportées seront en revanche nécessairement transférées à l'Initiateur si le retrait obligatoire (RO) est mis en œuvre, ce qui sera le cas en l'espèce : l'Initiateur détenant, avant l'Offre, plus de 95% du capital et plus de 95% des droits de vote, il pourra procéder au retrait de cote quels que soient les résultats de l'Offre.

Nous précisons par ailleurs qu'aucun accord connexe (article 261-1 du règlement général de l'AMF, 4^{ème} alinéa) susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation du prix de l'Offre n'a été porté à notre attention.

Ainsi, la présente attestation a pour objet d'indiquer comment se situe le Prix d'Offre par rapport à la valeur intrinsèque de la Société, de manière à déterminer son caractère équitable dans un contexte d'offre obligatoire pour l'actionnaire minoritaire.

II. PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT ET DES PERSONNES ASSOCIEES A LA REALISATION DE LA MISSION

1. Présentation de Sorgem Evaluation

Sorgem Evaluation est une société de conseil en finance, filiale du groupe Sorgem, qui effectue des interventions dans les trois domaines suivants : évaluations financières, support aux contentieux (litiges devant les tribunaux et arbitrages), et conseil en ingénierie financière.

Sorgem Evaluation dispose d'une équipe d'une vingtaine de consultants et effectue régulièrement des missions d'évaluation d'entreprises dans différents contextes (transactionnel, fiscal, comptable, boursier, contentieux).

Au cours des deux dernières années, Sorgem Evaluation a réalisé les expertises indépendantes listées ci-dessous :

Date	Opération	Cible	Initiateur	Etablissement présentateur
Juil-16	OPAS	Futuren	Concert mené par Boussard et Gavaudan	Oddo
Jan-17	OPAS	Tessi	Pixel Holding	CM CIC, Kepler Cheuvreux
Avr-17	OPRA	Gaumont	Gaumont	BNP Paribas
Jan-18	OPAS	SES-Imagotag	BOE Smart Retail	Société Générale

Sorgem Evaluation est adhérente de l'APEI (Association Professionnelle des Experts Indépendants) reconnue par l'AMF en application des articles 263-1 et 2 de son règlement général. Maurice Nussenbaum, Associé fondateur et Président de Sorgem Evaluation, est également Président de l'APEI.

Les associés de Sorgem Evaluation sont également adhérents à des associations professionnelles dans les domaines de l'expertise indépendante (APEI), de l'évaluation (SFEV) et de l'expertise judiciaire (CNEJFD). A ce titre, ils respectent leur déontologie et leurs normes de travail.

2. Présentation des personnes associées à la réalisation de la mission

La présente mission a été réalisée par :

- Maurice Nussenbaum, Associé fondateur et Président de Sorgem Evaluation. Il est diplômé d'HEC, Agrégé des Facultés de Droit et de Sciences économiques, Professeur Emérite à l'Université Paris Dauphine, co-directeur du Master 225 « Finance d'Entreprise et Ingénierie Financière », expert près les Cours Administratives d'Appel de Paris et de Versailles, expert financier près la Cour d'appel de Paris, agréé par la Cour de Cassation (honoraire) et ex-président de la section Finance de la Compagnie Nationale des Experts Agréés par la Cour de Cassation, et président de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI) ;
- Florent Myara, Directeur de mission, diplômé d'HEC, disposant d'une expérience professionnelle de dix ans dans le domaine de l'évaluation financière après un début de carrière en audit et en transaction services ;
- Amine Lakhli, Consultant senior, ingénieur de l'Ecole des Mines de Saint-Etienne et diplômé de l'EM Lyon, disposant d'une expérience professionnelle de cinq ans dans le domaine de l'évaluation et du conseil financier ;
- François Ponge, Consultant, diplômé de l'Ecole Nationale de la Statistique et de l'Analyse de l'Information (ENSAI) et de Sciences Po Paris.

Ce rapport a fait l'objet d'une revue indépendante réalisée par Thomas Hachette, Associé de Sorgem Evaluation. Ce dernier est diplômé de l'EDHEC, enseignant au sein de la MSc in Finance de l'EDHEC, et membre de l'APEI et de la SFEV.

3. Déclaration d'indépendance

En application de l'article 261-4 II du règlement général de l'AMF, Sorgem Evaluation atteste de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui avec les personnes concernées par l'opération et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement lors de l'exercice de sa mission. Sorgem Evaluation n'a pas réalisé de missions pour le compte de la Société au cours des dix-huit derniers mois.

4. Réserves

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents et informations de nature économique, juridique, comptable et financière qui nous ont été communiqués par la Société, l'Initiateur et leurs conseils.

Nous avons considéré que ces documents étaient fiables et transmis de bonne foi et ne les avons donc ni validés ni audités.

Conformément à la pratique en matière d'expertise indépendante, nous n'avons pas audité ou validé les données prévisionnelles utilisées. Nous avons néanmoins cherché à en apprécier le caractère raisonnable au regard des performances historiques, des explications orales et écrites obtenues auprès du management de la Société, et des performances historiques et prévisionnelles observées sur les sociétés comparables.

En outre, nous précisons que nos travaux d'évaluation s'inscrivent dans l'optique d'apporter un avis sur la valeur de marché de la Société à la Date d'Evaluation. Cette valeur repose sur des paramètres de marché susceptibles de varier dans le temps en fonction des conditions économiques et des anticipations des agents économiques.

A cet égard, nous soulignons que l'AMF, dans sa dernière cartographie des risques publiée en juillet 2017, indique notamment considérer : (i) un risque de correction brutale des prix sur les marchés du fait de niveaux de valorisation élevés qui ne refléteraient pas, selon l'AMF, les données fondamentales et (ii) un risque de hausse brutale des taux d'intérêt.

III. PRESENTATION DE LA SOCIETE ET DE SON MARCHÉ

1. Historique

Les principaux faits marquants depuis la création de la Société sont résumés ci-dessous :

- 1953 : création, au sein de la société Heurtey et Cie, d'une division dédiée aux fours de procédés pour le raffinage et la pétrochimie.
- 1974 : cette division devient une filiale dénommée « Heurtey Petrochem ».
- 2002 : reprise de la société, alors détenue par le groupe Kvaerner, par son dirigeant de l'époque, Michel Pinget, et un fonds d'investissement.
- 2006 : introduction en bourse sur Alternext à travers une augmentation de capital de 10 M€.
- 2008 : acquisition de la société américaine Petro-Chem Development, acteur indépendant spécialisé sur les fours d'hydrocarbures.
- Juillet 2008 : entrée de l'IFP au capital, à hauteur de 35%, à travers l'acquisition de titres auprès de Michel Pinget et des fonds Gemmes Venture et Crédit Agricole Private Equity, pour un prix de 31,5 euros par action.
- 2010 : Dominique Henri remplace Michel Pinget au poste de Président Directeur Général.
- 2011 : diversification du groupe dans l'activité de traitement du gaz naturel avec l'acquisition auprès d'IFPEN de 60% du capital de la société d'EPC Prosernat.
- 2012 : le groupe poursuit son développement international (Chine, Russie). Son carnet de commandes atteint 425 M€ fin 2012.
- 2013 : le carnet de commandes à fin d'année atteint un niveau record de 543 M€, avec notamment l'enregistrement d'une commande de plus de 200 M€ pour ExxonMobil aux Etats-Unis.

- Mai 2014 : augmentation de capital de 35 millions d'euros au prix de 26 euros par action et acquisition du solde du capital de Prosernat auprès d'IFPEN.
- Mi-2014 : les investissements des compagnies pétrolières se réduisent fortement avec la chute des prix du pétrole.
- 2015 / 2016 : hors contrats vénézuéliens de 107 M€, toujours non réalisés à ce jour et retirés en 2017 du montant du carnet de commandes communiqué par le groupe, celui-ci ressort à 293 M€ fin 2015. Il se stabilise fin 2016 à 304 M€.
- Mars 2016 : la Société lance un plan de restructuration visant à économiser 10 M€ par an. Ce plan conduit à une réduction des effectifs du groupe d'environ 10%.
- Octobre 2016 : lancement d'une offre publique d'achat par Axens, de concert avec IFP Investissements, au prix de 25 euros par action. A l'issue de cette offre et après apport à Axens des titres détenus par IFP Investissements, Axens détenait 88,6 % du capital et 88,3 % des droits de vote de la Société.
- 2017 : l'exercice est marqué par (i) des difficultés importantes rencontrées dans la réalisation de certains contrats et (ii) de faibles prises de commandes (144 M€) conduisant à un carnet de commandes de 177 M€ fin 2017. La société enregistre un résultat net négatif de -42,9 M€ sur l'exercice. La dette de compte courant envers son actionnaire de référence Axens atteint 56 M€ au 31 décembre.
- 2 mai 2018 : Axens annonce l'achat récent d'un bloc de titres au prix de 30 euros par action et son intention de déposer un projet d'OPR-RO.

2. Activités

Heurtey Petrochem est un groupe international d'EPC (*Engineering, Procurement & Construction*) du secteur *Oil & Gas*. Il intervient dans deux sous-segments de marché :

- les fours de procédés pour le raffinage, la pétrochimie et l'hydrogène (69% du CA 2017). Cette activité se rattache à la filière aval (*downstream*) de l'industrie pétrolière ;

- le traitement du gaz naturel sur les zones de production (filiale amont ou *upstream*) par le biais de sa filiale Prosernat (31% du CA 2017).

En plus de la conception et la construction de fours, Heurtey Petrochem propose d'autres types de prestations comme des études d'optimisation de performance de fours, des études de modernisation (*revamping*), des inspections et diagnostics d'installations existantes et la fourniture de pièces de rechange.

Heurtey Petrochem intervient pour des sociétés pétrolières nationales et internationales, ainsi qu'en sous-traitance pour des EPC généralistes.

A la différence de l'activité Fours d'Heurtey Petrochem, sa filiale Prosernat est également fournisseur de technologies.

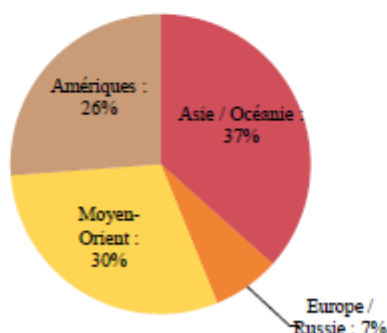
Pour le traitement du gaz sur champ, elle dispose d'expertises spécifiques en déshydratation, désacidification et dessalage. Elle intervient également, de manière plus marginale, en aval de la filière dans les activités de raffinage (unités de récupération de soufre notamment).

A travers ses différentes filiales, Heurtey Petrochem est présente dans les pays suivants : Arabie Saoudite, Brésil, Chine, Corée du Sud, Emirats Arabes Unis, Etats-Unis, Inde, Malaisie, Roumanie et Russie.

Le groupe possède deux unités de fabrication, l'une en Roumanie (pour les marchés européens, russes et africains) et l'autre en Inde (pour les marchés indiens et du Moyen-Orient).

Le graphique ci-dessous rappelle la répartition géographique du chiffre d'affaires sur l'année 2017 :

Répartition géographique du chiffre
d'affaires au 31 décembre 2017



Source : Comptes consolidés 2017

3. Marché et Environnement concurrentiel

S'agissant du marché des fours de procédés, trois types d'acteurs interviennent :

- les divisions « Fours » des grands groupes d'ingénierie EPC ;
- les sociétés internationales indépendantes (comme Heurtey Petrochem), « pures players » de cette activité (Boustead International, ITT ou Kirchner Italiana) ;
- les acteurs locaux de taille plus modeste.

Cette activité est principalement tributaire des investissements, très cycliques, réalisés par les grands groupes pétroliers dans les unités de raffinage.

L'adaptation des capacités à la demande globale en produits raffinés et la modernisation des infrastructures face aux exigences grandissantes en termes de normes environnementales constituent les principaux *drivers* du marché.

Le secteur de la pétrochimie connaît quant à lui une croissance forte (3/5% par an historiquement contre environ 1% pour les produits raffinés), portée par la demande des pays émergents.

La taille totale du marché des fours est estimé par Axens à près d'1,5 milliard d'euros pour 2018. Certains segments du marché parmi les plus dynamiques restent néanmoins inaccessibles à la Société (marchés avec technologies intégrées et marché chinois notamment). D'après les estimations d'Axens, le marché accessible pour Heurtey Petrochem s'établit en 2018 à 550 M€ environ (contre près de 900 M€ fin 2015).

Dans l'activité de traitement de gaz naturel, deux principaux types d'acteurs interviennent :

- les bailleurs de licence qui sont souvent des sociétés de grande taille : UOP (US), BASF (D), WorleyParsons (US – UK), etc ;
- les fournisseurs d'unités modulaires : Siirtec (IT), Frames (NL), VME (US), etc.

Contrairement à l'activité Fours, les donneurs d'ordre sont souvent des acteurs locaux de plus petite taille.

La taille du marché visé par Prosernat est estimée à 300 M€.

4. Matrice des forces, faiblesses, opportunités et menaces

Forces	Faiblesses
✓ Un acteur reconnu avec plus de 60 ans d'expérience. ✓ Un savoir-faire sur les projets de grande taille. ✓ Fournisseur de technologies dans l'activité Gaz. ✓ La Société est agréée par les principaux bailleurs de licence, pour la quasi-totalité des types d'unités de raffinage, pétrochimie ou production d'hydrogène. ✓ Qualité des partenariats technologiques lui permettant de combiner son savoir-faire avec les technologies propres d'autres acteurs importants du secteur.	✓ Une part importante du marché des fours – la plus dynamique – reste inaccessible à la Société. ✓ En tant que spécialiste des fours, la Société intervient souvent en tant que sous-traitant des EPC généralistes, ce qui limite son pouvoir de négociation. ✓ Une base de coûts fixes élevés.
Opportunités	Menaces
✓ Présence sur le marché de la pétrochimie en forte croissance. ✓ Croissance attendue liée à la modernisation des unités de raffinage. ✓ Synergies de revenus attendues avec Axens, notamment dans l'activité Gaz. ✓ Développement des énergies propres, efficacité énergétique.	✓ Une concurrence accrue, notamment avec l'arrivée d'acteurs chinois. ✓ L'émergence d'acteurs plus petits et plus agiles. ✓ Une « commoditisation » du marché des fours. ✓ Une forte cyclicité de l'activité en lien avec celle des investissements des sociétés pétrolières.

5. Principales caractéristiques financières de la Société

5.1 Des pertes significatives enregistrées en 2017, conséquence d'une activité en forte baisse depuis deux ans

Le tableau ci-dessous présente le compte de résultat simplifié de la Société pour les exercices 2015, 2016 et 2017.

En millions d'euros (sauf mention spécifique)	2015R	2016R	2017R
CA - Activité Four	309,2	247,0	162,8
CA - Activité Gaz	111,1	72,1	72,8
Chiffre d'affaires	420,3	319,1	235,5
Croissance en %	-3,9%	-24,1%	-26,2%
MB - Activité Four	47,2	32,8	0,0
MB - Activité Gaz	12,6	2,1	(2,4)
Marge brute	59,8	34,9	(2,3)
En % du CA	14,2%	10,9%	n.s
SG&A - Activité Four	(31,9)	(25,1)	(23,4)
SG&A - Activité Gaz	(11,6)	(10,1)	(9,1)
Frais administratifs et commerciaux	(43,5)	(35,2)	(32,6)
ROC - Activité Four	15,3	7,7	(23,4)
ROC - Activité Gaz	1,0	(8,0)	(11,5)
Résultat Opérationnel Courant (ROC)	16,3	(0,3)	(34,9)
Autres produits et charges opérationnels	(0,6)	(6,6)	(4,4)
Part dans le résultat net des coentreprises mises en équivalence	0,1	(0,0)	(0,1)
Résultat Opérationnel (RO)	15,8	(6,9)	(39,4)
Résultat financier	0,2	(2,2)	(3,5)
Résultat avant impôt	16,0	(9,1)	(42,9)
Charge d'impôt sur le résultat	(7,7)	2,0	(0,0)
Résultat net consolidé	8,3	(7,1)	(42,9)
Intérêts minoritaires	(0,1)	(0,1)	(0,0)
Résultat net consolidé Part du Groupe	8,3	(7,2)	(42,9)

Source : Rapports annuels de la Société

Suite au retournement de cycle du secteur pétrolier, qui s'est traduit par une forte baisse des prises de commandes, le chiffre d'affaires consolidé d'Heurtey Petrochem a baissé d'environ 44% entre 2015 et 2017.

La Société a enregistré en 2017 une marge brute négative (-2,3 M€), contre un taux de marge de 14,2% (= 59,8 / 420,3) deux ans plus tôt (et de 13,6% en moyenne sur les exercices 2012 à 2015). Cette forte baisse s'explique, dans des proportions équivalentes :

- par la baisse du chiffre d'affaires ayant généré une sous-activité des équipes ;
- par la dégradation des marges sur les projets réalisés, dans un contexte où la forte baisse du marché a poussé les prix à la baisse ;
- par des surcoûts et des difficultés d'exécution rencontrés sur certains contrats.

Malgré une réduction des frais administratifs et commerciaux de 10 M€ environ entre 2015 (43,5 M€) et 2017 (32,6 M€), conséquence du plan de réduction des coûts mis en œuvre début 2016, la Société a enregistré une perte opérationnelle significative en 2017 (résultat opérationnel courant de -34,9 M€ soit plus de 7 euros par action) après un résultat 2016 à l'équilibre (ROC de -0,3 M€).

Après prise en compte notamment des coûts de restructuration et des frais financiers, la Société a enregistré en 2017 une perte nette de près de 43 M€ (soit près de 9 euros par action).

5.2 Une activité marquée par une faible intensité capitalistique ; des pertes 2017 financées en compte courant par Axens

Le tableau ci-dessous présente le bilan économique simplifié de la Société au cours des cinq derniers exercices.

<i>En millions d'euros (sauf mention spécifique)</i>	2013R	2014R	2015R	2016R	2017R
Ecart d'acquisition	56,8	65,3	67,1	68,2	64,2
Immos corp. Et incorp.	17,8	16,9	22,0	20,7	17,6
BFR d'exploitation	(31,3)	(20,1)	(8,0)	4,0	2,8
BFR Autres	(3,4)	(1,1)	(0,4)	(1,9)	2,2
Autres actifs et passifs	3,0	1,3	-	6,9	4,7
Total capitaux employés	42,9	62,3	80,7	97,9	91,4
Capitaux propres Part du Groupe	35,1	78,0	93,6	89,2	40,0
Intérêts minoritaires	16,0	0,2	0,2	0,3	0,4
Capitaux propres totaux	51,1	78,2	93,8	89,5	40,4
Dette financière	19,7	15,9	16,8	15,8	69,6
Provisions à caractère de dette	2,7	3,8	4,1	6,0	5,4
Trésorerie nette	(30,6)	(35,6)	(34,0)	(13,4)	(23,9)
Dette financière nette	(8,2)	(15,9)	(13,1)	8,4	51,1
Total capitaux investis	42,9	62,3	80,7	97,9	91,4

Source : Société, Analyse Sorgem

L'analyse du bilan économique de la Société fait apparaître les principaux éléments suivants :

- les écarts d'acquisition constituent l'essentiel des capitaux employés. Ils résultent principalement de l'acquisition de Petro-Chem Development en 2008 et de Prosernat en 2011 et 2014 ;
- après un excédent de fonds de roulement (BFR négatif) significatif enregistré fin 2013 (31 M€) et fin 2014 (20 M€), correspondant principalement aux avances et acomptes versés par les clients dans le cadre de la réalisation des contrats, celui-ci a baissé en 2015 pour s'établir en fin d'année à 8 M€. Depuis deux exercices, à la suite du retournement de cycle et de la baisse des prises de commandes, la Société enregistre un besoin en fonds de roulement légèrement positif ;
- reflet de la faible intensité capitalistique de l'activité d'EPC, les immobilisations corporelles et incorporelles représentent un montant limité (18 M€ fin 2017 pour un CA de 236 M€) ;
- conséquence des pertes enregistrées en 2017, les capitaux propres consolidés ressortent en fin d'exercice à 40,4 M€, en baisse de plus de moitié par rapport à 2016 (89,5 M€) ;
- la dette financière de près de 70 M€ fin 2017 (contre un montant inférieur à 20 M€ entre 2013 et 2016) est composée principalement du compte courant Axens, d'un montant de 56 M€.

Conséquence du retournement de cycle, la Société a enregistré depuis 2015 une baisse de 44% de son activité, qui a conduit en 2017 à des pertes significatives, financées principalement par Axens sous forme de compte courant. La disparition de l'excédent de fonds de roulement liée à la baisse des commandes a par ailleurs participé à l'augmentation de l'endettement net du groupe, qui atteint 51 M€ fin 2017, soit un montant supérieur aux capitaux propres consolidés.

IV. EVALUATION DES ACTIONS DE LA SOCIETE

Afin d'apprécier l'équité du Prix d'Offre, nous avons estimé la valeur des titres de la Société au 22 juin 2018 (ci-après la « Date d'Evaluation »), sur la base notamment de données de marché au 15 juin 2018.

Pour ce faire, nous avons retenu :

- la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie (ou « DCF ») ;
- la méthode des comparables boursiers ;
- les références :
 - > aux conditions financières de l'offre publique d'achat réalisée en décembre 2016 / janvier 2017 ;
 - > aux conditions financières d'acquisition, sur le marché et hors marché, d'actions de la Société par l'Initiateur postérieurement à cette offre ;
 - > au cours de bourse de la Société depuis cette offre ;
 - > à l'actif net consolidé au 31 décembre 2017 ;
 - > au prix cible des analystes.

1. Méthodes écartées

1.1 Méthode des transactions comparables

Cette méthode consiste à appliquer à la Société les multiples observés lors de transactions impliquant des sociétés comparables.

Nous avons identifié trois transactions depuis début 2016 impliquant des groupes d'EPC généralistes :

- l'acquisition par échange de titres de la société CB&I par McDermott, finalisée en mai 2018 (multiple VE / CA = 0,30x – Source : MergerMarket) ;
- l'acquisition par échange de titres de la société Amec Foster Wheeler par Wood Group, finalisée en octobre 2017 (multiple VE / CA = 0,68x – Source : MergerMarket) ;

- la fusion, par apport de titres, des groupes Technip et FMC Technologies, finalisée en janvier 2017 (multiple VE / CA = 0,39x – Source : MergerMarket).

Ces transactions portent sur des sociétés de taille très supérieure à Heurtey Petrochem.

Elles sont par ailleurs intervenues dans un contexte de prise de contrôle différent du contexte d'OPR-RO et ont été réalisées par échange de titres et non en numéraire.

Nous rappelons enfin qu'Heurtey Petrochem a enregistré en 2017 un résultat opérationnel et un EBITDA négatifs, ce qui rend inapplicable la mise en œuvre de cette méthode à partir de ces agrégats.

Dans ces conditions, la méthode des transactions comparables a été écartée.

1.2 Méthode de l'actualisation des dividendes

Cette méthode consiste à actualiser les flux de dividendes attendus. Elle s'envisage, généralement, pour les sociétés matures qui mettent en œuvre une politique de dividende régulière et représentative de leur capacité de distribution.

Eu égard aux résultats négatifs et à l'absence de dividendes versés en 2016 et 2017, cette méthode a été considérée comme non pertinente.

1.3 Méthode de l'actif net réévalué

Cette méthode consiste à ajuster les capitaux propres de la mise en valeur de marché des actifs et passifs apparaissant au bilan.

Au cas d'espèce, les principaux actifs à réévaluer, en particulier les actifs incorporels, ne peuvent être estimés qu'à partir de prévisions. La réévaluation de ces actifs serait donc redondante avec la mise en œuvre de l'actualisation des flux de trésorerie futurs. Cette méthode n'a donc pas été retenue.

2. Méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs (DCF)

2.1 Principe

La méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs consiste à déterminer la valeur d'une société à partir de l'actualisation des flux de trésorerie d'exploitation futurs qu'elle est susceptible de générer, nets d'impôts, après financement des investissements et du besoin en fonds de roulement.

La valeur actualisée des flux de trésorerie opérationnels générés par les actifs d'exploitation des activités valorisées sur la période couverte par les prévisions et, le cas échéant, la valeur actualisée de la valeur terminale constituent la Valeur d'Entreprise (ou valeur de l'actif économique) de la société évaluée (ci-après la « Valeur d'Entreprise »).

La Valeur d'Entreprise obtenue doit ensuite être ajustée de l'endettement financier net et des actifs et passifs hors exploitation pour obtenir la valeur des fonds propres de la société évaluée.

Cette méthode requiert donc de déterminer les éléments suivants :

- les éléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des fonds propres puis à la valeur par action (2.2) ;
- les hypothèses prévisionnelles et les hypothèses normatives concernant les résultats nets d'impôt, les investissements et le besoin en fonds de roulement (2.3) ;
- le taux d'actualisation, qui correspond au taux de rendement exigé par les pourvoyeurs de capitaux de l'entreprise (2.4).

2.2 Eléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur par action

2.2.1. Nombre d'actions pris en compte

Nous avons retenu un nombre total de 4 912 766 actions calculé à partir des 4 914 725 actions composant le capital au 31 décembre 2017, desquelles ont été déduites les 1 959 actions auto-détenues par la Société à cette date.

Nous précisons par ailleurs qu'il n'existe plus d'instruments dilutifs.

2.2.2. Passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des titres

Sur la base des comptes au 31 décembre 2017³, le passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des titres de la Société nécessite de prendre en compte un ajustement négatif d'un montant de **-32,2M€**.

Eléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des fonds propres

En millions d'euros		
Trésorerie nette disponible	(a)	23,9
(Dette financière hors compte courant)	(b)	(13,5)
(Compte courant Axens)	(c)	(56,0)
(Prov. à caractère de dette, nettes d'ID)	(d)	(4,4)
Valeur des déficits fiscaux reportables	(e)	18,2
Intérêts minoritaires		(0,4)
Total des ajustements		(32,2)

Source : rapport financier annuel 2017, analyses Sorgem

a) Trésorerie nette disponible

Elle correspond à la trésorerie et aux équivalents de trésorerie (+38,5 M€), augmentés des actifs financiers disponibles à la vente (+0,4 M€) et diminués des concours bancaires courants (-15,0 M€).

b) Dette financière hors compte courant

Elle correspond à 2,1 M€ de dette sur acquisition de titres et 11,5 M€ de dette financière (dont 8,2 M€ classés en non courant).

c) Compte courant Axens

La Société est désormais financée principalement à travers un compte courant de son actionnaire de contrôle Axens.

³ Nous avons retenu une situation bilancielle au 31 décembre 2017, en cohérence avec le premier flux du DCF (2018) retenu en année pleine.

d) Provisions à caractère de dette

Les provisions à caractère de dette incluent :

- une provision de 2,3 M€ correspondant aux loyers futurs des locaux de la Défense de Prosernat à la suite du déménagement dans les locaux d'Ayens ;
- une provision de 2,4 M€ pour un risque d'appel en garantie ;
- 1,9 M€ de provisions pour engagements de retraites.

e) Valeur des déficits fiscaux reportables

La valeur retenue de 18,2 M€ correspond principalement à la valeur retenue au titre du périmètre d'intégration fiscale français (17,8 M€).

Il nous a été indiqué que la fusion d'Heurtey Petrochem avec Ayens, qui pourrait intervenir après le retrait de cote, devrait permettre à l'entité fusionnée d'utiliser les déficits fiscaux générés antérieurement par la Société. Dans ces conditions, compte tenu des résultats générés par Ayens (cf. L1), ces déficits pourraient, d'après les informations qui nous ont été communiquées, être utilisés en deux ans.

Nous n'avons pas audité cette hypothèse mais avons néanmoins retenu comme valeur des déficits le montant correspondant à l'économie d'IS attendue par Ayens sur les exercices 2018 et 2019, soit 17,8 M€. Ce montant représente 33,4% du stock de déficits de 53,3 M€.

Cette valeur non décotée des déficits fiscaux, qui correspond à leur valeur pour l'Initiateur une fois l'éventuelle fusion réalisée, constitue donc une hypothèse favorable du point de vue de l'analyse de la valeur de la Société.

Nous précisons par ailleurs qu'un calcul de la valeur de ces déficits à partir d'une actualisation des économies d'IS futures sur la base des seuls résultats d'Heurtey Petrochem conduit à un montant très inférieur (de l'ordre de 5 M€).

2.3 Présentation des prévisions retenues

2.3.1. Sources d'informations utilisées

Notre évaluation par l'actualisation des flux de trésorerie futurs se fonde sur le plan d'affaires 2018-2023 préparé par le management dans le cadre de l'Offre (le « Plan d'affaires »).

Les données 2018 correspondent à l'atterrissage attendu au titre de l'exercice.

Les données 2019-2023 ont été établies en anticipant la construction du plan stratégique du groupe IFPEN qui interviendra, pour les autres filiales, au cours du quatrième trimestre 2018. Il intègre les synergies attendues du rapprochement entre Axens et la Société.

Les échanges conduits avec la Direction financière et la Direction générale de la Société nous ont permis d'apprécier la cohérence du Plan d'affaires.

2.3.2. Exercice 2018 (CA, MB et résultat opérationnel)

Les données de chiffre d'affaires de l'exercice 2018 ont été établies par la Société à partir de l'écoulement attendu du carnet de commandes à fin 2017 (66% du CA attendu sur l'année) et d'hypothèses de nouvelles commandes réalisées dans l'année (34%) principalement dans l'activité Fours.

Ces éléments conduisent à une croissance attendue du chiffre d'affaires total supérieure à 5% pour l'exercice 2018, essentiellement portée par l'activité Gaz.

Les taux de marge brute sont retenus en hausse par rapport à l'exercice 2017 mais restent, dans les deux activités, à des niveaux encore très inférieurs aux taux enregistrés avant 2016, dans un contexte de marché encore peu porteur qui pousse les prix à la baisse.

Dans la continuité des mesures de réduction de coûts mises en œuvre ces dernières années, les frais administratifs et commerciaux sont attendus en baisse de l'ordre de 10% par rapport à 2017.

Malgré la croissance d'activité, l'augmentation des marges et la baisse des frais généraux, le résultat opérationnel de la Société attendu sur l'exercice 2018 demeure négatif.

2.3.3. Période 2019-2023 (CA, MB et résultat opérationnel)

Sur la période 2019-2023, le Plan d'affaires intègre une croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires total supérieure à 5%.

Ces hypothèses conduisent en fin de plan à un chiffre d'affaires total inférieur d'environ 20% au chiffre d'affaires atteint en moyenne entre 2013 et 2015, avec un mix Fours / Gaz d'environ 70% / 30% contre 80% / 20% pré-crise.

Cette baisse du chiffre d'affaires par rapport au dernier haut de cycle s'explique notamment par une concurrence accrue dans l'activité Fours (de la part des entreprises chinoises notamment, encore peu présentes à l'époque) et par la stratégie de la Société visant à privilégier, aux dépens des volumes, les projets à plus forte marge.

La progression attendue du taux de marge brute vers les niveaux d'avant crise à horizon 2021 et la croissance limitée des frais généraux et administratifs à partir de 2020 (inférieure à 3,0% par an après un point bas atteint en 2019) conduisent en fin de plan à un taux de marge opérationnelle (résultat opérationnel rapporté au chiffre d'affaires) proche des niveaux moyens enregistrés en 2013-2015.

2.3.4. Investissements et BFR (2018-2023)

Le montant annuel moyen d'investissement d'exploitation s'établit à 1,5 M€ sur 2018-2023.

La Société retient l'hypothèse d'une convergence du ratio BFR / CA de 1% environ en 2017/2018 à 0% (BFR nul) en fin de plan.

2.3.5. Taux d'impôt sur les sociétés (2018-2023)

Nous avons retenu un taux d'impôt distinct pour la France et les autres pays.

Sur la France, la charge d'IS du Plan d'affaires intègre l'utilisation des déficits fiscaux. La valeur de ces déficits ayant été appréhendée séparément (cf. 2.2.2.e), nous avons

retenu un taux normatif d'imposition (de 33,33% en 2018 à 25% en 2022⁴, hors contribution sociale).

Le taux d'impôt hors France retenu correspond au taux moyen qui ressort du Plan d'affaires.

2.3.6. Hypothèses normatives et taux de croissance à long terme

La valeur d'Heurtey Petrochem à horizon 2023 a été déterminée à partir d'un taux de croissance à l'infini de 1,5%⁵ et d'un flux de trésorerie normatif déterminé à partir des hypothèses suivantes :

- Chiffre d'affaires = Chiffre d'affaires 2023 augmenté de 1,5% ;
- Taux de marge opérationnelle (résultat opérationnel courant rapporté au CA) de 4,1%, soit le taux retenu par le management sur l'exercice 2023 ;
- Taux de croissance de l'actif immobilisé égal au taux de croissance à long terme retenu ;
- BFR nul (le management considère, compte tenu notamment de l'évolution du marché, qu'Heurtey Petrochem ne sera plus en mesure de générer des excédents de trésorerie significatifs dans le cadre de la réalisation des contrats) ;
- Taux d'impôt normatif d'environ 24% (soit le taux d'imposition moyen du groupe retenu en 2023).

Nous précisons que ces hypothèses de flux normatif peuvent être considérées comme optimistes car elles se fondent notamment sur un taux de marge opérationnelle de haut de cycle économique.

⁴ Nous avons retenu à cet horizon les taux votés dans le cadre de la Loi de finances pour 2018 (article 84) du 30 décembre 2017, sans introduire de facteur de prudence quant à leur possible révision d'ici 2022.

⁵ En ligne avec les taux retenus par un échantillon d'analystes sur le secteur, compris entre 1,0% et 2,0% (sur Technip FMC : notes Société Générale du 14/05/2018 et JP Morgan du 23/04/2018 ; sur Saipem : notes JP Morgan du 07/06/2018 et Barclays du 25/04/2018).

2.4 Détermination du taux d'actualisation

2.4.1. Principe de détermination du taux

Les flux nets de trésorerie doivent être actualisés au coût des capitaux investis dans l'actif de l'entreprise, c'est-à-dire au taux de rendement des capitaux exigé par les investisseurs, compte tenu du risque intrinsèque de l'activité.

La société disposant d'un stock important de déficits fiscaux, la valeur potentiellement créée par la déductibilité des intérêts financiers nous semble très limitée. Nous retenons ainsi, par simplification, un taux d'endettement normatif nul.

Le taux d'actualisation retenu correspond donc au coût des fonds propres qui a été déterminé à partir du Modèle d'Evaluation Des Actifs Financiers (MEDAF) où :

$$K_{FP} = R_f + \beta \times \text{prime de risque moyenne du marché action} + \text{prime de risque éventuelle}$$

Avec :

K_{FP}	<i>Coût des fonds propres</i>
R_f	<i>Taux sans risque</i>
β	<i>Bêta des actions de la société</i>
Prime de risque moyenne du marché	<i>Elle correspond à la différence entre le rendement espéré du marché actions dans son ensemble et le taux sans risque</i>
Prime de risque éventuelle	<i>Elle peut correspondre par exemple à une prime de taille ou à une prime de risque pays</i>

2.4.2. Taux sans risque

Le taux sans risque est estimé sur la base des rendements offerts par des actifs considérés sans risque de défaut.

Nous avons retenu un taux sans risque égal à la moyenne 1 mois des obligations d'état allemandes d'une maturité de 20 ans. Ce taux s'établit à 0,88% au 15 juin 2018.

2.4.3. Bêta

Nous avons estimé le bêta sur la base de l'échantillon de sociétés comparables à la Société, intervenant dans le secteur de l'Oil & Gas, présentées de manière plus détaillée dans la suite de ce rapport.

Il a été déterminé à partir des données hebdomadaires sur un horizon de deux ans. Les sociétés comparables dont le coefficient de corrélation (r^2) est inférieur à 10% ont été exclues.

Nous aboutissons ainsi à un bêta de 1,10. Indépendamment des calculs conduits, retenir un bêta supérieur à 1,00 nous paraît cohérent compte tenu de la volatilité importante du chiffre d'affaires et du niveau élevé de coûts fixes.

2.4.4. Prime de risque marché

Différentes approches permettent d'estimer la prime de risque de marché. Il peut s'agir de primes de risque historiques, de primes de risque anticipées ou de consensus de primes de risque.

Les primes de risque anticipées calculées de manière instantanée ont été écartées en raison des inconvénients suivants :

- elles sont calculées à partir de modèles complexes tenant compte d'un grand nombre de paramètres, pour certains subjectifs, comme la définition de la période de prévision, les taux de croissance retenus dans les prévisions, le taux de croissance à long terme, les taux de distribution de dividendes... Il en résulte que les hypothèses prises en compte dans leur calcul ne sont pas forcément cohérentes avec celles utilisées dans le modèle de valorisation ;
- elles permettent de suivre l'évolution de l'aversion au risque des investisseurs mais ne correspondent pas nécessairement au taux de rendement supplémentaire attendu par des investisseurs en actions qui investissent sur le long terme, ce qui n'est pas le cas pour les arbitragistes et les gestionnaires de portefeuilles.

Nous privilégions les primes de risque anticipées calculées à partir de comparaisons sur une base historique du rendement des actions et des obligations, en ajustant l'écart constaté de phénomènes qui ne devraient pas se reproduire dans le futur. Ces primes de risque sont moins sensibles que les précédentes à la conjoncture immédiate.

A ce titre, nous retenons une prime de risque du marché action de 5,0%, déterminée notamment sur la base des travaux de Dimson, Marsh et Staunton, de Robeco et du sondage du Swiss Finance Institute⁶.

2.4.5. Prime de taille

Plusieurs travaux académiques démontrent que le rendement attendu sur des entreprises de petite taille serait supérieur à celui exigé par le MEDAF⁷.

L'analyse des rendements historiques des entreprises cotées américaines par le cabinet Duff & Phelps aboutit à une estimation de la prime de taille de 1,75%⁸.

2.4.6. Prime pays

Une prime de risque pays a été calculée, en appliquant au prorata du chiffre d'affaires de chaque filiale sur l'horizon du plan, le niveau de prime de risque propre à chaque pays⁹.

Sur cette base, la prime pays pondérée ressort à 0,75%.

⁶ Sources : études d'Elroy Dimson, Paul Marsh et Mike Staunton, voir notamment « The Worldwide Equity Premium : a smaller puzzle », 7 avril 2006, « Equity Premia Around the World », 7 octobre 2011, et « Crédit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2017 » ; Robeco, « Expected Returns 2017 – 2021 », septembre 2016, L. Daalder ; Lilia Mukhlymova et Kjell G. Nyborg, janvier 2016, « The Choice of Valuation Techniques in Practice: Education versus Profession ».

⁷ Plusieurs facteurs expliquent pourquoi le taux de rendement requis des fonds propres d'une entreprise de petite taille est supérieur à celui d'une entreprise de grande taille. Tout d'abord, compte tenu du manque de transactions sur les actions des sociétés de petite taille, le bêta calculé sur la base des méthodes économétriques usuelles sous-estime le bêta réel (Ibbotson, R.G., Kaplan, P.D., Peterson, J.D., Estimates of Small Stock Betas are Much Too Low, The Journal of Portfolio Management, vol. 23, 1997). Par ailleurs, les actionnaires des sociétés de petite taille supportent des coûts de liquidité (Amihud, Y., Mendelson, H., Asset Pricing and the bid-ask spread, Journal of Financial Economics, vol. 17, 1986) et un risque de liquidité plus importants (par exemple, Acharya, V.V., Pedersen, L.H., Asset Pricing with Liquidity Risk, Journal of Financial Economics, vol. 77, 2005). Enfin, les coûts d'accès à l'information ne peuvent être amortis que sur des montants investis plus limités (Lee, C.M.C., So, E.C., Alphanomics: The Informational Underpinnings of Market Efficiency, Foundations and Trends in Accounting, Vol. 9 n°2-3, 2015).

⁸ Source : « 2017 Valuation Handbook – Guide to Cost of Capital » – Duff & Phelps – Prime associée aux entreprises du deuxième tercile. La taille de la société justifierait de retenir le tercile « Micro Cap » (soit une prime de taille de 3,67%) mais nous avons considéré que, la société faisant désormais partie du groupe Axens, il était raisonnable de retenir une prime de taille inférieure.

⁹ Source : Damodaran – Janvier 2018

2.4.7. Taux d'actualisation retenu

Nous obtenons un taux d'actualisation de 9,0%¹⁰ pour Heurtey Petrochem, qui correspond à notre estimation d'un coût des fonds propres à dette nulle à la Date d'Evaluation.

Nous notons que le taux d'actualisation retenu est inférieur aux taux d'actualisation de 10,90% - 11,00% retenus par Heurtey Petrochem dans ses tests de dépréciation 2017 et à un niveau comparable aux taux usuellement retenus par les analystes financiers suivant des valeurs comparables, qui s'établissent d'après notre revue entre 9,0% et 10,0%¹¹.

¹⁰ $0,88\% + 1,1 \times 5,0\% + 1,75\% + 0,75\% = 8,9\%$, arrondi à 9,0%

¹¹ Sur la base des notes d'analystes suivant les sociétés Technip FMC (Société Générale du 14/05/2018 et JP Morgan du 23/04/2018) et Saipem (JP Morgan du 07/06/2018 et Barclays du 25/04/2018).

2.5 Conclusion sur la valeur

Nos travaux font ressortir à partir des analyses de sensibilité au taux d'actualisation (+/- 0,5%) et à la croissance perpétuelle (+/- 0,25%) une Valeur d'Entreprise de la Société à la Date d'Evaluation comprise dans une fourchette allant de **100,5 M€** à **123,4 M€**.

Après ajustements, la valeur des fonds propres de la Société ressort entre **68,3 M€** et **91,2 M€**. La valeur par action s'inscrit ainsi dans une fourchette comprise entre **13,9 €** et **18,6 €**, avec une valeur centrale de **16,0 €**

Sensibilité de la Valeur d'Entreprise aux taux d'actualisation et de croissance perpétuelle

		Taux d'actualisation				
		8,00%	8,50%	9,00%	9,50%	10,00%
Taux de croissance à long terme	1,00%	122,4	113,2	105,2	98,1	91,9
	1,25%	126,1	116,4	107,9	100,5	93,9
	1,50%	130,1	119,8	110,8	103,0	96,1
	1,75%	134,4	123,4	113,9	105,6	98,4
	2,00%	139,1	127,3	117,2	108,5	100,8

Sensibilité de la valeur par action aux taux d'actualisation et de croissance perpétuelle

		Taux d'actualisation				
		8,00%	8,50%	9,00%	9,50%	10,00%
Taux de croissance à long terme	1,00%	18,4	16,5	14,9	13,4	12,1
	1,25%	19,1	17,1	15,4	13,9	12,6
	1,50%	19,9	17,8	16,0	14,4	13,0
	1,75%	20,8	18,6	16,6	14,9	13,5
	2,00%	21,8	19,4	17,3	15,5	14,0

3. Méthode des comparables boursiers

Cette méthode consiste à appliquer à la Société les multiples observés sur un échantillon de sociétés comparables cotées.

Nous avons sélectionné un échantillon de huit sociétés européennes et américaines d'EPC intervenant dans le secteur de l'Oil & Gas :

- Maire Tecnimont SpA est une société italienne qui intervient dans quatre secteurs : la chimie et la pétrochimie, le pétrole et le gaz, les énergies et les infrastructures ainsi que le génie civil.

La société a généré en 2017 un chiffre d'affaires de 3 503 M€.

- Técnicas Reunidas SA est une société espagnole qui offre des services d'ingénierie et de construction pour l'industrie pétrolière et gazière.

Técnicas Reunidas SA a généré en 2017 un chiffre d'affaires de 5 068 M€.

- Fluor est une société américaine qui fournit des services d'ingénierie, de construction et de maintenance, ainsi que des services de gestion de projets à l'échelle mondiale.

La société a généré en 2017 un chiffre d'affaires total de 19 521 M\$.

- Petrofac Limited est une société britannique d'EPC *onshore* et *offshore*, qui propose également des services d'exploitation et de maintenance ainsi que de la formation de personnel.

La société a généré en 2017 un chiffre d'affaires total de 6 395 M£.

- Saipem S.p.A. est une société italienne qui offre des services de construction et de forage *onshore* et *offshore*. La société installe des pipelines sous-marins et des plates-formes fixes, et gère des projets de construction et des forages pétroliers principalement en Italie, en Algérie, au Nigeria et dans la péninsule arabique.

La société a généré en 2017 un chiffre d'affaires de 8 999 M€.

- Technip FMC est une société française spécialisée dans l'ingénierie et la construction de projets *onshore*, *offshore* et sous-marins, destinés aux secteurs pétrolier, gazier et pétrochimique.

La société a généré en 2017 un chiffre d'affaires de 15 057 M€.

- John Wood Group PLC est une société britannique qui conçoit et fabrique des têtes de puits et des systèmes de pompage submersibles et de contrôle de pression. Elle

fournit également des services de maintenance pour les turbines industrielles et les turbines à gaz aéronautiques.

La société a généré en 2017 un chiffre d'affaires de 5 394 M\$.

- KBR, Inc. est une société américaine d'EPC dans l'énergie et la pétrochimie. La Société offre une vaste gamme de services à travers deux secteurs d'activité : « Energy and Chemicals » (E&C) et « Government and Infrastructure » (G&I).

La société a généré en 2017 un chiffre d'affaires de 4 171 M\$.

Compte tenu des pertes d'Heurtey Petrochem réalisées en 2016 et 2017 et attendues pour 2018 et 2019, cette méthode n'a pu être mise en œuvre qu'à partir des multiples de chiffre d'affaires observés sur les sociétés comparables. Pour cette raison, elle n'a été conduite qu'à titre indicatif.

Les multiples Valeur d'Entreprise / chiffre d'affaires de ces sociétés sont présentés ci-dessous :

Société	Pays	Mkt Cp M€	VE M€	Multiple VE / CA	
				Dec-18	Dec-19
Maire Tecnimont Spa	Italy	1 352	1 356	0,37x	0,36x
Tecnicas Reunidas Sa	Spain	1 453	1 245	0,28x	0,27x
Fluor Corp	United States	6 017	6 235	0,38x	0,35x
Petrofac Ltd	Britain	2 321	3 149	0,62x	0,64x
Saipem Spa	Italy	3 846	5 120	0,64x	0,63x
Technipfinc Plc	Britain	12 932	10 919	1,01x	1,00x
Wood Group (John) Plc	Britain	5 128	6 672	0,76x	0,72x
Kbr Inc	United States	2 202	2 226	0,62x	0,57x
Moyenne				0,58x	0,57x
Médiane				0,62x	0,60x

Source : Bloomberg au 15 juin 2018, Analyse Sorgem

L'application des multiples moyen (0,58x) et médian (0,62x) sur l'exercice 2018 conduit à une Valeur d'Entreprise de la Société de respectivement **144,7 M€** et **154,6 M€**, soit une valeur des fonds propres comprise entre **112,5 M€** et **122,4 M€**, et une valeur par action comprise entre **22,9 €** et **24,9 €**.

L'application des multiples moyen (0,57x) et médian (0,60x) sur l'exercice 2019 conduit à une Valeur d'Entreprise de la Société de respectivement **144,4 M€** et **152,0 M€**, soit

une valeur des fonds propres comprise entre **112,2 M€** et **119,8 M€**, et une valeur par action comprise entre **22,8 €** et **24,4 €**.

Nous retenons ainsi, au titre de la méthode des comparables boursiers, une valeur par action comprise entre **22,8 €** et **24,9 €**.

Cette valeur, fondée sur des multiples de chiffre d'affaires d'un échantillon de sociétés de taille très supérieure et dont les résultats opérationnels sont, contrairement à la Société, attendus positifs pour l'exercice 2018, doit être considérée comme un majorant de la valeur d'Heurtey Petrochem.

4. Références de valeur

4.1 Conditions financières de l'offre publique d'achat réalisée en décembre 2016 / janvier 2017

Nous rappelons que l'offre publique d'achat de décembre 2016 / janvier 2017 a été réalisée au prix de 25 euros par action.

4.2 Conditions d'acquisition d'actions par l'Initiateur postérieurement à l'offre de décembre 2016 / janvier 2017

L'acquisition, annoncée le 2 mai 2018, de 172 000 titres (soit 3,5% du capital) au prix de 30,0 euros a été réalisée auprès d'une société de gestion de dimension internationale.

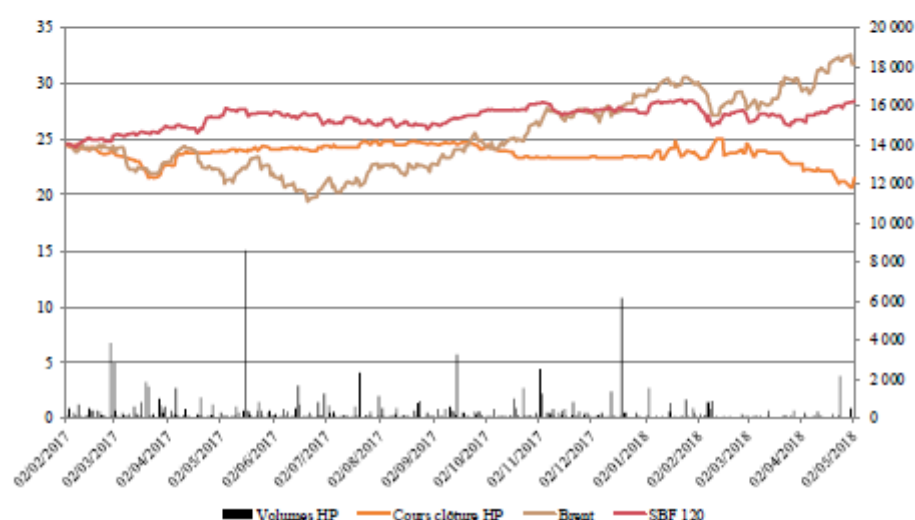
L'Initiateur nous a par ailleurs indiqué avoir acquis, depuis la clôture de l'offre publique de décembre 2016 / janvier 2017, sur le marché et hors marché, un total de 188 124 actions pour un prix compris, pour chaque transaction, entre 21,7 euros et 26,0 euros par action.

4.3 Référence au cours de bourse

Le graphique suivant présente l'évolution du cours de l'action Heurtey Petrochem, ainsi que les volumes échangés entre le 2 février 2017, date de publication des résultats

définitifs de l'offre de décembre 2016 / janvier 2017, et le 2 mai 2018, date d'annonce du franchissement de seuil et du projet d'OPR-RO.

**Evolution du cours de bourse d'Heurtey Petrochem sur la période
02/02/2017 – 02/05/2018**



Source : Bloomberg (volumes retraités par Sorgem des blocs de titres acquis par l'Initiateur en novembre 2017 et avril 2018)

Sur la période considérée, le cours a connu de faibles variations dans des volumes par ailleurs peu significatifs (97 844 titres échangés sur la période avec 44 jours sans échange et 40 jours où seule une action a été échangée), ce qui limite sa pertinence.

Entre le 2 février 2017 et le 2 mai 2018 inclus, le cours moyen pondéré par les volumes s'est établi chaque jour entre 20,6 euros et 25,0 euros.

Nous présentons ci-dessous à titre indicatif, au 2 mai 2018, les cours moyens pondérés par les volumes, en spot, sur 1 mois, sur 3 mois, sur 6 mois et sur 12 mois. Nous indiquons également les primes que le prix d'Offre représente par rapport à ces différentes références.

Au 2 mai 2018	Spot	1 mois	3 mois	6 mois	12 mois
Cours moyen pondéré par les volumes (€)	21,59	21,43	22,71	23,20	23,81
Prime induite par le prix d'Offre (30 €)	39,0%	40,0%	32,1%	29,3%	26,0%

Source : Bloomberg

4.4 Actif net consolidé

Les capitaux propres consolidés part du groupe au 31 décembre 2017 s'établissent à 40,0 M€, soit 8,1 euros par action sur la base de 4,913 millions d'actions hors auto-détention.

4.5 Prix cible des analystes

Nous avons identifié un seul analyste ayant publié une note depuis l'offre publique de décembre 2016 / janvier 2017. Il s'agit de Nicolas Royot de Portzamparc.

Dans une note datée du 16 février 2018, celui-ci retient un prix cible de 25 euros par action, en indiquant notamment en conclusion : « *L'année 2017 est décidément à oublier pour Heurtey. Le carnet de commandes ne plaide pas pour un rebond en 2018. Une nouvelle offre de sortie de cote constituerait une belle porte de sortie pour les actionnaires.* »

V. ACCORDS CONNEXES A L'OFFRE

Aucun accord connexe (article 261-1 du règlement général de l'AMF, 4^{ème} alinéa) susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation du prix de l'Offre n'a été porté à notre attention.

VI. ANALYSE DES ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX D'OFFRE DES ACTIONS PAR L'ETABLISSEMENT PRESENTATEUR

Nous avons eu communication du rapport d'évaluation établi par Invest Securities (l'« Etablissement présentateur »).

1. Méthodes et références retenues

Comme nous, Invest Securities met en œuvre une méthode DCF et une approche par les comparables boursiers.

L'établissement présentateur met également en œuvre une approche par les transactions comparables, approche que nous n'avons pas retenue (cf. IV.1.1). La mise en œuvre de cette méthode par Invest Securities conduit à une valeur par action de 19,7 euros, proche de la valeur issue de leur analyse des comparables boursiers (entre 20,0 et 20,1 euros).

L'Etablissement présentateur retient par ailleurs les mêmes références de valeur que nous, à l'exception de l'actif net consolidé (8,1 euros) et du prix cible Portzamparc (25 euros) – que nous retenons et qu'Invest Securities ne retient pas – et de l'augmentation de capital de mai 2016 (26 euros – qu'à l'inverse Invest Securities retient et que nous ne retenons pas).

2. Méthode DCF

La mise en œuvre de la méthode DCF par Invest Securities conduit à une valeur centrale de 18,5 euros, contre une valeur centrale de 16,0 euros dans nos travaux.

L'essentiel de l'écart (+1,8 euros sur +2,5 euros) provient du taux d'actualisation retenu par Invest Securities (8,5%), inférieur au nôtre (9,0%).

Notons que cet écart est limité et que le taux de 8,5% retenu en valeur centrale par l'Etablissement présentateur correspond au taux qui constitue la borne haute de notre analyse de sensibilité.

L'écart résiduel (+0,7 euro) est inférieur à 4% (0,7 / 18,5). Il provient principalement du prolongement jusqu'à 2027 du plan d'affaires par Invest Securities alors que nous avons calculé une valeur terminale directement en sortie de plan (2023).

Nous précisons enfin (i) que les montants déduits de la valeur d'entreprise pour obtenir la valeur des fonds propres sont proches : -32,9 M€ dans les travaux d'Invest Securities

contre -32,2 M€ dans nos travaux, et (ii) que les taux de croissance à long terme retenus sont identiques (1,5%).

3. Méthode des comparables boursiers

Comme notre analyse, celle de l'Etablissement présentateur est fondée sur les multiples Valeur d'Entreprise / Chiffre d'affaires calculés sur les exercices 2018 et 2019.

Nos deux échantillons sont par ailleurs très proches (en plus des sept sociétés retenues par Invest Securities, nous avons retenu la société américaine KBR).

Les multiples moyens calculés par Invest Securities ressortent à 0,53x (2018) et 0,52x (2019), un peu inférieurs (d'environ 8,5%) aux nôtres (0,58x et 0,57x).

Sur ces bases, l'Etablissement présentateur retient une valeur par action d'environ 20 euros contre près de 23 euros dans nos travaux (22,8 euros).

En plus des multiples moyens de l'échantillon, nous retenons également les multiples médians (0,62x et 0,60x), qui conduisent à la borne haute de notre fourchette de valeurs (24,9 euros).

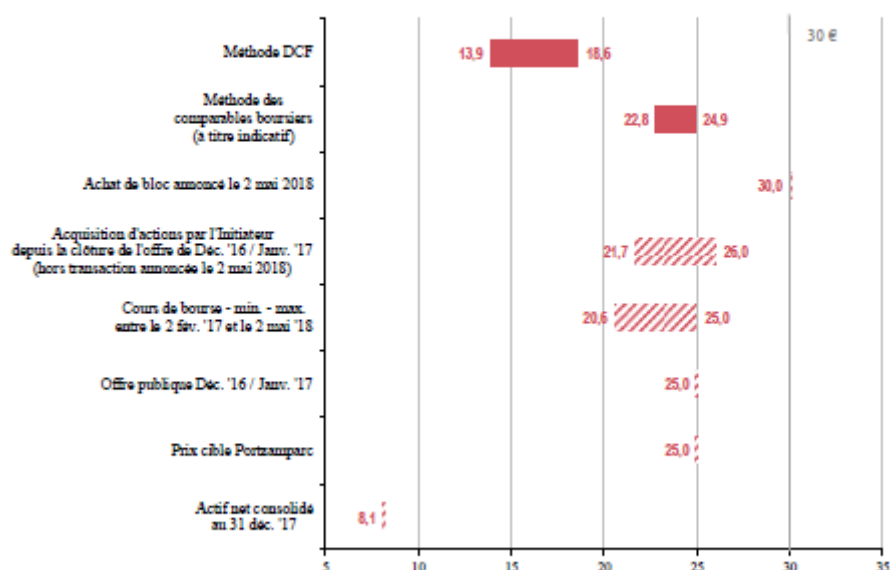
VII. CONCLUSION SUR LE CARACTERE EQUITABLE DE L'OFFRE

Nous avons été désignés par le conseil d'administration d'Heurtey Petrochem en application de l'article 261-1 I et II du règlement général de l'AMF.

Au regard du contexte de l'Offre, du profil de l'Initiateur et de ses intentions annoncées vis-à-vis de la Société, notre conclusion est rendue au regard des considérations suivantes :

- l'actionnaire minoritaire est libre d'apporter ou non ses actions à l'OPR. Ses actions non apportées seront en revanche nécessairement transférées à l'Initiateur si le retrait obligatoire (RO) est mis en œuvre, ce qui sera le cas en l'espèce : l'Initiateur détenant, avant l'Offre, plus de 95% du capital et plus de 95% des droits de vote, il pourra procéder au retrait de cote quels que soient les résultats de l'Offre ;
- aucun accord connexe (article 261-1 du règlement général de l'AMF, 4^{ème} alinéa) susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation du prix de l'Offre n'a été porté à notre attention.

La synthèse des résultats de nos travaux d'évaluation d'Heurtey Petrochem est présentée ci-dessous (en € / action).



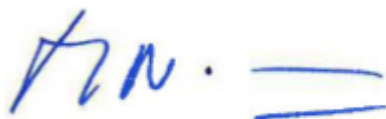
Ainsi, le prix d'Offre de 30 euros, qui correspond aux conditions d'acquisition du bloc d'actions annoncée le 2 mai 2018 :

- est supérieur de plus de 60% à la borne haute de notre analyse DCF ;
- est supérieur de plus de 20% à la borne haute de notre analyse des comparables boursiers (présentée à titre indicatif et constituant un majorant de la valeur) ;
- est supérieur à l'ensemble des références de valeur (conditions de l'offre de décembre 2016 / janvier 2017 et acquisitions postérieures de titres par l'Initiateur, cours de bourse depuis cette offre, prix cible de Portzamparc et actif net consolidé).

Dans ces conditions, nous considérons donc que le prix de 30,0€ par action proposé dans le cadre de l'Offre est équitable pour les actionnaires de la Société, notamment en cas de mise en œuvre du retrait obligatoire par l'Initiateur.

Fait à Paris, le 2 juillet 2018

Pour Sorgem Evaluation



Maurice Nussenbaum
Managing Partner

■ Annexes

1. Programme de travail

Sorgem Evaluation a mis en œuvre le programme de travail suivant :

- Analyse du contexte de l'Offre ;
- Analyse des comptes consolidés de la Société sur les trois derniers exercices ;
- Entretiens avec la Société sur les points suivants :
 - > Description des activités de la Société, de ses marchés et de l'environnement concurrentiel,
 - > Présentation et explication des circonstances de la performance historique,
 - > Présentation de l'atterrissage 2018 et du plan d'affaires ;
- Mise en œuvre d'une approche multicritère pour l'évaluation de la Société ;
 - > Examen de la pertinence d'une évaluation de la Société fondée sur une approche analogique (méthodes des comparables boursiers et des transactions comparables). Dans ce cadre, identification de sociétés et de transactions comparables, identification du sens et de l'importance des biais résultant des différences avec la Société et évaluation de la Société (à titre indicatif) sur la base de la méthode des comparables boursiers,
 - > Evaluation de la Société par la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie,
 - > Analyse de la liquidité et de l'évolution du cours de bourse ;
- Analyse des différentes méthodes d'évaluation mises en œuvre par l'Etablissement présentateur dans le cadre des éléments d'appréciation du prix d'Offre ;
- Entretien avec les administrateurs indépendants ;
- Rédaction d'un projet de rapport d'expertise indépendante ;
- Revue indépendante ;
- Rédaction du présent rapport d'expertise indépendante.

2. Liste des personnes rencontrées ou contactées

Dans le cadre de la mission qui nous a été confiée, nous avons été amenés à échanger avec les personnes suivantes :

Heurtey Petrochem

M. Jacques Moulin : Directeur Général
M. Grégory Matouskoff : Directeur Financier

Axens

M. Olivier Blatter : Directeur Financier

Invest Securities (Etablissement présentateur)

M. Gwenaél Le Berre : Associé - Gérant
M. Johann Carrier : Analyste Financier – Stock Picking
M. Rémi Pollet : Vice President

Détroyat Associés (conseil financier de l'Initiateur)

Philippe Leroy – Président
Aurélien Bricout – Partner

3. Informations et documents utilisés

Documents	Source
Comptes consolidés d'Heurtey Petrochem	Heurtey Petrochem
Plan d'affaires 2018-2023	Heurtey Petrochem
Procès-verbaux du conseil d'administration	Heurtey Petrochem
Statuts d'Heurtey Petrochem	Heurtey Petrochem
Projet de note d'information conjointe	Invest Securities
Evaluation d'Heurtey Petrochem par Invest Securities	Invest Securities
Données de marché (cours de bourse, consensus)	Bloomberg, Thomson Eikon
Notes d'analystes	Bloomberg, Thomson Eikon
Analyse de marché	Etudes de marché IFPEN

4. Calendrier de l'étude

- Contact par la Société et établissement d'une lettre de mission : 9 mai 2018
- Désignation de Sorgem Evaluation comme expert indépendant par le conseil d'administration : 1^{er} juin 2018.
- Recueil de l'information requise pour apprécier l'équité de l'opération, réalisation des travaux d'analyse, échanges avec la Société et l'établissement présentateur et rédaction du projet de rapport : du 1^{er} au 22 juin 2018.
- Obtention d'une lettre d'affirmation et remise de la version finale de notre rapport le 25 juin 2018.

5. Rémunération

Le montant des honoraires forfaitaires perçus par Sorgem Evaluation au titre de la présente mission s'élève à 55 000 euros hors taxes.

6. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIÉTÉ

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, le conseil d'administration de la Société s'est réuni le 25 juin 2018, sur convocation faite conformément aux statuts de la Société, à l'effet d'examiner le projet d'Offre et de rendre un avis motivé sur l'intérêt et les conséquences du projet d'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Tous les membres du Conseil d'administration étaient présents ou représentés, à savoir :

- Monsieur Olivier Blatter ;
- Monsieur Yves Boscher ;
- Monsieur Christian Dupraz ;
- Monsieur Jean Deseilligny* ;
- Monsieur Jacques Moulin ;
- Monsieur Jean Sentenac (Président du conseil d'administration) ;
- Madame Claire Tutenuit*.

* *Administrateur indépendant.*

Préalablement, le conseil d'administration s'est réuni le 1^{er} juin 2018 au siège social de la Société. Lors de cette réunion, qui s'est tenue sous la présidence du Président du conseil d'administration de la Société, le conseil d'administration de la Société a décidé de nommer la société Sorgem Evaluation en qualité d'Expert Indépendant afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre, en application de l'article 261-1, I et II du règlement général de l'AMF.

A cet égard, n'ont pas pris part au vote les administrateurs susceptibles de se trouver en situation de conflit d'intérêts, compte tenu de leurs liens avec le groupe Axens.

Il a également été décidé que deux administrateurs indépendants, Madame Claire Tutenuit et Monsieur Jean Deseilligny rencontreraient l'Expert Indépendant aux fins de prendre connaissance de ses premières conclusions dans le cadre d'un rapport d'étape. Ces deux administrateurs feront par ailleurs part de leur avis au conseil d'administration.

Les deux administrateurs indépendants, Madame Claire Tutenuit et Monsieur Jean Deseilligny, ont pris connaissance d'un rapport d'étape établi par l'Expert Indépendant et en ont discuté les termes.

Lors de cette réunion, les échanges entre les administrateurs et l'Expert Indépendant ont notamment porté sur le caractère équitable du prix proposé pour les actionnaires de la Société, ainsi que sur les conséquences de l'Offre pour l'avenir d'Heurtey Petrochem et pour ses salariés. Les administrateurs indépendants se sont en particulier attachés à veiller au respect des intérêts des actionnaires et aux impacts de l'Offre sur l'avenir d'Heurtey Petrochem et de ses salariés.

Madame Claire Tutenuit et Monsieur Jean Deseilligny ont fait part au conseil d'administration du 25 juin 2018 de leurs échanges et de leurs conclusions.

Les documents suivants ont été également portés à la connaissance du conseil d'administration :

- le projet de note d'information conjointe, contenant notamment le rappel des principales modalités de l'Offre ainsi que les informations concernant la Société, destinés à être déposés auprès de l'AMF ; et
- le rapport de l'Expert Indépendant qui sera inclus dans le projet de note d'information conjointe, établi conformément aux dispositions de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF.

Après avoir entendu l'Expert Indépendant, le conseil d'administration a pris connaissance du rapport de l'Expert Indépendant et de l'attestation d'équité. A cet égard, le conseil d'administration a constaté que l'Expert Indépendant a confirmé avoir reçu toutes les informations nécessaires à l'accomplissement de sa mission.

Un extrait des délibérations de cette réunion contenant l'avis motivé du conseil d'administration de la Société est reproduit ci-après. Cet avis motivé a été adopté à l'unanimité des membres du conseil d'administration, y compris ses membres indépendants, étant précisé que n'ont pas pris part au vote

les administrateurs susceptibles de se trouver en situation de conflit d'intérêts, compte tenu de leurs liens avec l'Initiateur.

L'extrait du procès-verbal de cette réunion figure ci-dessous :

« À la lumière des considérations qui précèdent, prenant acte des conclusions du rapport de l'Expert Indépendant, le Conseil, après en avoir délibéré, estime à l'unanimité que le projet d'Offre est dans l'intérêt de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés, et décide :

(i) d'émettre un avis favorable sur l'Offre et :

- de recommander aux actionnaires minoritaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre Publique de Retrait,

- de formuler la recommandation ci-dessus tout en prenant acte de ce que, en toute hypothèse, les actions non présentées à l'Offre Publique de Retrait seront transférées à l'Initiateur dans le cadre du Retrait Obligatoire à l'issue de l'Offre Publique de Retrait et moyennant une indemnisation d'un montant égal au prix unitaire de l'Offre Publique de Retrait, soit 30 euros par action de la Société, nette de tous frais,

(ii) d'approuver le projet de note d'information conjointe,

(iii) d'approuver le projet de document intitulé « Informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables d'Heurtey Petrochem », et

(iii) d'autoriser, avec faculté de déléguer à toute personne de son choix, Monsieur Jacques Moulin, Directeur Général, à :

- finaliser et signer ledit document, ainsi que tous documents nécessaires à la réalisation de l'Offre,*
- de signer tout document relatif au projet de note d'information conjointe, à la note d'information conjointe définitive et au document intitulé « Informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables d'Heurtey Petrochem » ;*
- d'établir toutes attestations requises dans le cadre des opérations visées par l'Offre ; et*
- plus généralement de faire tout ce qui sera nécessaire pour la bonne réalisation de l'Offre décrite ci-dessus, notamment conclure et signer, au nom et pour le compte de la Société, toutes opérations et / ou documents nécessaires et afférents à la réalisation de l'Offre ;*

étant précisé que les administrateurs susceptibles de se trouver en situation de conflit d'intérêts, compte tenu de leurs liens avec le groupe Axens n'ont pas pris part au vote. »

7. MODALITES DE MISE A DISPOSITION DU PUBLIC DES INFORMATIONS RELATIVES A L'INITIATEUR ET A LA SOCIÉTÉ

Conformément aux dispositions de l'article 231-38 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur et de la Société feront l'objet de documents spécifiques déposés auprès de l'AMF et mis à disposition du public selon les modalités propres à assurer une diffusion effective et intégrale, au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre.

8. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Pour des raisons essentiellement pratiques, les administrateurs de la Société qui détiennent des actions de la Société ont déclaré, chacun pour ce qui le concerne, qu'ils n'ont pas l'intention de les apporter à l'Offre Publique de Retrait et qu'en tout état de cause, ils verront leurs actions transférées à l'Initiateur dans le cadre du Retrait Obligatoire.

9. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE D'INFORMATION CONJOINTE

9.1 Pour l'Initiateur

« À ma connaissance les données de la présente note d'information conjointe relatives à la société Axens sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

Axens

Jean Sentenac, Président-Directeur Général

9.2 Pour la Société

« À ma connaissance les données de la présente note d'information conjointe relatives à la société Heurtey Petrochem sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

Heurtey Petrochem

Jacques Moullin, Directeur Général

9.3 Pour l'Établissement Présentateur

« Conformément à l'article 231-18 du règlement général de l'AMF, Invest Securities, Établissement Présentateur de l'Offre, atteste qu'à sa connaissance, la présentation de l'Offre, qu'il a examinée sur la base d'informations communiquées par l'Initiateur, et les éléments d'appréciation du prix proposé sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

Invest Securities

Marc-Antoine Guillen, Président