

**OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT
VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE**



HEURTEY PETROCHEM

INITIEE PAR



NOTE D'INFORMATION EN REPONSE



En application de l'article L. 621-8 du Code Monétaire et Financier et de l'article 231-26 de son Règlement Général, l'Autorité des marchés financiers (l'« AMF ») a apposé le visa n° 16-558 en date du 29 novembre 2016 sur la présente note en réponse. Cette note en réponse a été établie par la société 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 a vérifié « *si le document est complet et compréhensible et si les informations qu'il contient sont cohérentes* ». Il n'implique ni approbation de l'opportunité de l'opération, ni authentification des éléments comptables et financiers présentés.

Avis important

En application des dispositions des articles 231-19 et 261-1 et suivants du Règlement général de l'AMF, le rapport du Cabinet VALPHI, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans la présente note en réponse.

La présente note en réponse est disponible sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et peut être obtenue sans frais auprès de :

- **HEURTEY PETROCHEM**, 8 cours Louis Lumière, 94306 Vincennes Cedex, et
- **AXENS**, 89, boulevard Franklin Roosevelt, 92500 Rueil Malmaison

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

SOMMAIRE

1.	RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE _____	3
2.	AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION _____	4
3.	INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE _____	8
4.	AVIS DU COMITE D'ENTREPRISE _____	9
5.	ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE _____	9
6.	ELEMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE _____	9
	6.1. Structure et répartition du capital de la Société _____	9
	6.2. Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et aux transferts d'Actions _____	9
	6.3. Participations directes ou indirectes dans le capital de la Société dont elle a connaissance en vertu des articles L.233-7 et L.233-12 du Code de commerce _____	10
	6.4. Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci _____	10
	6.5. Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel actionariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier _____	10
	6.6. Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'Actions et à l'exercice des droits de vote _____	10
	6.7. Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration et de la direction générale ainsi qu'à la modification des statuts de la Société _____	10
	6.8. Pouvoirs du conseil d'administration et de la direction générale, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'Actions _____	10
	6.9. Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société, sauf si cette divulgation, hors les cas d'obligation légale de divulgation, porterait gravement atteinte à ses intérêts _____	11
	6.10. Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration ou les salariés s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique _____	11
7.	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT _____	11
8.	MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE _____	12
9.	PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE _____	12

1. RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE

En application du Titre III du Livre II, et plus particulièrement des articles 232-1 et suivants du règlement général de l'AMF, la société Axens, société anonyme à conseil d'administration au capital social de 130.002.228 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 », a proposé 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 8 cours Louis Lumière, 94306 Vincennes Cedex, France, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Créteil sous le numéro B442 861 191 (la « Société »), dont les actions sont admises aux négociations sur le marché d'Alternext Paris sous le code ISIN FR0010343186, d'acquérir en numéraire, dans le cadre d'une offre publique d'achat dont les conditions sont décrites dans le projet de note d'information déposé auprès de l'AMF du 16 novembre 2016 sous le numéro 216C2577 (le « Projet de Note d'Information »), la totalité de leurs actions à un prix unitaire de 25 euros (l'« Offre »).

A la date du présent document, l'Initiateur qui ne détient seul aucune action de la Société et IFP Investissements (« IFPI ») qui détient 1.769.785 actions et 1.844.285 droits de vote de la Société, représentant 36,01 % du capital et 35,57 % des droits de vote de la Société, chacun détenu à hauteur de 100% par IFP Energies Nouvelles (« IFPEN »), sont réputés agir de concert (le « Concert »).

Conformément aux dispositions de l'article 231-6 du règlement général de l'AMF, l'Offre porte sur la totalité des actions existantes et non détenues par le Concert, (soit, à la connaissance de la Société et à la date du présent document, 3.144.940 actions, en ce compris i) les 3 381 actions auto détenues¹ et ii) les 18.323 Actions Gratuites (telles que définies à la section 2.3 du Projet de Note d'Information)).

S'agissant des Actions Gratuites dont la période de conservation imposée par les dispositions de l'article L.225-197-1 du Code de commerce n'aura pas expiré pendant la durée de l'Offre et, le cas échéant, de l'Offre Réouverte (telle que définie à la section 2.12 du Projet de Note d'Information), soit, à la date du présent document, 18 323 actions sur les 30 000 actions attribuées gratuitement au titre du plan AGA2012, celles-ci ne pourront pas être apportées à l'Offre et, le cas échéant à l'Offre Réouverte, sauf cas exceptionnels de levée des indisponibilités prévues par les dispositions légales ou réglementaires applicables (en cas de décès ou invalidité du bénéficiaire).

En considération de cette impossibilité, il sera proposé aux titulaires des Actions Gratuites de conclure avec l'Initiateur un contrat de liquidité portant sur les Actions Gratuites non disponibles à la clôture de l'Offre et, le cas échéant, de l'Offre Réouverte, pour le cas où (i) les conditions du Retrait Obligatoire ou d'une radiation des actions du marché Alternext seraient réunies et que l'Initiateur en demande la mise en œuvre ou (ii) à l'issue de l'Offre Réouverte, la liquidité des actions de la Société serait fortement réduite.

Le prix d'exercice des promesses sera déterminé selon une méthode cohérente avec le prix de l'Offre.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, Crédit Agricole Corporate and Investment Bank, agissant en qualité d'établissement présentateur de l'Offre, a déposé pour le compte de l'Initiateur, l'Offre et le Projet de Note d'Information auprès de l'AMF le 16 novembre 2016. Il est précisé que Crédit Agricole Corporate and Investment Bank garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

L'Offre est volontaire et sera réalisée selon la procédure normale en application des articles 232-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

L'Offre est soumise au seuil de caducité légal en application des dispositions de l'article 231-9 du règlement général de l'AMF, selon lequel l'Offre est caduque si l'Initiateur, agissant seul ou de

¹ Au 31 octobre 2016

concert, ne détient pas, à la clôture de l'Offre, un nombre d'actions représentant une fraction du capital ou des droits de vote supérieure à 50 %.

2. AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Pour préparer les décisions du Conseil d'administration quant à l'intérêt de l'Offre, il a été constitué un Comité *ad hoc* composé de trois membres du Conseil, savoir Mesdames Claire TUTENUIT, administrateur indépendant et Sophie PATURLE, administrateur, ainsi que Monsieur Jean DESEILLIGNY, administrateur indépendant.

Ce Comité *ad hoc* s'est réuni à deux reprises, le 25 octobre 2016 et le 8 novembre 2016, en présence de l'expert indépendant désigné, de la Direction générale de la Société, et de l'avocat de cette dernière.

Après avoir pris connaissance des travaux de l'expert indépendant et des réactions du marché à la suite de la publication du premier projet d'Offre, proposant un prix de 23 euros, porté à 24 en cas d'offre publique de retrait, le Comité *ad hoc* a demandé au management de se rapprocher de l'Initiateur pour lui suggérer que cette Offre soit substantiellement révisée à la hausse et qu'un seul niveau de prix soit indiqué quel que soit le pourcentage de titres apportés à l'Offre.

Ainsi la société AXENS propose de manière irrévocable aux actionnaires de la Société d'acquérir en numéraire, dans le cadre d'une offre publique d'achat dont les conditions sont décrites dans le projet de note d'information modifié déposé par AXENS auprès de l'AMF le 16 novembre 2016, la totalité de leurs actions à un prix unitaire de 25 euros (l'« Offre »).

Les membres du Conseil d'Administration de la société Heurtey Petrochem (la « Société ») se sont réunis en Conseil le 21 novembre 2016 pour examiner le projet d'offre publique d'achat initié par AXENS et pour rendre un avis motivé sur ce projet d'offre, et notamment le caractère équitable du prix de 25 euros par action au regard du rapport de la société VALPHI, expert indépendant, conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF.

3.1 Administrateurs ayant participé à la réunion

Ont participé à la réunion du conseil la totalité de ses sept membres, savoir :

Monsieur Dominique HENRI, Président Directeur Général,

Madame Sophie PATURLE, Administrateur,

Monsieur Jean SENTENAC, Administrateur,

Monsieur Jean DESEILLIGNY, Administrateur indépendant,

Madame Claire TUTENUIT, Administrateur indépendant,

Madame Isabelle MULLER, Administrateur indépendant,

Monsieur Georges PICARD, Administrateur.

3.2 Avis du Conseil du 21 novembre 2016

Extrait du procès-verbal :

« Le Conseil d'administration a pris en compte les éléments suivants :

- l'avis de dépôt du projet d'offre publique d'achat qui a été publié par l'Autorité des marchés financiers (l'« AMF ») le 12 octobre 2016 (Dépôt n° 216C2327) ;
- l'avis de dépôt du projet d'offre publique d'achat qui a été publié par l'Autorité des marchés financiers (l'« AMF ») le 16 novembre 2016 (Dépôt n° 216C2577)
- le communiqué de presse de l'Initiateur, publié le 12 octobre 2016 dans le cadre du dépôt de son offre ;
- le communiqué de presse de l'Initiateur, publié le 16 novembre 2016 dans le cadre du dépôt de son offre ;
- le projet de note d'information initial de l'Initiateur et son projet de note modifié, y compris l'analyse du prix de l'Offre préparée par Crédit Agricole Corporate & Investment Bank, agissant en tant que banque présentatrice de l'Offre ;
- le rapport de la société VALPHI, expert indépendant ;
- l'avis du comité d'entreprise, rendu le 9 novembre 2016, et le rapport de l'expert-comptable désigné par ce dernier.

Au terme de ses travaux d'analyse et conformément aux dispositions de l'article 231-19 du Règlement Général de l'AMF, le Conseil d'administration est appelé à donner son appréciation sur l'intérêt de l'Offre et sur les conséquences de celle-ci pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

A. Contexte de l'Offre

(...)

Le Conseil d'administration note que, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, Crédit Agricole Corporate and Investment Bank, agissant en qualité d'établissement présentateur de l'Offre, a déposé pour le compte de l'Initiateur, le Projet de Note d'Information modifié auprès de l'AMF le 16 novembre 2016.

Il constate qu'à ce jour, à la connaissance de la Société et sur la base de la déclaration figurant dans le Projet de Note d'Information, l'Initiateur ne détient seul aucune action de la Société et IFP Investissements (« IFPI ») détient 1.769.785 actions et 1.844.285 droits de vote de la Société, représentant 36,01 % du capital et 35,57% des droits de vote de la Société, chacun détenu à hauteur de 100% par IFP Energies Nouvelles (« IFPEN »). La Société et IFPI sont réputés agir de concert (le « Concert »).

Il rappelle que, conformément aux dispositions de l'article 231-6 du règlement général de l'AMF, le projet d'Offre porte sur la totalité des actions existantes et non détenues par le Concert, (soit, à la connaissance de la société, 3.144.940 actions, en ce compris i) les 3 381 actions auto détenues (au 31 octobre 2016) et ii) les 18.323 Actions Gratuites).

L'Offre est volontaire et sera réalisée selon la procédure normale en application des articles 232-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

L'Offre est soumise au seuil de caducité légal en application des dispositions de l'article 231-9 du règlement général de l'AMF, selon lequel l'Offre est caduque si l'Initiateur, agissant seul ou de concert, ne détient pas, à la clôture de l'Offre, un nombre d'actions représentant une fraction du capital ou des droits de vote supérieure à 50 %.

B. Intérêt de l'Offre

Le Conseil d'administration a analysé l'intérêt de l'Offre proposée pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

a) Stratégie proposée par l'Initiateur

Le Conseil d'administration observe que l'Offre constitue une opportunité majeure pour créer un groupe industriel technologique de référence ayant la taille critique et les moyens pour développer ses différents métiers au plan mondial.

Le Conseil constate que l'Initiateur propose la stratégie suivante. L'activité du nouvel ensemble s'articulerait 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. Il offrirait 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.

Le Conseil confirme le fait que le rapprochement devrait permettre :

- 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 (Carburant Euro 6, purification, régénération de catalyseurs,...).*

Le Conseil considère également que le rapprochement des deux sociétés ne devrait pas générer de synergies de coûts significatives.

b) Intérêt pour les actionnaires de la Société

Le Conseil constate qu'à l'initiative du Comité ad hoc qui a préparé ses travaux, l'Initiateur a rehaussé son Offre de 23 à 25 euros, et ce quelle que soit la quotité de titres qui sera apportée.

Cette Offre permettrait aux actionnaires de la Société qui apporteraient leurs actions à l'Offre d'obtenir une liquidité immédiate de leur participation au prix de 25 euros par action, correspondant à une prime de l'ordre de 40% par rapport au cours moyen pondéré par les volumes de l'action sur les trois derniers mois.

Le prix de l'Offre proposé par AXENS a été apprécié, à titre principal, au regard (i) de la valeur intrinsèque résultant de l'actualisation des flux de trésorerie disponibles futurs, et (ii) des comparables boursiers.

c) Intérêt pour les salariés de la Société

Comme le souligne le Comité d'entreprise dans son avis globalement positif rendu le 9 novembre 2016, le rapprochement de l'Initiateur et de la Société permet d'accroître la solidité financière du nouveau groupe et ainsi d'assurer la pérennité des emplois des salariés d'Heurtey à long terme.

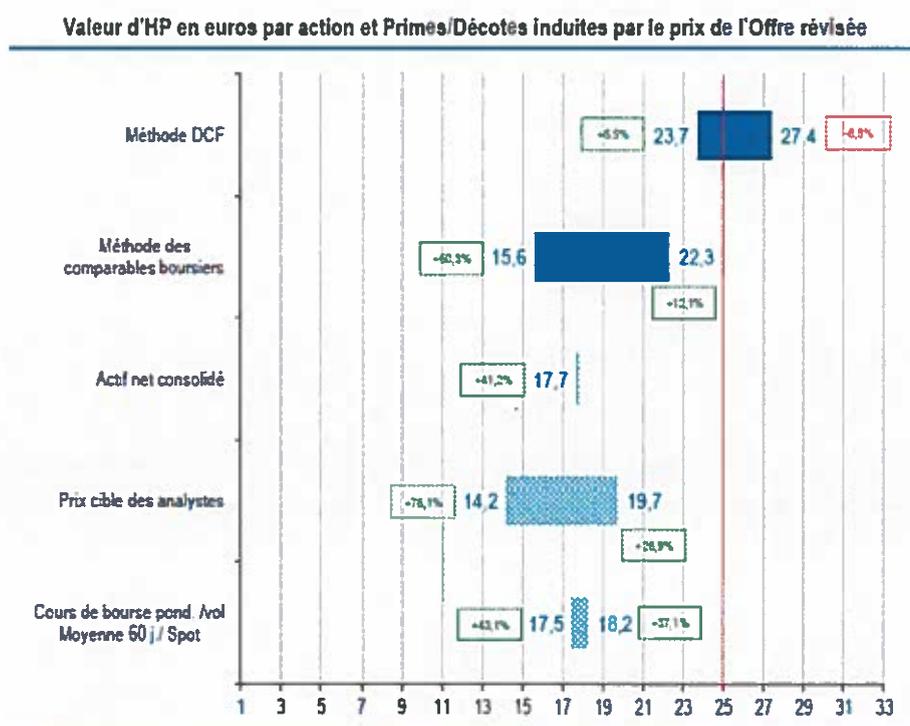
C. Evaluation et rapport de l'Expert Indépendant

Conformément aux dispositions des articles 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF, la Société a procédé le 12 octobre 2016 à la désignation du cabinet VALPHI, représenté par Monsieur Emmanuel DAYAN, en qualité d'expert indépendant, chargé d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

Dans le cadre de la mission qui lui a été confiée, le cabinet VALPHI a rendu un rapport le 18 novembre 2016, qui conclut par une attestation d'équité de l'opération.

L'expert indépendant a rendu la conclusion suivante :

« La synthèse des résultats de nos travaux d'évaluation d'Heurtey Petrochem est présentée ci-dessous. Les pourcentages indiquent les primes ou décotes induites par le prix de l'Offre révisée (25 euros) au regard des valeurs d'HP obtenues à travers les différentes méthodes et références d'évaluation retenues.



Source : Analyse Valphi

Le prix de l'Offre révisée de 25 € se situe à l'intérieur de la fourchette de valeurs retenue au titre de la Méthode DCF [23,7 € ; 27,4 €], proche de notre valeur centrale (25,5 €).

Il est par ailleurs supérieur à la borne haute de la fourchette de valeurs retenue au titre de la Méthode des comparables boursiers (22,3 € soit une prime de 12 %).

Enfin, le prix de 25 € présente une prime d'environ 40 % sur le cours de bourse d'Heurtey Petrochem avant le dépôt du projet d'Offre et il est très supérieur aux autres références de valeur (actif net consolidé et cours cible des analystes).

Dans ces conditions, à la date du présent Rapport, nous estimons que les conditions financières envisagées de l'Offre révisées sont équitables pour les actionnaires d'Heurtey Petrochem. »

D. Avis du Comité d'Entreprise

Le Comité d'entreprise a été consulté dans le cadre des dispositions des articles L. 2323-35 et suivants du Code du travail.

Lors de réunions en dates des 13 et 19 octobre 2016, le Comité a décidé la nomination d'un expert-comptable, conformément aux dispositions de l'article L. 2323-36 du Code précité et entendu l'Initiateur.

Lors de sa réunion du 9 novembre 2016, et après avoir pris connaissance du rapport de son expert, le Comité d'entreprise a rendu l'avis suivant :

« Suite aux différentes réunions de présentation du projet intervenues ces dernières semaines, les membres émettent un avis global positif sur cette OPA.

Les membres du CE sont conscients de l'intérêt de ce rapprochement dans une nouvelle entité basée sur un modèle équilibré entre CAPEX et OPEX, la solidité financière du nouveau Groupe, la pérennité des emplois des salariés d'Heurtey à long terme (opportunité d'évolution de carrière), et des synergies commerciales au niveau Gaz.

Cependant, les membres du CE resteront très vigilants sur les points suivants :

- Les dispositifs d'accompagnement des salariés dans le cadre d'un éventuel déménagement à Rueil-Malmaison afin d'éviter une possible perte de savoir-faire (non-suivi de certains collaborateurs). Une consultation/négociation devra avoir lieu ;*
- Le maintien de l'emploi au sein de la nouvelle entité, notamment par le respect des engagements pris par l'initiateur sur la gestion de l'emploi par des évolutions de carrière ou des non-remplacements de départ à la retraite ;*
- La situation juridique du Groupe Heurtey au sein du nouveau Groupe ;*
- L'harmonisation des accords d'entreprise (intéressement, participation, retraite) et conventions collectives nécessaires à l'émergence d'un nouveau Groupe ;*
- Les actions à mettre en place pour conserver la neutralité technologique d'Heurtey pour poursuivre la collaboration d'Heurtey avec les autres bailleurs de licence ;*
- La représentation des divisions Four et Gaz au sein des IRP de la nouvelle entité. »*

E. Avis du Conseil

Au vu de ce qui précède et après discussion, connaissance prise du rapport de l'Expert Indépendant et de l'avis du Comité d'Entreprise, le Conseil d'Administration de la Société considère que :

- le projet d'Offre est conforme à l'intérêt de la société, de ses actionnaires et de ses salariés ;*
- les conditions financières de l'Offre sont équitables pour les actionnaires ; et que*
- l'Offre constitue une opportunité de liquidité attractive, immédiate et intégrale.*

En conséquence, le Conseil d'Administration recommande, aux actionnaires de HEURTEY PETROCHEM d'apporter leurs actions à l'Offre.

Cet avis est rendu à l'unanimité, étant précisé que, bien que partageant cet avis, Monsieur Georges PICARD et Monsieur Jean SENTENAC, représentant le Concert initiateur, se sont abstenus de prendre part à la décision. »

3. INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE

Lors de sa réunion du 21 novembre 2016, le Conseil d'Administration a constaté que l'ensemble des administrateurs a déclaré avoir l'intention d'apporter à l'Offre.

4. AVIS DU COMITÉ D'ENTREPRISE

Le projet d'offre a été soumis à la procédure d'information-consultation du Comité d'Entreprise conformément à la loi. Le Comité d'Entreprise a auditionné le représentant de l'Initiateur et a sollicité l'avis d'un expert, le cabinet AVIMO, qui a rendu son rapport au Comité dans les délais requis.

Au regard des informations qui lui ont été données et du rapport de l'expert qu'il a nommé, le Comité d'Entreprise a émis à l'unanimité un avis global positif sur l'opération.

Conformément aux dispositions de l'article 231-19-3bis du Règlement Général de l'AMF, le rapport de l'expert-comptable au Comité d'Entreprise est reproduit ci-après.

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

NEANT

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

6.1. Structure et répartition du capital de la Société

Au 31 octobre 2016, le capital et les droits de vote de la Société sont répartis de la façon suivante :

actionnaires	nbre actions	% capital	DDV théoriques	% DDV théo	DDV exerçables AG	% DDV exerçables
IFPI (filiale d'IFPEN)	1 769 785	36,01	1 844 283	35,56	1 844 283	35,59
SALVEPAR	313 514	6,38	313 514	6,05	313 514	6,05
ALTO Invest	257 805	5,25	257 805	4,97	257 805	4,97
EXIMIUM	245 562	5,00	245 562	4,74	245 562	4,74
BNP Paribas Devt	141 942	2,89	231 905	4,47	231 905	4,47
CM-CIC	175 000	3,56	175 000	3,37	175 000	3,38
autres actionnaires	2 007 736	40,85	2 114 226	40,77	2 114 226	40,80
autodétention	3 381	0,07	3 381	0,07	0	0,00
Total	4 914 725	100,00	5 185 676	100,00	5 182 295	100,00

6.2. Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et aux transferts d'Actions

Aucune restriction statutaire n'est applicable à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'Actions, celles-ci étant librement négociables, sous réserve des dispositions législatives ou réglementaires en vigueur.

L'article 8.3 des statuts de la Société instaure l'obligation pour toute personne physique ou morale, agissant seule ou de concert, qui vient à posséder ou à contrôler, directement ou indirectement, un pourcentage au moins égal à 3% du capital, des droits de vote, ou de titres donnant accès au capital de la Société, de déclarer ce franchissement de seuil à la Société dans les 5 jours du franchissement. La même déclaration doit 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%.

A défaut d'avoir été déclarées ainsi qu'il est dit au paragraphe précédent, les actions excédant la fraction qui aurait dû être déclarée sont privées du droit de vote dans les assemblées d'actionnaires, dans les conditions prévues par la loi si, à l'occasion d'une assemblée, le défaut de déclaration a été contresigné dans un procès-verbal et si un ou plusieurs actionnaires détenant ensemble 3% au moins du capital ou des droits de vote en font la demande lors de cette assemblée.

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

A la connaissance de la Société, à la date de la présente note en réponse, le capital de la Société est réparti comme indiqué au point 6.1 ci-dessus.

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

La Société n'a émis aucun titre comportant des droits de contrôle spéciaux, sous réserve des droits de vote double prévus par l'article 12 des statuts aux termes duquel un droit de vote double est attribué à toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il est justifié d'une inscription nominative depuis deux ans au moins au nom du même actionnaire.

6.5. Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier

Il n'existe pas de mécanisme de contrôle prévu dans un éventuel actionnariat du personnel au cas où les droits de contrôle ne seraient pas exercés par ce dernier.

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

A la connaissance de la Société, il n'existe aucun accord entre actionnaires pouvant entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote.

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

Les règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration et de la direction générale sont fixées par les statuts aux articles 13 et 17.

6.8. Pouvoirs du conseil d'administration et de la direction générale, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'Actions

Les pouvoirs et attributions du conseil d'administration et de la direction générale sont décrits aux articles 15, 17 et 19 des statuts.

Le conseil d'administration dispose à ce jour des autorisations et délégations de compétence suivantes, consenties par l'assemblée générale des actionnaires en date du 3 juin 2016 :

OBJET	VALIDITE	PLAFOND
Augmentation de capital par	AG 03/06/2016	Aug. Capital : 1,5 million €

incorporation de réserves, bénéfices et/ou primes	Durée : 26 mois Échéance : 2/08/2018	Plafond indépendant
Délégation augmentation de capital avec maintien du DPS	AG 03/06/2016 Durée : 26 mois Échéance : 2/08/2018	Aug. Capital : 8.000.000 € Titres de créances : 50.000.000 € Plafonds indépendants
Délégation augmentation de capital sans DPS au profit d'une catégorie de personnes	AG 03.06.2016 Durée : 18 mois Echéance : 02.12.2017	Aug. Capital : 1.500.000 € Titres de créances : 50.000.000 € Plafonds indépendants Prix : moyenne pondérée des 3 dernières séances de bourse avec décote de 5%
Clause d'extension	AG 03.06.2016	Dans la limite de 15 % des augmentations de capital et des plafonds autorisés par l'AG

En matière de programme de rachat d'Actions, le Conseil d'administration dispose d'une autorisation à l'effet de faire racheter par la Société ses propres Actions dans le cadre du dispositif de l'article L.225-209 du Code de commerce, dans la limite de 5 % de son capital social, consentie par l'assemblée générale des actionnaires du 3 juin 2016, étant précisé que le prix maximum par action a été fixé à 40 euros, et le montant global à 9 829 440 euros. Cette autorisation a été consentie pour une durée de dix-huit mois qui expirera le 2 décembre 2017. Au 31 octobre 2016, la Société détient 3 381 actions autodétenues.

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

La Société n'anticipe pas que l'Offre entraîne des modifications d'accords conclus par HEURTEY PETROCHEM, ou l'exercice de clauses de changement de contrôle, pouvant porter significativement atteinte aux intérêts de la Société.

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

NEANT

7. RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT

Conformément aux dispositions des articles 261-I et suivants du règlement général de l'AMF, la Société a procédé le 12 octobre 2016 à la désignation du cabinet VALPHI, représenté par Monsieur Emmanuel DAYAN, en qualité d'expert indépendant, chargé d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

Dans le cadre de la mission qui lui a été confiée, le cabinet VALPHI a rendu un rapport le 18 novembre 2016, reproduit ci-après.

8. MODALITÉS DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES À LA SOCIÉTÉ

Conformément à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de HEURTEY PETROCHEM seront déposées auprès de l'AMF et mises à disposition du public, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique d'achat. Ce document sera également mis à la disposition du public selon les mêmes modalités.

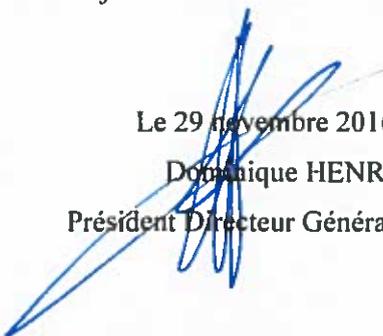
9. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE EN RÉPONSE

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

Le 29 novembre 2016

Dominique HENRI

Président Directeur Général





RAPPORT D'EXPERTISE INDÉPENDANTE

**OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT
VISANT LES ACTIONS HEURTEY PETROCHEM
INITIÉE PAR LA SOCIÉTÉ AXENS**

Novembre 2016



2, rue de Monceau – 75008 Paris – France
Tél : 33 (1) 84 17 22 40 – Fax : 33 (1) 84 17 22 49

SOMMAIRE

Préambule	3
I. Contexte et motifs de l'Offre révisée.....	4
II. Modalités de l'Offre révisée	4
III. Présentation de Valphi	4
IV. Attestation d'indépendance	4
V. Diligences effectuées par Valphi	5
VI. Accords pouvant avoir une incidence sur l'appréciation des termes de l'Offre révisée .	6
VII. Comité <i>ad hoc</i> d'administrateurs d'Heurtey Petrochem	6
VIII. Présentation d'Heurtey Petrochem.....	7
VIII.1. Historique.....	7
VIII.2. Activités	8
VIII.3. Marché et positionnement concurrentiel.....	8
VIII.4. Performances financières historiques.....	10
IX. Analyse des conditions financières de l'Offre révisée	12
IX.1. Méthodes d'évaluation	12
IX.2. Méthode DCF.....	13
IX.3. Méthode des comparables boursiers	17
IX.4. Références d'évaluation.....	20
X. Analyse des travaux d'évaluation des conseils financiers.....	21
XI. Conclusion	22
Annexes	23

OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIÉTÉ HEURTEY PETROCHEM

RAPPORT D'EXPERTISE INDÉPENDANTE

Valphi SAS

(Articles 261-1 à 262-2 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers)

Préambule

Heurtey Petrochem est une société anonyme de droit français à conseil d'administration dont le siège social est situé au 8, Cours Louis Lumière, 94300 Vincennes (ci-après « Heurtey Petrochem », « HP » ou la « Société »).

Les actions Heurtey Petrochem sont cotées sur le marché Alternext d'Euronext Paris.

A travers sa filiale IFP Investissements (« IFPI »), IFP Energies Nouvelles (« IFPEN ») détient une participation au capital d'HP qui représentait au 12 octobre 2016 36,01% du capital et 35,57% des droits de vote de la Société.

Le 12 octobre 2016, Axens SA (ci-après « Axens » ou l'« Initiateur »), également filiale à 100% d'IFPEN, a déposé de concert avec IFPI un projet d'offre publique d'achat visant les actions de la Société (ci-après l'« Offre »).

Dans le cadre de l'Offre, l'Initiateur s'engageait à acquérir en numéraire la totalité des actions de la Société non détenues par les sociétés agissant de concert IFPI et Axens (ci-après le « Concert ») à un prix unitaire de 23 euros assorti d'un éventuel complément de prix de 1 euro par action apportée, payable sous réserve de la mise en œuvre d'un retrait obligatoire.

Le 16 novembre 2016, l'Initiateur a déposé un projet d'offre révisée (ci-après l'« Offre révisée »). Dans le cadre de cette Offre révisée, l'Initiateur s'engage à acquérir en numéraire la totalité des actions de la Société non détenues par le Concert au prix unitaire de 25 euros, indépendamment des résultats de l'Offre et d'un éventuel retrait obligatoire.

Le 12 septembre 2016, dans le cadre des discussions engagées entre l'Initiateur et la Société préalablement au dépôt du projet d'Offre, Valphi a été sollicité pour conduire des travaux d'évaluation d'Heurtey Petrochem et communiquer au conseil d'administration de la Société une expertise indépendante telle que définie dans le titre VI du livre II du règlement général de l'AMF, portant sur le caractère équitable du prix par action proposé aux actionnaires d'Heurtey Petrochem dans le cadre de l'Offre puis de l'Offre révisée.

Le 12 octobre 2016, le conseil d'administration de la Société a dans ce cadre désigné Valphi comme expert indépendant.

Valphi intervient en application de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF. Le présent rapport d'expertise indépendante (ci-après le « Rapport ») a pour objet de permettre au conseil d'administration de la Société d'apprécier les conditions financières de l'Offre révisée afin de rendre son avis motivé.

I. Contexte et motifs de l'Offre révisée

Axens et Heurtey Petrochem sont des acteurs de l'industrie du raffinage, de la pétrochimie et du traitement du gaz.

A travers le rapprochement envisagé, Axens entend constituer « *un groupe industriel technologique de référence ayant la taille critique et les moyens pour développer ses différents métiers mondialement* ».

Axens a indiqué envisager que l'opération conduise à des synergies de revenus, à travers « *une diversification de la clientèle, une expansion géographique et des opportunités accrues de ventes croisées au sein du groupe issu du rapprochement* ».

Aucun horizon temporel et aucun chiffrage de ces synergies potentielles n'ont été communiqués dans le projet d'Offre et le projet d'Offre révisée. L'Initiateur a indiqué que ces synergies étaient « *difficilement quantifiables* ».

II. Modalités de l'Offre révisée

Dans le cadre de l'Offre révisée, l'Initiateur s'engage à acquérir en numéraire la totalité des actions de la Société non détenues par le Concert à un prix unitaire de 25 euros.

L'Initiateur a par ailleurs indiqué son intention de mettre en œuvre un retrait obligatoire si le Concert détient plus de 95% des droits de vote et du capital à l'issue de l'Offre révisée.

III. Présentation de Valphi

Valphi est une société spécialisée en évaluation d'entreprise. Elle a été créée en 2013 par Emmanuel Dayan.

Emmanuel Dayan a près de 20 ans d'expérience en finance d'entreprise. Il a conduit ces dernières années de nombreuses missions d'évaluation et d'expertise indépendante de sociétés cotées ou non cotées dans divers secteurs d'activité, en qualité d'associé de Valphi depuis 2013 et précédemment en qualité d'associé de Détroyat Associés (2006-2012).

Depuis 2014, Valphi est adhérent de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI).

IV. Attestation d'indépendance

Valphi et ses salariés n'ont pas de conflit d'intérêts et sont indépendants de l'ensemble des intervenants sur ce dossier au sens de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF et de l'instruction 2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante.

Ainsi, Valphi et ses salariés :

- n'ont aucun lien passé, présent ou futur connu d'eux avec les personnes concernées par l'Offre (révisée) ou leurs conseils, susceptible d'affecter leur indépendance et l'objectivité de leur jugement lors de l'exercice de la Mission ;
- n'ont procédé à aucune évaluation d'Heurtey Petrochem au cours des dix-huit derniers mois ;
- n'ont conseillé aucune des sociétés concernées par l'Offre (révisée), ou toute personne que ces sociétés contrôlent au titre de l'article L. 233-3 du code de commerce, au cours des dix-huit derniers mois ;
- ne détiennent aucun intérêt financier dans la réussite de l'Offre (révisée), une créance ou une dette sur l'une des sociétés concernées par l'Offre (révisée), ou sur

toute personne contrôlée par ces sociétés au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce, susceptible d'affecter leur indépendance ;

- ne se sont vus confier aucune mission par les sociétés concernées par l'Offre (révisée) pour les mois à venir, outre la présente mission faisant l'objet d'une lettre d'engagement signée le 12 septembre 2016 par le Président directeur général d'Heurtey Petrochem.

V. Diligences effectuées par Valphi

Les diligences conduites depuis notre désignation ont eu pour objet d'appréhender le contexte de l'Offre et d'apprécier le prix proposé aux porteurs de titres HP dans le cadre de l'Offre révisée.

Principaux interlocuteurs

Nous avons pour cela participé à des échanges d'informations et à des réunions de travail à Paris et Vincennes avec les dirigeants d'HP et des représentants d'Axens :

- M. Dominique Henri, Président directeur général, Heurtey Petrochem ;
- M. Grégory Matoukoff, Directeur financier, Heurtey Petrochem ;
- M. Olivier Blatter, Directeur financier, Axens.

Nous avons par ailleurs participé à trois réunions de travail du comité *ad hoc* mis en place par la Société dans le cadre de l'Offre.

Nous avons également rencontré les conseils juridiques de la Société (le cabinet D'hoir Beaufre Associés représenté par Me. Philippe D'hoir) et les conseils juridiques (Vivien & Associés) et financiers (Crédit Agricole CIB et Détrouyat Associés) de l'Initiateur.

Principaux sujets des échanges d'informations

Les échanges conduits avec nos interlocuteurs ont porté notamment sur (i) l'activité d'Heurtey Petrochem et son positionnement concurrentiel, (ii) les performances passées et les données prévisionnelles de la Société, (iii) les facteurs de risque susceptibles d'affecter les performances attendues, et (iv) les motifs de l'Offre.

Documents reçus

Dans le cadre de l'exécution de notre mission, nous avons examiné différents documents et éléments d'information communiqués par la Société à notre demande ou en réponse à nos questions. La liste des principaux documents exploités figure en annexe au présent Rapport.

Limite des travaux

Nous n'avons effectué aucune évaluation indépendante des immobilisations, de l'actif ou du passif de la Société et de ses filiales et participations. Nous n'avons effectué aucune revue indépendante des litiges en cours ou potentiels, des recours, réclamations ou autres responsabilités potentielles dont HP fait ou pourrait faire l'objet.

De manière générale, nous avons tenu pour acquise, sans vérification indépendante, l'exactitude des données, documents ou informations qui nous ont été communiqués ou auxquels nous avons eu accès sans que nous puissions encourir une quelconque responsabilité du fait de ces données, documents et informations.

Nous avons par ailleurs :

- analysé les performances financières et boursières historiques de certaines sociétés cotées d'ingénierie pétrolière et gazière ;

- recherché des informations à la disposition du public sur des transactions ayant conduit à des changements de contrôle sur des sociétés dont l'activité peut être jugée comparable à HP ;
- revu tout autre document et conduit toute autre étude, analyse ou investigation qui nous ont semblé appropriés.

VI. Accords pouvant avoir une incidence sur l'appréciation des termes de l'Offre révisée

A l'issue de l'Offre révisée, IFPI apportera l'intégralité des actions de la Société qu'elle détient à l'Initiateur sous la forme d'un apport en nature valorisé au prix de l'Offre révisée et rémunéré en titres de l'Initiateur sur la base d'une valeur de l'Initiateur non encore déterminée.

L'Initiateur a indiqué que dans le cadre de cet apport, la valeur de l'Initiateur sera déterminée selon une approche multicritères. Il nous a par ailleurs été précisé que la valeur des actions Heurtey Petrochem détenues par Axens sera retenue égale au prix de l'Offre révisée.

Dans les 12 mois, IFPI envisage également d'apporter à l'Initiateur l'intégralité des titres de la société Eurecat qu'elle détient, soit 50% du capital social et des droits de vote, sur la base d'une valeur d'Eurecat et de l'Initiateur non encore déterminée.

L'Initiateur a indiqué que dans le cadre de cet apport, la valeur de l'Initiateur sera déterminée selon une approche multicritères, et précise que « *l'évaluation de l'Initiateur pour la part correspondant à la participation qu'elle détiendra dans la Société à l'issue de l'apport des titres de la Société détenus par IFPI serait effectuée en cohérence avec le prix de l'Offre* ».

Enfin, nous avons eu accès au projet de contrat de liquidité prévoyant des engagements réciproques d'achat/vente des titres HP entre l'Initiateur et les porteurs d'actions gratuites. L'application de la formule de calcul du prix d'achat prévue dans le projet de contrat conduirait à date à un prix égal au prix d'Offre révisée.

VII. Comité *ad hoc* d'administrateurs d'Heurtey Petrochem

Afin de prévenir les risques de conflits d'intérêts, la Société a constitué un comité *ad hoc* d'administrateurs sans lien direct avec l'Initiateur pour examiner le projet d'Offre et les conditions financières proposées.

Nous avons régulièrement tenu informés les membres de ce comité de l'avancement de nos travaux, notamment lors des réunions des 25 octobre et 8 novembre 2016.

Ces échanges ont conduit le comité *ad hoc* à inviter les dirigeants d'Heurtey Petrochem à se rapprocher de l'Initiateur afin de réviser les termes de l'Offre.

Le 16 novembre 2016, l'Initiateur a déposé un projet d'Offre révisée.

Nous n'avons connaissance d'aucun élément ayant pu affecter la qualité et la sincérité des informations financières prévisionnelles qui nous ont été communiquées et des échanges qui ont conduit à la révision des termes du projet d'Offre.

VIII. Présentation d'Heurtey Petrochem

VIII.1. Historique

Heurtey Petrochem a pour origine la division créée en 1953 au sein de la société Heurtey et Cie pour réaliser des fours tubulaires (dits fours de procédés) – via l'exploitation d'une licence de la société américaine Petro-Chem Development – dans les industries du raffinage et de la pétrochimie. En 1974, cette division fours a été transformée en filiale et a pris le nom d'Heurtey Petrochem.

En 2002, Heurtey Petrochem – devenue alors filiale du groupe norvégien Kvaerner – est reprise par son dirigeant Michel Pingéot avec le soutien du fonds d'investissement Gemmes Venture. L'entreprise est alors restructurée et refinancée via deux émissions obligataires. Son carnet de commandes progresse rapidement, passant de 18 millions d'euros en 2003 à 80 millions d'euros en 2005.

En juillet 2006, la société est introduite en bourse sur Alternext et réalise à cette occasion une augmentation de capital de 10 millions d'euros.

Pour élargir ses capacités de production, elle développe une filiale en Inde en 2006 et met en œuvre en 2007 un partenariat avec le fabricant roumain Beta.

Heurtey Petrochem étend alors ses activités au-delà du raffinage et de la pétrochimie, dans la conception-réalisation de fours pour les unités de production d'hydrogène.

En 2008, la société accélère son développement via l'acquisition de l'intégralité du capital de son concurrent américain, Petro-Chem Development, alors principal acteur indépendant sur le marché des fours d'hydrocarbures.

En juillet 2008, l'IFP (aujourd'hui IFPEN) acquiert 35% du capital d'Heurtey Petrochem au prix de 31,5 euros par action via des cessions de titres de Michel Pingéot et des fonds Gemmes Venture et Crédit Agricole Private Equity.

En 2010, Dominique Henri succède à Michel Pingéot en qualité de Président Directeur Général.

En 2011, Heurtey Petrochem étend son offre à une activité complémentaire avec l'acquisition auprès d'IFPEN de 60% du capital de Prosernat, une société d'ingénierie EPC dédiée au traitement du gaz naturel sur champ (notamment déshydratation et désacidification).

En parallèle, la Société poursuit le développement international de ses activités de fours de procédés, notamment en Russie et crée une filiale en Chine.

Fin 2012 les prises de commandes atteignent 452 millions d'euros. Le groupe prend le contrôle à 100% de Beta-Heurtey, son unité de fabrication en Roumanie, qui devient Heurtey Petrochem Manufacturing.

En 2013, le groupe enregistre son plus gros contrat avec une commande de plus de 200 millions d'euros dans la pétrochimie pour ExxonMobil aux Etats-Unis. Fin 2013, le carnet de commandes atteint le niveau record de 543 millions d'euros.

En mai 2014, Heurtey Petrochem réalise une augmentation de capital de 35 millions d'euros au prix de 26 euros par action, qui permet notamment au groupe d'acquérir le solde du capital de Prosernat auprès d'IFPEN.

A partir de l'été 2014, avec la baisse brutale du cours du pétrole, les investissements des compagnies pétrolières se réduisent fortement et le carnet de commandes du groupe redescend à 400 millions d'euros fin 2015 (dont 107 millions d'euros pour un contrat Prosernat au Venezuela non écoulé en 2016), puis à 340 millions d'euros au 30 juin 2016.

En mars 2016, compte tenu de l'ampleur de la crise du secteur, Heurtey Petrochem lance un plan de restructuration avec l'objectif de réaliser un montant annuel de 10 millions d'euros d'économies à partir de 2017, notamment via une réduction d'environ 15% des effectifs.

VIII.2. Activités

Heurtey Petrochem est un groupe d'ingénierie EPC (Engineering, Procurement & Construction, soit ingénierie, fabrication et construction), qui est spécialisé sur deux segments de marché :

- La conception, fabrication et construction de fours tubulaires de procédés pour le raffinage, la pétrochimie et l'hydrogène (74% du chiffre d'affaires sur 12 mois jusqu'au 30 juin 2016) ;
- La fourniture de technologies et d'unités de traitement du gaz naturel (26%).

La première activité est conduite dans l'aval de l'industrie pétrolière. Les fours tubulaires de procédés sont des équipements chaudronnés dans lesquels un faisceau tubulaire est exposé à des brûleurs à flamme nue pour chauffer le fluide qui circule à l'intérieur. Ces fours permettent de chauffer, vaporiser ou craquer des produits pétroliers afin de les transformer soit en produits directement utilisables comme les carburants, soit en produits servant à la production des dérivés pétrochimiques comme les plastiques, soit en dihydrogène.

Heurtey Petrochem conduit les études de faisabilité, la conception procédés et mécanique, le management de projet, les achats, la fabrication et le cas échéant la construction clés en main des installations sur les sites de production.

Depuis sa création en 1953, Heurtey Petrochem a livré ou modernisé (*revamping*) plus de 13 000 fours, de tout type et taille, pour l'industrie du raffinage, la pétrochimie et la production d'hydrogène.

Contrairement à la conception de fours de procédés, qui sont des investissements réalisés dans la partie aval de la filière, l'activité de traitement du gaz est conduite principalement dans l'amont de l'industrie gazière, à travers la conception et réalisation d'unités de filtrage de gaz installées en sortie de puit. Avec sa filiale Prosernat, Heurtey Petrochem propose à la fois des licences de technologie et des unités modulaires permettant de traiter le gaz sur champ, avec quatre domaines d'expertise particuliers : la déshydratation, la désacidification, le dessalage de monoéthylène glycol et la récupération de soufre. Prosernat intervient également mais dans une moindre mesure dans le domaine du raffinage, en particulier pour les unités de récupération du soufre.

Heurtey Petrochem est implanté dans 10 pays et dispose de filiales aux Etats-Unis, en Inde, en Roumanie, en Corée, en Malaisie, en Russie, en Chine et au Brésil. Ce réseau permet à la société de réaliser des projets sur la plupart des marchés mondiaux. Pour contrôler la fabrication et optimiser les coûts, Heurtey Petrochem dispose de deux unités de fabrication propriétaires en Roumanie et en Inde, d'une capacité cumulée de 7 000 tonnes par an.

Au 31 décembre 2015, Heurtey Petrochem employait 981 personnes, dont 30% en France, 33% en Roumanie, 15% en Inde et 9% aux Etats-Unis.

VIII.3. Marché et positionnement concurrentiel

Sur le marché des fours de procédés, Heurtey Petrochem revendique une position de leader mondial parmi les sociétés d'ingénierie EPC spécialistes des fours et « indépendantes » (au sens où elles ne sont pas affiliées à un groupe d'ingénierie EPC généraliste, contrairement aux « divisions fours » de groupes comme Technip, CB&I ou Foster Wheeler).

En intégrant les divisions fours des EPC généralistes, Heurtey Petrochem estime se situer régulièrement parmi les trois premières sociétés mondiales.

Dans le secteur du raffinage, l'activité d'Heurtey Petrochem dépend étroitement du rythme d'investissement des compagnies pétrolières et de l'adaptation des capacités de raffinage à la demande. Les nouvelles unités sont principalement construites en dehors des pays de l'OCDE, la consommation de produits raffinés en Europe, aux Etats-Unis et au Japon étant stable ou en légère décroissance avec une croissance mondiale de l'ordre de 1%. Selon le type de raffinage considéré, les fours représentent 2% à 5% du montant total de l'investissement.

La pétrochimie en générale connaît une croissance plus rapide (de l'ordre de 5% par an) que l'industrie du raffinage mais les investissements industriels suivent des cycles courts de forte amplitude. On retrouve les effets de cette cyclicité dans la part des commandes de l'industrie pétrochimique dans le carnet de commandes d'Heurtey Petrochem (10% à fin 2015 contre 49% à fin 2013 et 2% à fin 2011).

Contrairement au secteur du raffinage où le choix du fournisseur de fours est en général indépendant du type de technologie retenu, la conception de fours dans la pétrochimie nécessite d'entretenir des liens étroits avec les bailleurs de licence qui possèdent les procédés mis en œuvre dans les fours sous licence (par exemple ExxonMobil, Technip / Stone & Webster ou KBR pour le craquage de dichlorure d'éthylène). Dans la pétrochimie – comme dans la production d'hydrogène –, le four fait partie intégrante du procédé et sa conception (ingénierie de base) est à la charge du bailleur de licence, Heurtey Petrochem ou ses concurrents étant chargés de la réalisation, depuis l'ingénierie de détail jusqu'à la fabrication et la construction. Les garanties de procédés sont alors données au client par le bailleur de procédés et non par la société d'ingénierie.

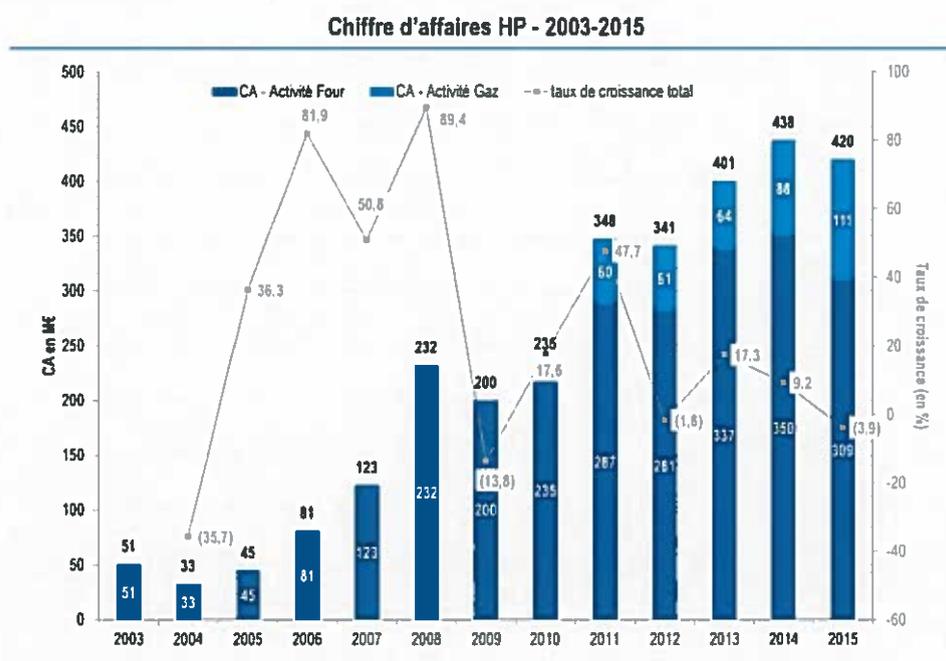
Dans la pétrochimie, les principaux concurrents d'Heurtey Petrochem sur le marché des vapocraqueurs sont les ingénieries généralistes et leurs divisions fours, tels que Technip, CB&I Lummus et Linde.

Le marché mondial des fours de raffinage et de pétrochimie est estimé entre 1,5 et 2 milliards d'euros par an.

VIII.4. Performances financières historiques

Chiffre d'affaires

Nous présentons ci-dessous l'évolution historique du chiffre d'affaires annuel consolidé du groupe depuis 2003 :



Source : Société (comptes consolidés)

Depuis l'introduction en bourse d'HP en 2006, le chiffre d'affaires consolidé du groupe a quadruplé, passant d'un niveau proche de 100 millions d'euros en 2006/2007 (102 M€ en moyenne sur ces 2 exercices) à plus de 400 millions d'euros en 2014/2015 (429 M€ en moyenne).

Deux acquisitions structurantes ont contribué à cette croissance :

- L'acquisition de Petro-Chem Development (Etats-Unis) en 2008 (87 M€ de chiffre d'affaires en année pleine sur cet exercice) ;
- La prise de contrôle de Prosernat (activité gaz) en avril 2011, qui a contribué en moyenne jusqu'à l'exercice 2015 à 20% du chiffre d'affaires annuel consolidé du groupe.

Ces dix dernières années, la croissance organique du groupe a été marquée par :

- Un fort développement de l'activité hors zone Amériques, qui a enregistré un chiffre d'affaires annuel de 293 M€ en moyenne sur 2011-2013 (vs. 173 M€ en 2006/2007¹) avant de revenir à un niveau moyen de 225 M€ en 2014/2015 ;
- La signature en 2013 d'un contrat de plus de 200 M€ avec ExxonMobil aux Etats-Unis qui a porté la croissance organique du groupe ces deux dernières années (la contribution de la zone Amériques au chiffre d'affaires consolidé a atteint 193 M€ en 2014 et 216 M€ en 2015 vs. 71 M€ en moyenne sur 2011-2013).

¹ 102 M€ de CA moyen du groupe sur ces deux exercices augmenté d'un CA pro-forma de Prosernat de 71 M€ (soit le CA réalisé par Prosernat en 2011, année de sa prise de contrôle par HP)

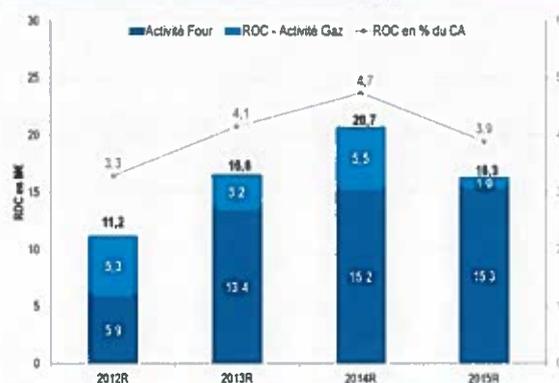
Résultat opérationnel courant 2012-2015

Le résultat opérationnel courant (ROC) d'HP a augmenté d'environ 85% entre 2012 – premier exercice de consolidation en année pleine de Prosernat – et 2014, passant de 11,2 M€ (3,3% du chiffre d'affaires) à 20,7 M€ (4,7% du chiffre d'affaires).

Cette croissance a été générée par l'activité four dont le ROC a augmenté de plus de 9 M€ entre 2012 (5,9 M€) et 2014 (15,2 M€), porté par une augmentation de 25% du chiffre d'affaires (de 281 M€ à 350 M€) et par le doublement du taux de marge opérationnelle (de 2,1% à 4,3%). Le ROC de l'activité gaz est quant à lui resté stable autour de 5,4 M€ malgré la croissance significative du chiffre d'affaires entre 2012 et 2014 (+44%, de 61 M€ à 88 M€).

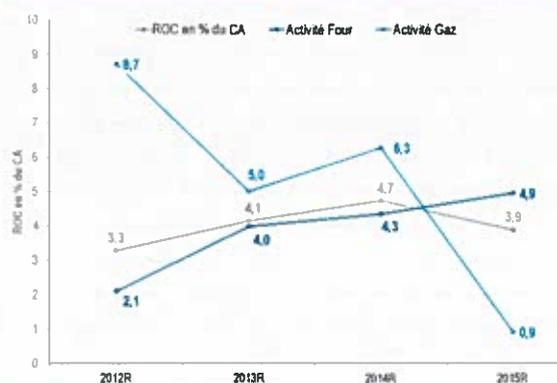
En 2015, malgré la baisse de 12% du chiffre d'affaires (de 350 M€ à 309 M€), le ROC de l'activité four est resté quasiment inchangé à 15,3 M€. La chute du ROC de l'activité gaz à un niveau proche d'1 M€ (vs. 5,5 M€ en 2014), due notamment à l'annulation de marge et à la comptabilisation de provisions sur des créances au Venezuela pour un total de 3 M€, a conduit à une baisse d'environ 20% du ROC groupe qui a atteint en 2015 16,3 M€ soit 3,9% du chiffre d'affaires consolidé.

Résultat opérationnel courant – 2012-2015



Source : Société (comptes consolidés)

Taux de marge opérationnelle – 2012-2015



Source : Société (comptes consolidés)

Résultats du premier semestre 2016

L'exercice 2016 marque le retournement de cycle en termes de chiffre d'affaires et de résultat opérationnel, conséquence de la forte baisse des commandes enregistrée à partir de 2015.

Le chiffre d'affaires consolidé du premier semestre ressort à 177 M€, en baisse de 17% par rapport au premier semestre 2015.

Au cours du semestre, le groupe a finalisé son plan de restructuration. Celui-ci devrait se traduire par une réduction des coûts de l'ordre de 10 millions d'euros par an.

Hors coûts de restructuration (5,3 M€), le résultat opérationnel courant d'HP au 30 juin 2016 ressort à 1,5 M€, soit moins de 1% du chiffre d'affaires.

Principaux éléments bilanciaux

Les capitaux propres part du groupe ressortent au 30 juin 2016 à 87,0 M€. Ils sont composés à hauteur des ¾ environ d'écart d'acquisition (66,1 M€ dont 28,8 M€ correspondant à l'acquisition de Petro-Chem Development en 2008 et 34,8 M€ correspondant à l'acquisition de Prosernat en 2011 et 2014).

Le montant des immobilisations corporelles et incorporelles au 30 juin 2016 s'établit à 21 M€ soit un niveau inférieur à 10% du chiffre d'affaires, reflet de la faiblesse de l'intensité capitalistique de l'activité d'EPC.

Le besoin en fonds de roulement (BFR) du groupe, structurellement négatif en milieu/haut de cycle, est légèrement positif au 30 juin 2016 (+3,0 M€), ce qui est la conséquence du retournement de cycle intervenu avec notamment la baisse des avances clients.

Nets des concours bancaires courants, la trésorerie et les équivalents de trésorerie du groupe ressortent à 13,9 M€ au 30 juin 2016 soit un niveau proche du montant des autres dettes financières (14,7 M€).

IX. Analyse des conditions financières de l'Offre révisée

IX.1. Méthodes d'évaluation

Méthodes retenues

Afin d'apprécier les conditions financières de l'Offre révisée, nous avons mis en œuvre une approche multicritères qui intègre les méthodes d'évaluation suivantes :

- une approche intrinsèque par l'actualisation de flux futurs de trésorerie disponible – *Discounted Free Cash Flows* (la « **Méthode DCF** ») ;
- une approche analogique par référence à l'appréciation boursière de sociétés cotées dont l'activité est jugée comparable à celle d'Heurtey Petrochem (la « **Méthode des comparables boursiers** »).

Références d'évaluation

Nous avons par ailleurs complété notre analyse en considérant, à titre de références d'évaluation :

- l'historique de cours de l'action HP préalablement au dépôt du projet d'Offre ;
- le cours cible des analystes financiers *sell side* couvrant l'action HP ;
- l'actif net consolidé par actions de la Société au 30 juin 2016.

Méthodes écartées

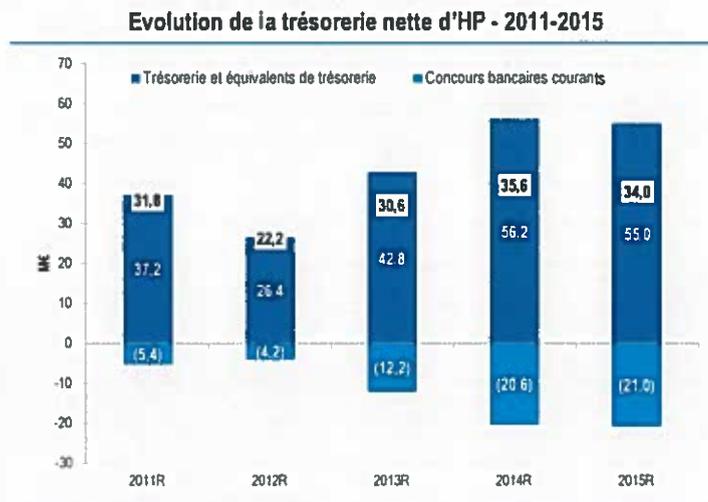
- L'actualisation de dividendes futurs : les flux de dividendes dépendent des résultats de la Société et de la politique de distribution adoptée. Ils ne permettent pas d'appréhender directement la capacité de la Société à générer les flux futurs de trésorerie à l'origine de la valeur de l'entreprise pour ses actionnaires.
- L'approche analogique par référence aux conditions financières d'opérations récentes réalisées sur le capital de sociétés jugées comparables (la « **Méthode des transactions comparables** »). Nous n'avons pas identifié de transactions récentes (postérieures à 2015) portant sur une part significative du capital de sociétés directement comparables à HP et dont les conditions financières ont été rendues publiques.

IX.2. Méthode DCF

Point d'attention relatif à la trésorerie du groupe HP

L'activité d'EPC se caractérise par des cycles d'exploitation longs. Les apports des clients sous forme d'avances et d'acomptes en amont des charges encourues par l'entreprise permettent de financer la réalisation des contrats.

Le groupe présente ainsi structurellement une trésorerie nette importante. Elle s'établit en moyenne à un niveau supérieur à 30 M€ à la clôture des 5 derniers exercices, soit près de la moitié des capitaux propres consolidés moyens sur cette période :



Source : Société (comptes consolidés)

Ces montants de trésorerie sont à mettre en regard d'un besoin en fonds de roulement (BFR) négatif qui s'établit en moyenne à -21 M€ sur cette même période.

La méthodologie d'évaluation mise en œuvre retient l'hypothèse que seul le montant de trésorerie excédant le BFR négatif est directement appréhendable par les actionnaires de la Société.

La part de la trésorerie correspondant au BFR négatif – qui a vocation à être consommée dans le cadre de la réalisation des contrats – est considérée comme un actif d'exploitation qui évolue en parallèle du BFR. La valeur de cet actif d'exploitation pour les actionnaires du groupe est appréhendée à travers les produits financiers attachés au placement du montant de trésorerie correspondant.

Méthodologie

La méthode des flux de trésorerie actualisés permet d'établir la valeur des capitaux propres d'HP sur la base de :

- la valeur actuelle des flux prévisionnels de trésorerie liés à l'exploitation, après impôt sur les sociétés, considérés sur l'horizon explicite du plan d'affaires établi par HP (2016-2021),
- augmentée de la valeur actuelle de l'entreprise au terme de l'horizon explicite (« valeur terminale ») - la somme de ces deux éléments constituant la valeur de l'activité d'HP (« valeur d'entreprise »),
- augmentée de la trésorerie nette disponible d'HP à la date de l'évaluation,

- diminuée de la dette financière,
- augmentée de la valeur des actifs hors exploitation,
- diminuée des provisions inscrites au bilan dont le décaissement futur est considéré comme probable et qui n'ont pas été prises en compte dans le calcul des flux de trésorerie.

Données prévisionnelles

Notre analyse DCF a été conduite à partir du plan d'affaires d'Heurtey Petrochem présenté lors d'un conseil d'administration de la Société tenu le 12 octobre 2016 (le « Plan d'affaires »). Les réunions de travail conduites avec la direction de la Société nous ont permis d'en apprécier la cohérence. En complément de ce Plan d'affaires, il nous a été communiqué des données prévisionnelles relatives aux principaux agrégats bilanciaux (investissements d'exploitation et BFR).

Ce Plan d'affaires a été établi sur une base dite « stand alone » : il n'intègre aucune des synergies qui pourraient le cas échéant être mises en œuvre par l'Initiateur à la suite de l'Offre.

Trésorerie

La trésorerie nette du groupe au 30 juin 2016 (+13,9 M€) est décomposée en (i) une trésorerie nette d'exploitation égale à l'opposé du montant du BFR d'HP à cette date soit -3,0 M€, et (ii) une trésorerie nette disponible correspondant au solde soit +16,9 M€ (+13,9 M€-(-3 M€)).

La valeur de la trésorerie nette disponible (+16,9 M€) est retenue égale à sa valeur comptable à la date de clôture. La valeur de la trésorerie d'exploitation (négative au 30 juin 2016 avec -3M€ mais retenue positive sur la durée du Plan d'affaires, en ligne avec ses niveaux historiques normatifs) est appréhendée à travers les produits de placement anticipés, qui sont intégrés dans les flux prévisionnels dont l'actualisation permet d'estimer la valeur d'entreprise.

Ainsi, les flux prévisionnels de trésorerie liés à l'exploitation, après impôt sur les sociétés, correspondent :

- au résultat opérationnel consolidé,
- diminué de la charge d'impôt sur les sociétés,
- diminué du montant des investissements d'exploitation nets des dotations aux amortissements,
- augmenté des produits de trésorerie, après impôt, générés par la trésorerie d'exploitation.

Les flux annuels sont pris en compte à mi-année et actualisés au 15 novembre 2016.

Hypothèses

Principales tendances du Plan d'affaires

Le Plan d'affaires qui nous a été communiqué couvre l'atterrissage 2016 et les exercices 2017 à 2021.

Les données 2017 ont été déterminées par la Société à partir de l'écoulement du carnet de commandes à fin 2016 et d'hypothèses commerciales détaillées. Elles intègrent par ailleurs les effets, sur la base de coûts fixes, de la mise en œuvre du plan de restructuration.

A partir de l'exercice 2018, le management de la Société a retenu un redressement progressif du marché avec un retour à la croissance des prises de commandes et du chiffre d'affaires.

La progression attendue de la marge brute vers les niveaux d'avant crise et une croissance limitée des coûts fixes conduisent en fin de plan à des niveaux de résultat opérationnel courant proches du dernier haut de cycle.

Les principales tendances du plan d'affaires sont résumées ci-dessous :

- Chiffre d'affaires : point bas atteint en 2016 puis en croissance à partir de 2017 (taux de croissance annuelle moyen d'environ 6% sur 2017-2021) ;
- Résultat opérationnel courant (ROC) rapporté au chiffre d'affaires : inférieur à 1% en 2016 puis en progression sur la durée du Plan pour atteindre un niveau comparable à celui atteint lors du dernier haut de cycle ;
- Montant annuel moyen d'investissement d'exploitation proche de 2,5 M€ sur 2017-2021 ;
- Montant annuel moyen d'amortissement de 3,6 M€ sur 2017-2021, soit un niveau supérieur aux investissements sur cette période du fait des investissements non récurrents réalisés dans les années antérieures à 2016 ;
- Charge d'impôt sur les sociétés intégrant l'utilisation des déficits fiscaux reportables de la Société sur la durée du Plan d'affaires (6 M€ d'impôts différés retenus à ce titre à fin 2016 dans les comptes consolidés), soit un taux moyen d'imposition de 22% sur la durée du plan.

Ces données de chiffre d'affaires, de ROC, d'investissement, d'amortissement et de taux d'impôt ont été retenues telles quelles dans nos travaux.

En ligne avec la moyenne observée sur les exercices 2012 à 2015, nous avons par ailleurs considéré un niveau normatif de BFR (négatif) égal à -5,3% du chiffre d'affaires consolidé.

Taux d'actualisation

Le taux d'actualisation retenu est le coût du capital à dette nulle. Notre analyse fait ressortir un taux de 9,9% :

- Un taux sans risque de 0,7% correspondant au taux souverain allemand à 30 ans au 31 octobre 2016 en moyenne 20 jours (source : Thomson Reuters Datastream) ;
- Un bêta de l'actif économique (bêta désendetté) de 1,24x calculé à partir de l'analyse des coefficients bêtas de l'échantillon des 10 sociétés jugées comparables retenues dans le cadre de la mise en œuvre de la Méthode des comparables boursiers, avec des observations mensuelles de variations de leurs cours et du niveau de l'indice Stoxx Europe 600 sur une période de cinq ans (source : Thomson Reuters Datastream / Worldscope) ;
- Une prime de risque actions de 7,4%, soit le taux de rentabilité médian attendu sur les sociétés du Stoxx 600 au 31 octobre 2016 (estimé à 8,1% par Valphi, Cf. page <http://valphi.com/market-data> pour une présentation de la méthodologie mise en œuvre) diminué du taux sans risque correspondant (0,7%).

Valeur terminale

La valeur d'HP à horizon 2021 a été déterminée à partir d'un taux de croissance à l'infini de 1,5% et d'un flux de trésorerie normatif déterminé à partir des hypothèses suivantes :

- Chiffre d'affaires = moyenne des chiffres d'affaires annuels sur la période 2015-2021 inflatés au taux annuel de 1% ;

- Taux de marge opérationnelle (ROC / CA) égal à la moyenne des taux de marge observés sur la période 2015-2021 soit 3,7% ;
- Taux de croissance de l'actif immobilisé égal au taux de croissance à long terme retenu, soit un montant d'investissement normatif, net des amortissements, de +0,2 M€ ;
- Taux de croissance du BFR égal au taux de croissance à long terme retenu ;
- Taux d'impôt normatif de 34,4%.

Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres par action

Le montant pris en compte dans le passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des fonds propres ressort à -4,0 M€ :

Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

En millions d'euros (sauf mention spécifique)	2016S1
Trésorerie nette disponible	16,9
(Dette financière)	(16,6)
(Prov. à caractère de dette, nettes d'ID)	(4,4)
Intérêts minoritaires	(0,3)
Autres	0,4
Total Passage VE ⇒ VCP	(4,0)

Source : Société (comptes consolidés)

Nous retenons un nombre d'actions hors auto-détention de 4,910 millions (soit 4.914.725 actions émises minoré de 4.261 actions auto-détenues au 30 juin 2016).

Résultats

La valeur d'entreprise ressort dans notre analyse à 129 millions d'euros.

La valeur des fonds propres ressort à 125 millions d'euros soit **25,5 euros par action**.

Nous présentons ci-dessous la sensibilité de la valeur centrale par action (i) au taux d'actualisation et à la croissance à long terme (LT) retenue et (ii) au chiffre d'affaires et au taux de marge normatif retenus.

Taux d'actualisation et croissance à LT

Taux de croissance à long terme	Taux d'actualisation				
	9,40%	9,65%	9,90%	10,15%	10,40%
1,00%	26,1	25,4	24,8	24,2	23,6
1,25%	26,5	25,8	25,1	24,5	23,9
1,50%	26,9	26,2	25,5	24,8	24,2
1,75%	27,4	26,6	25,9	25,2	24,6
2,00%	27,9	27,1	26,3	25,6	24,9

Source : Analyse Valphi

CA et taux de marge normatifs

± [%] vs. Taux de marge normatif	+/- [%] par rapport au CA retenu				
	(5,00%)	(2,50%)	-	2,50%	5,00%
(0,250%)	23,7	24,1	24,5	24,8	25,2
(0,125%)	24,2	24,6	25,0	25,3	25,7
-	24,7	25,1	25,5	25,9	26,3
0,125%	25,2	25,6	26,0	26,4	26,8
0,250%	25,7	26,1	26,5	27,0	27,4

Source : Analyse Valphi

Une différence de +/- 0,25 point sur le taux d'actualisation et sur le taux de croissance à long terme conduirait à une valeur comprise entre 24,5 euros par action (inférieure de 3,9% à la valeur centrale de 25,5 euros) et 26,6 euros par action (supérieure de 4,3% à la valeur centrale).

L'analyse de sensibilité mise en œuvre sur le chiffre d'affaires et le taux de marge normatifs conduit à une fourchette de valeurs plus large : une dérive de +/- 5% sur le chiffre d'affaires normatif et de +/- 0,25 point sur le taux de marge opérationnelle normatif conduirait à une valeur comprise entre 23,7 euros par action (inférieure de 7,1% à la valeur centrale de 25,5 euros) et 27,4 euros par action (supérieure de 7,5% à la valeur centrale).

Nous retenons une fourchette de valeurs comprises entre 23,7 euros et 27,4 euros par action au titre de la Méthode DCF avec une valeur centrale de 25,5 euros.

IX.3. Méthode des comparables boursiers

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

Echantillon de sociétés comparables

Nom	Pays	Capitalisation boursière (M€ / moy. 20j au 14 novembre 2016)	CA du dernier exercice (M€)	Taux de marge opérationnelle du dernier exercice (%)	Principaux segments d'activité	Principales zones géographiques
Chicago Bldg.&to.	Pays-Bas	2 669	12 057	8,4%	Engineering & Construction (60%), Fabrication (19%)	Etats-Unis (65%), Australie (17%)
Maire Tecnimont	Italie	683	1 670	6,9%	Technology, Engineering & Construction (93%)	Italie (20%), Moyen Orient (26%), Amériques (24%)
Tecnicas Reunidas	Espagne	1 902	4 188	2,1%	Oil & Gas (89%)	Amériques (31%), Moyen Orient (27%)
Amec Foster Wheeler	Royaume-Uni	2 144	6 336	6,1%	Services (80%), Contrats de construction (20%)	Amériques (49%), Europe du N.-CEI (27%)
Fluor	USA	6 320	16 892	5,3%	Oil & Gas (55%), Industrie et Infrastructure (22%)	Etats-Unis (43%), Canada (14%)
Petrofac	Jersey	3 208	6 382	1,5%	Onshore Engineering & Construction (64%), Offshore (22%)	Oman (21%), Emirats A. U. (20%)
Saipem	Italie	4 017	11 507	(3,9%)	Offshore (69%), Onshore (31%)	Afrique (27%), Moyen Orient (19%), CEI (18%)
Technip	France	7 417	12 209	8,1%	Onshore/Offshore (51%), Subsea (49%)	Europe, Russie, Asie centrale (37%), Amériques (23%)
Wood Group (John)	Royaume-Uni	3 346	4 663	6,8%	Production Services (59%), Engineering (30%)	Etats-Unis (39%), Royaume-Uni (29%)
Kbr	USA	1 912	4 752	6,1%	Engineering & Construction (68%)	Etats-Unis (43%)

Source: Thomson Reuters au 14 novembre 2016, Reporting sectoriel et géographique (CA) des sociétés (dernier exercice)

Nous avons analysé les multiples de valeur d'entreprise (VE) rapportée au résultat opérationnel (EBIT) de ces sociétés sur la base des consensus d'EBIT moyens des analystes issus de la base de données Thomson Reuters I/B/E/S.

Nous n'avons pas retenu dans notre analyse les multiples VE / EBITDA car leur comparaison ne permet pas la prise en compte des différences d'intensité capitalistique entre les sociétés.

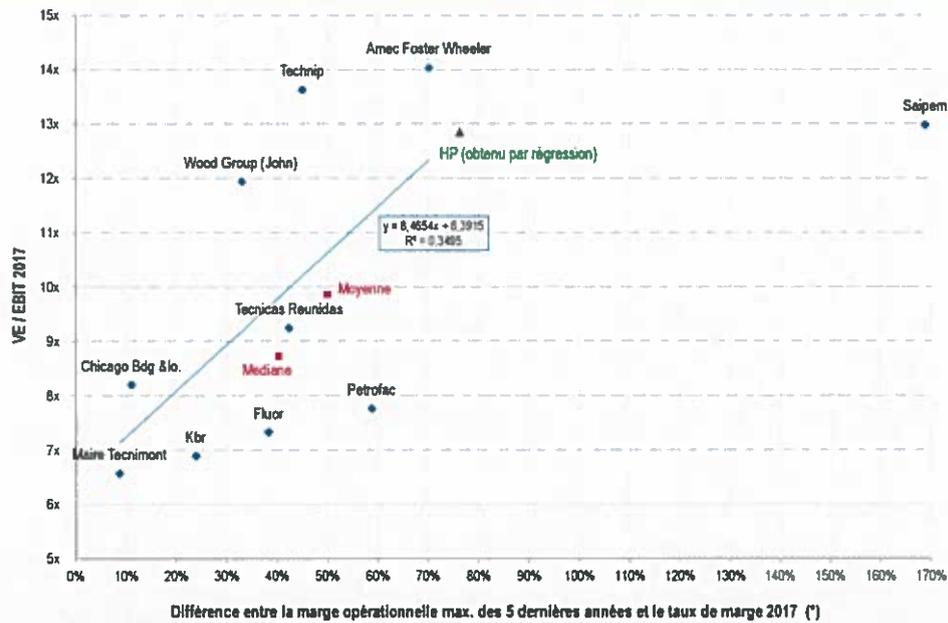
Conformément à l'approche retenue sur la trésorerie d'Heurtey Petrochem, nous avons, dans le calcul des valeurs d'entreprise, ajouté (ou retranché) à la dette financière nette de ces groupes le montant de leur excédent (ou besoin) en fonds de roulement.

Multiples d'EBIT 2017

Les multiples VE / EBIT 2017 moyen et médian de l'échantillon ressortent respectivement à 9,9x et 8,7x.

On observe par ailleurs une corrélation significative (coefficient R^2 de 35%) entre (i) les niveaux de multiple des sociétés comparables (hors Saipem) et (ii) le potentiel de croissance de leur EBIT en sortie de bas de cycle, tel qu'il peut être appréhendé via la différence en pourcentage entre le taux de marge opérationnelle maximal observé ces 5 dernières années et le taux de marge 2017 qui ressort du consensus d'analystes.

L'application aux données HP des paramètres de régression linéaire conduit à un multiple de 12,9x.

Potentiel de hausse de marge en sortie de bas de cycle (x) vs. VE / EBIT 2017 (y)


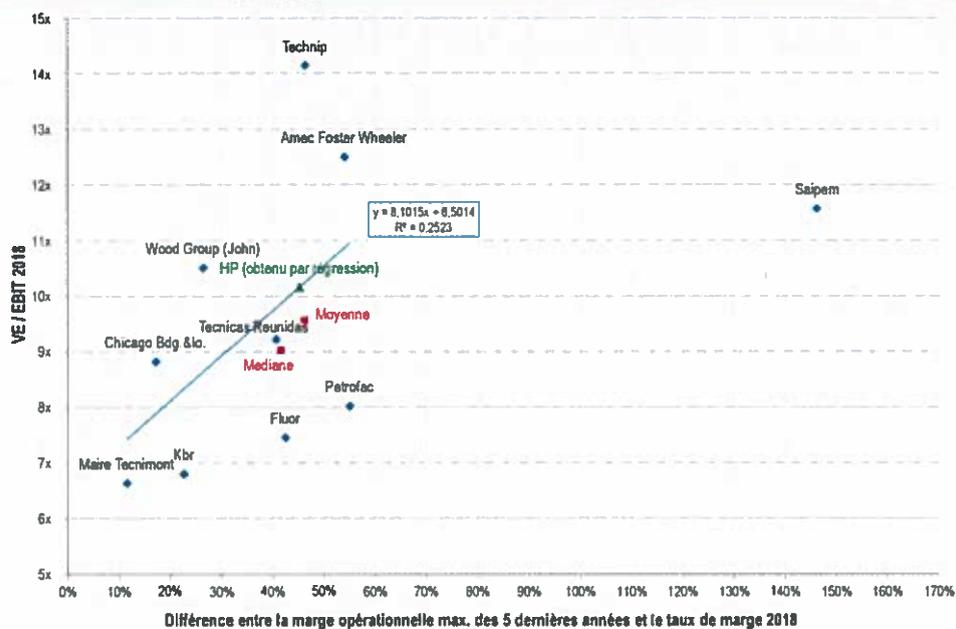
(*) Exemple sur Technicas Reunidas : EBIT / CA 2017 = 4,1% ; Ratio EBIT / CA maximum observé ces 5 dernières années (données I/B/E/S) = 5,8% soit, sur cette base, un potentiel de hausse de 5,8/4,1-1=41%

Source : Datastream (capitalisation boursière en moyenne 20j au 14/11/16), Worldscope, I/B/E/S

Multiples d'EBIT 2018

Les multiples VE / EBIT 2018 moyen et médian ressortent respectivement à 9,6x et 9,0x.

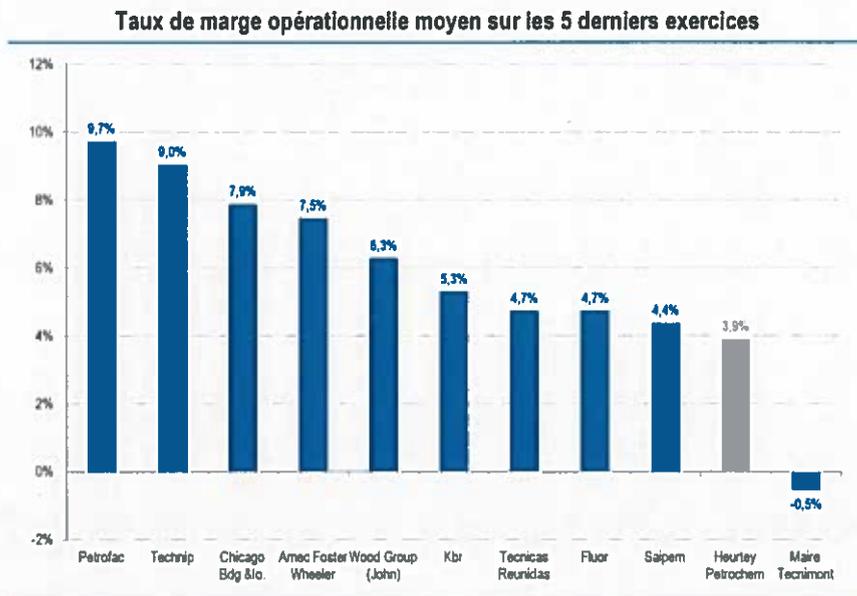
L'application aux données HP des paramètres de régression linéaire issus d'une analyse similaire à celle conduite sur les agrégats 2017 conduirait à un multiple de 10,2x.

Potentiel de hausse de marge en sortie de bas de cycle (x) vs. VE / EBIT 2018 (y)


Source : Datastream (capitalisation boursière en moyenne 20j au 14/11/16), Worldscope, I/B/E/S

Synthèse

Les niveaux de multiples obtenus par application des paramètres de régression linéaire intègrent la composante croissance mais pas la composante risque attachée au levier opérationnel d'HP, lequel est a priori plus important que celui des sociétés comparables comme le montre le niveau moyen de marge opérationnelle d'HP sur les 5 derniers exercices, inférieur au niveau moyen de la quasi-totalité des sociétés de l'échantillon :



Source : I/B/E/S au 14 novembre 2016, Société

Heurtey Petrochem ressort ainsi avec à la fois un potentiel de hausse de marge en sortie de cycle plus important que les comparables (pouvant conduire à une appréciation majorée relativement au multiple médian ou moyen des comparables telle que proposée dans l'analyse de régression linéaire) mais également un niveau moyen de marges plus faible que ses comparables boursiers, avec une base de coûts fixes importante, pouvant justifier une appréciation minorée relativement au multiple médian ou moyen des comparables.

Dans ces conditions, nous excluons les données issues des régressions et retenons dans notre fourchette de valeurs au titre de la Méthode des comparables boursiers les moyennes et médianes obtenues directement sur l'échantillon des sociétés comparables.

Ainsi, la fourchette de valeurs issue de la Méthode des comparables boursiers ressort entre 15,6 € (multiple médian 2017) et 22,3 € (multiple moyen 2018), avec une valeur centrale de 19,0 € (soit la moyenne des bornes basse et haute de 15,6 € et 22,3 €) :

Synthèse de l'évaluation par la Méthode des comparables boursiers

En M€ (sauf mention contraire)		2017E	2018E
	Multiple moyen	9,9x	9,6x
	Multiple médian	8,7x	9,0x
x	ROC HP	9,3	11,8
=	VE en appliquant : le Multiple moyen	92	114
=	VE en appliquant : le Multiple médian	81	106
+	Passage VE ⇒ VCP	(4,0)	(4,0)
=	Valeur des GP en appliquant : le Multiple moyen	88	110
=	Valeur des CP en appliquant : le Multiple médian	77	102
/	Nb. d'actions (en millions)	4,910	4,910
=	Valeur par action en appliquant : le Multiple moyen	17,9 €	22,3 €
=	Valeur par action en appliquant : le Multiple médian	15,6 €	20,9 €

Source : Analyse Valphi

IX.4. Références d'évaluation

Cours de bourse

Nous présentons ci-dessous le cours d'HP depuis son introduction en juin 2006, accompagné du cours du SBF 120 et du prix du baril de pétrole rebasés sur le cours d'introduction d'HP (Source : Datastream) :



Depuis son introduction en bourse en juin 2006 à 14,30 euros, le cours d'Heurtey Petrochem a présenté des variations très corrélées à celles du cours du pétrole.

De l'été 2006 à l'été 2008, dans un contexte de forte hausse du prix du baril (d'environ 70 dollars en juin 2006 à plus de 130 dollars mi-2008), le cours d'HP s'est apprécié et a dépassé le seuil de 25 euros.

Le cours a ensuite baissé pour revenir à un niveau proche du cours d'introduction au premier trimestre 2009, avec un cours du baril de pétrole alors revenu en-dessous des 50 dollars.

Entre début 2009 et fin 2013, période durant laquelle le prix du baril a doublé pour dépasser les 100 dollars, le cours d'Heurtey Petrochem a également doublé pour atteindre les 30 euros.

L'annonce du contrat record avec ExxonMobil début novembre 2013 a porté le cours jusqu'à 40 euros au printemps 2014 (soit au moment de l'augmentation de capital de mai 2014), sans variation du cours du pétrole.

A partir de novembre 2014, dans le contexte de chute continue du cours du baril jusqu'au point bas d'environ 30 dollars mi-janvier 2016, le cours d'Heurtey Petrochem a régulièrement baissé, jusqu'au seuil des 20 euros mi-janvier 2016 et au-delà, jusqu'à un point bas historique de 12 euros atteint début avril 2016, après l'annonce d'un plan de restructuration en mars 2016.

Il est depuis progressivement remonté jusqu'à atteindre le 10 octobre 2016, à la veille de la suspension de cours préalable au dépôt du projet d'Offre, 18,24 euros (17,9 euros en moyenne 10 jours, 17,6 euros en moyenne 20 jours et 17,5 euros en moyenne 60 jours de bourse – pondérée par les volumes – à cette date).

Pondérées par les volumes d'échange, les moyennes 6 mois (15,3 euros) et 12 mois (16,1 euros) sont inférieures au cours d'Heurtey Petrochem dans les dernières semaines précédant l'annonce du projet d'offre. Les cours minimum et maximum observés depuis 1 an s'établissent à 12,0 euros (cours au 8 avril 2016) et 24,3 euros (au 12 octobre 2015).

Objectifs de cours des analystes

Seuls trois analystes suivent le titre Heurtey Petrochem (Genesta, Natixis et Portzamparc). Préalablement au dépôt du projet d'Offre, les objectifs de cours étaient de 16,50 € pour Genesta, 19,70 € pour Portzamparc et 14,20 € pour Natixis.

Actif net consolidé par action

Les capitaux propres consolidés part du groupe au 30 juin 2016 s'établissent à 87,0 M€, soit, sur la base de 4,910 millions d'actions hors auto-détention, un actif net consolidé par action de 17,7 euros.

X. Analyse des travaux d'évaluation des conseils financiers

Les conseils financiers de l'Initiateur (Crédit Agricole CIB et Détroyat Associés) nous ont communiqué un rapport d'évaluation détaillant les éléments d'appréciation du prix présentés dans le projet d'Offre révisée.

Comme Valphi, les conseils financiers retiennent deux méthodes d'évaluation : la Méthode DCF et la Méthode des comparables boursiers.

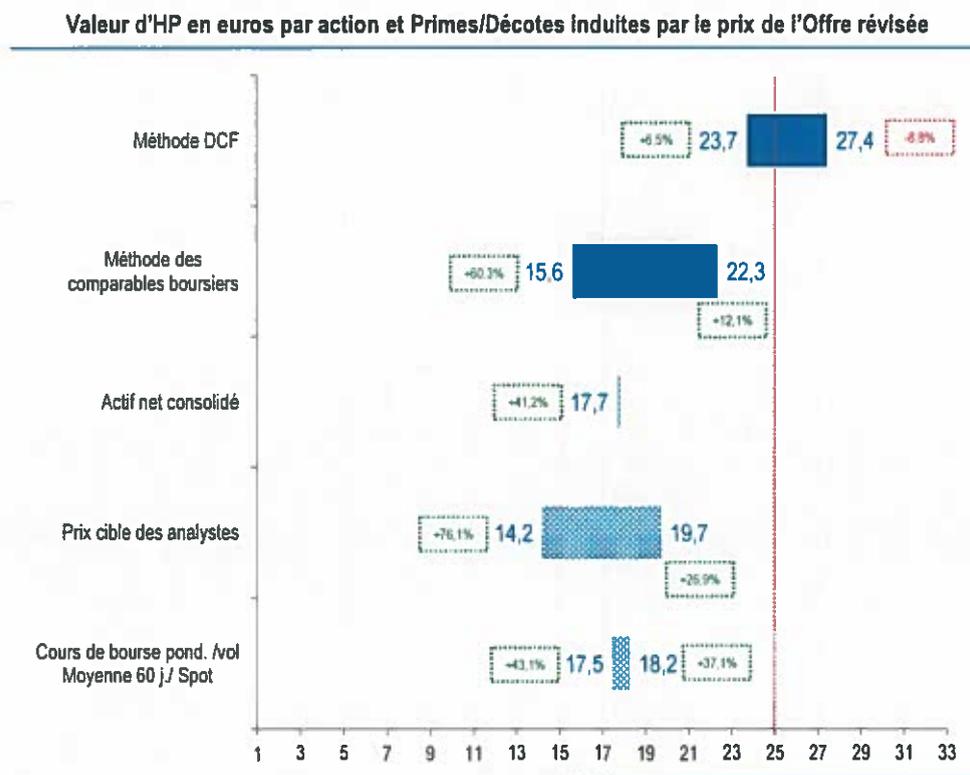
Au titre de la Méthode DCF, les conseils financiers concluent sur une fourchette de valeurs de 22,3 euros à 24,9 euros avec une valeur centrale de 23,5 euros, inférieure de 7,8% à notre valeur centrale de 25,5 euros.

L'écart de 2 euros sur la valeur centrale (25,5-23,5) s'explique pour l'essentiel (-1,8 euros soit 90% de l'écart) par la différence entre les taux d'actualisation retenus (10,6% pour les conseils financiers contre 9,9% pour Valphi).

Au titre de la Méthode des comparables boursiers, les conseils financiers retiennent un échantillon proche de celui de Valphi. Ils concluent sur une fourchette de [15,2 € ; 18,9 €] présentant une borne haute (18,9 €) inférieure de 15% à la borne haute (22,3 €) de notre fourchette [15,6 € ; 22,3 €]. Cette différence s'explique principalement par la différence d'approche dans le traitement de la trésorerie des sociétés comparables : la majorité des sociétés de l'échantillon présente un excédent de fonds de roulement que nous déduisons des montants de trésorerie, ce qui conduit à augmenter la dette financière nette et donc les multiples de valeur d'entreprise.

XI. Conclusion

La synthèse des résultats de nos travaux d'évaluation d'Heurtey Petrochem est présentée ci-dessous. Les pourcentages indiquent les primes ou décotes induites par le prix de l'Offre révisée (25 euros) au regard des valeurs d'HP obtenues à travers les différentes méthodes et références d'évaluation retenues.



Le prix de l'Offre révisée de 25 € se situe à l'intérieur de la fourchette de valeurs retenue au titre de la Méthode DCF [23,7 € ; 27,4 €], proche de notre valeur centrale (25,5 €).

Il est par ailleurs supérieur à la borne haute de la fourchette de valeurs retenue au titre de la Méthode des comparables boursiers (22,3 € soit une prime de 12%).

Enfin, le prix de 25 € présente une prime d'environ 40% sur le cours de bourse d'Heurtey Petrochem avant le dépôt du projet d'Offre et il est très supérieur aux autres références de valeur (actif net consolidé et cours cible des analystes).

Dans ces conditions, à la date du présent Rapport, nous estimons que les conditions financières envisagées de l'Offre révisée sont équitables pour les actionnaires d'Heurtey Petrochem.

Paris, le 23 novembre 2016

Emmanuel Dayan

VALPHI

VALPHI
Heurtey Petrochem

Annexes

Annexe A : Principales sources d'information

Les principaux documents que nous avons utilisés dans nos travaux sont rappelés ci-après.

Documents	Source
Plan d'affaires Heurtey Petrochem 2016-2021 et données prévisionnelles financières	HP
Comptes annuels et semestriels consolidés du groupe, documents de référence et présentations aux analystes	Information publique
Données complémentaires sur le BFR et les investissements historiques	HP
Documents d'introduction en bourse d'HP et note d'opération sur l'augmentation de capital 2014	Information publique
Notes d'analystes HP et concurrents	Bloomberg / Thomson Reuters / HP
Comptes historiques et rapports annuels des sociétés comparables	Information publique
Rapport d'évaluation des conseils financiers	Conseils financiers
Etudes / Données de marché	Info. Publique / HP
Projet de contrat de liquidité entre l'Initiateur et les porteurs d'actions gratuites	Vivien & Associés

Annexe B : Liste des missions d'expertise indépendante réalisées par Valphi au cours des 24 mois précédant sa désignation

Valphi est intervenue en avril 2015 en qualité d'expert indépendant pour le compte du groupe Hi-Media dans le cadre de la séparation des deux branches d'activité du groupe (Media et Paiement), en deux sociétés cotées.

Valphi est intervenue en octobre 2014 en qualité d'expert indépendant pour le compte de la société Somfy dans le cadre de la séparation des branches Somfy Activités et Somfy Participations (renommée Edify), avec cotations boursières distinctes et distribution de réserves en titres ou en numéraire.

Annexe C : Personnes intervenues sur la mission d'expertise indépendante conduite par Valphi

- Emmanuel Dayan – Associé – Ingénieur de l'Ecole Centrale de Paris, il dispose d'une expérience de plus de 15 ans en finance d'entreprise (Bankers Trust puis Deutsche Bank à Londres, Détroyat Associés à Paris)
- Florent Myara – Analyste financier senior – Diplômé de l'Ecole HEC, il a rejoint Valphi à sa création après 5 années passées chez Détroyat Associés et un début de carrière en audit et en transaction services chez Ernst & Young à Paris
- Serge Lejan – Analyste financier – Diplômé de Reims Management School, il dispose d'une expérience de 5 ans en finance d'entreprise (Valphi, Détroyat Associés, Leonardo & Co)

Annexe D : Montant de la rémunération perçue par Valphi

La rémunération perçue par Valphi est de 70 000 € hors taxes et hors frais de déplacement. Cette rémunération est indépendante des conclusions du présent Rapport.

CE HEURTEY PETROCHEM

8, Cours Louis LUMIERE

94 306 VINCENNES

**Synthèse de présentation pour la
Consultation du Comité d'Entreprise
sur le Projet d'OPA**

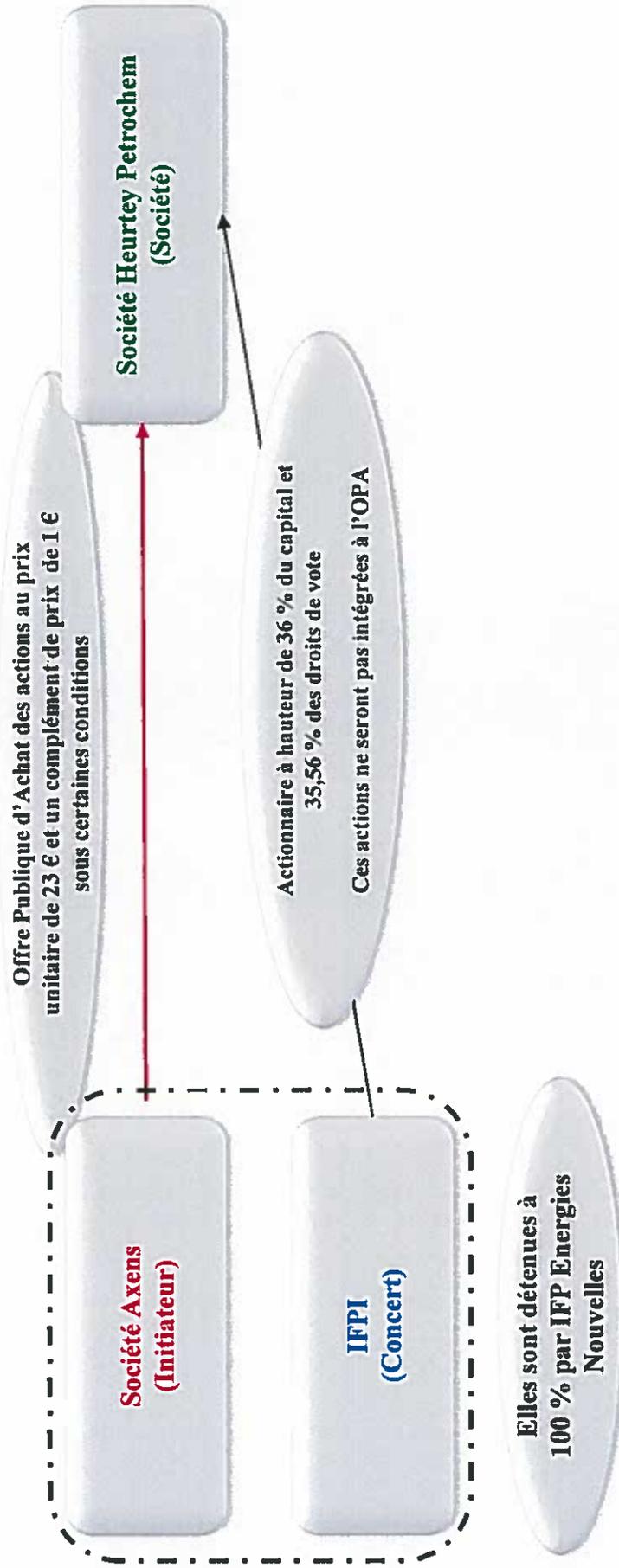
Le présent rapport comprend 142 pages toutes numérotées.
Il ne saurait être dissocié des explications qui ont été données lors des
réunions préparatoires et de la réunion plénière.



PARTIE I : Le Projet d'AXENS

Offre Publique d'Achat avec prévision d'une Offre Publique de Retrait

4 Présentation du Projet d'Offre Publique d'Achat



L'Offre d'achat compte différents types d'actions : des actions dites normales, des actions gratuites (attribuées gratuitement par une entreprise à ses salariés et/ou mandataire social dirigeant qui font l'objet d'une période d'acquisition et de conservation (2 ans minimum)) et des actions auto-détenues (détenues par la société elle-même).

Il est à noter que si les actions gratuites, dont la période de conservation (période pendant laquelle on ne peut pas céder ces actions) n'est pas expirée pendant l'offre, elles ne seront pas liées à l'Offre sauf cas exceptionnels (décès, invalidité du bénéficiaire).

Cette Offre a été présentée à l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) en date du 12 octobre 2016 par le **Crédit Agricole Corporate and Investment Bank**. Celle-ci s'engage à garantir la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par **l'Initiateur**.

L'offre est volontaire et la réalisation se fera selon les conditions normales de l'AMF (articles 232-1 et suite du règlement général de l'AMF). Elle est également soumise au **seuil de caducité** (seuil en dessous de lequel l'offre ne peut être réalisée).

↳ Contexte et Motifs de l'Offre Publique d'Achat

Axens (Initiateur), détenue également à 100 % par IFPEN, continue sa stratégie ayant pour objectif de créer un groupe industriel technologique de référence ayant la taille critique et les moyens pour développer ses différents métiers mondialement.

Ce rapprochement permettra de créer un nouvel ensemble positionné au cœur de la transition énergétique et de la protection de l'environnement, présent sur les segments du raffinage, de la pétrochimie, du traitement du gaz naturel, des bio-carburants et des intermédiaires chimiques renouvelables. Le nouveau groupe offrira une gamme plus large couvrant l'ensemble de la chaîne de valeur, de la vente de procédés, catalyseurs et absorbants à la vente en conseil aux opérateurs.

L'offre permettra aux actionnaires de la **Société** qui apporteront leurs actions à l'offre d'obtenir une liquidité immédiate de leur participation de 23 € par action.

↳ Engagement d'apport d'IFPI à l'issue de l'Offre

IFPI (Concert) s'engage à apporter la totalité des actions qu'elle détient de la **Société à Axens** à l'issue de l'offre et pour autant que **Axens** connaisse une suite positive (réalisation possible de l'offre).

La réalisation des apports des actions de la **Société** détenues par le **Concert à Axens** se fera lors d'une augmentation de capital. **Axens** fera l'objet d'une valorisation selon une approche multicritère.

Un commissaire aux apports, nommé par l'**Initiateur**, devra s'assurer de l'absence de surévaluation des apports par rapport au montant de l'augmentation de capital prévue, augmentée de la prime éventuelle et il lui sera également demandé d'étendre sa mission à la rémunération des apports afin d'apprécier l'équité du rapport d'échange (nombre d'actions A pour un nombre d'actions B en fonction de leur valorisation).



➔ Intentions de l'Initiateur pour les 12 mois à venir

L'activité du nouvel ensemble s'articulera autour de trois pôles principaux :

- ✓ Produits (Catalyseurs et Absorbants)/Ventes de Procédés,
 - ✓ Technologie,
 - ✓ Equipements/Four et EPC,
- à destination des industries du raffinage, de la pétrochimie, du gaz et des bio-carburants et intermédiaires chimiques renouvelables.

Le rapprochement permettra :

- ✓ 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 tradition énergétique (gaz, efficacité énergétique, bio-carburants) et développement durable (carburants propres, purification, régénération de catalyseurs...).

Le rapprochement des 2 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** .

En revanche, 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 ».

IFPI devrait apporter également 50 % du capital et des droits de vote de Eurocat (leader mondial pour les services de régénération et de pré-sulfuration des catalyseurs) à **Axens** dans les 12 mois à venir.

Axens souhaite maintenir la structure de gouvernance de la **Société**, c'est-à-dire que le président de la **Société** devrait poursuivre son mandat à l'issue de l'offre et être proposé comme administrateur de l'**Initiateur**.

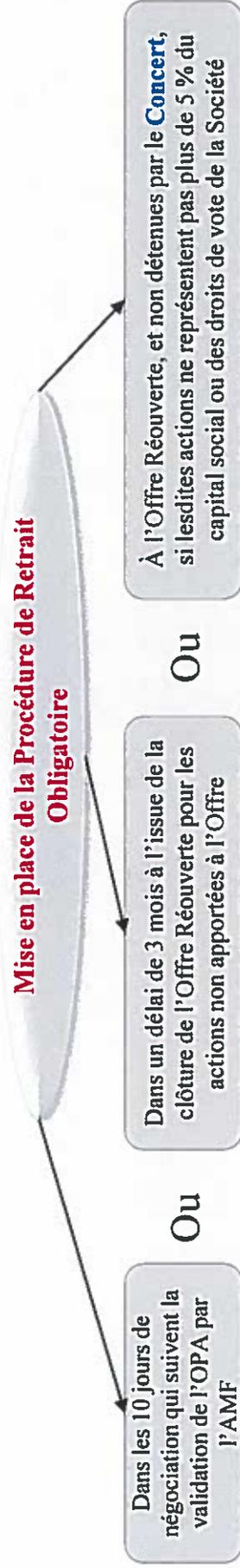


Les activités de la **Société** ne présentent pas de redondance avec les activités de l'**Initiateur**. Les capacités de la **Société** sont importantes pour la stratégie, le développement des activités d'**Axens**. C'est pourquoi, l'**Initiateur** a l'intention de maintenir les emplois et de les développer. **Axens** ne considère pas que le rapprochement impacte négativement les salariés de la **Société** et de ses filiales. L'**Initiateur** n'envisage pas de restructuration des installations de production de la **Société**. De plus, si l'activité de la **Société** s'accroît suite à l'Offre, un développement de carrière serait possible pour les salariés de la **Société**.

La politique de distribution de dividende pratiquée par la **Société** sera examinée après la réalisation de l'Offre.

➔ **Retrait Obligatoire**

Selon les dispositions des articles 237-14 et suivants du règlement général de l'AMF, **Axens** a l'intention de demander à l'AMF l'examen de la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire :



Une indemnité correspondant au prix par action proposé dans le cadre de l'Offre, assortie d'un complément de prix de 1 € par action qui sera versé par l'**Initiateur** selon les conditions et modalités spécifiques.

Si **Axens** détient, directement ou indirectement, au moins 95 % des droits de vote de la **Société ET** où un retrait obligatoire ne serait pas mis en œuvre, elle se réserve la possibilité de déposer à l'AMF un projet d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire visant les actions restantes.

Axens se réserve le droit de radier les actions du marché Alternext Paris, si un retrait obligatoire ne serait pas mis en œuvre.



→ **Termes et Modalités de l'Offre**

- Présentateur de l'Offre : Crédit Agricole Corporate and Investment Bank, agissant pour le compte de l'**Initiateur** ;
- Date de Dépôt auprès de l'AMF : 12 Octobre 2016 (un avis de dépôt sera publié par l'AMF sur son site internet) ;
- Garantie du Crédit Agricole Corporate and Investment Bank : sur la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'**Initiateur** dans le cadre de l'offre ;
- Projet de note d'information sera tenu gratuitement à la disposition du public au siège social d'**Axens** ;
- Avant l'ouverture de l'Offre, l'AMF publiera un avis d'ouverture et le calendrier de l'offre ; Euonext Paris publiera également les modalités et le calendrier de l'Offre ;
- **Engagement irrévocable** pris par l'**Initiateur** d'acquiescer auprès des actionnaires de la **Société**, pendant une période de **25 jours de négociation**, la **totalité des actions** de la **Société**, non détenues par le **Concert**, apportées à l'offre, au prix de 23 € par action et pour 3 144 940 Actions, soit **72 333 620 €** ;
- L'**Initiateur** s'engage à verser un complément de prix de 1 € par action apportée si **Axens** mettait en œuvre une procédure de **Retrait Obligatoire** afin de se voir transférer les actions de la **Société** non apportées et non détenues par le **Concert** dès lors que les actionnaires minoritaires de la **Société** ne présentent pas plus de 5 % du capital ou des droits de vote soit :
 - dans les 10 jours de négociation à compter de la publication de l'AMF des résultats de l'offre ;
 - ou dans les 3 mois à l'issue de la clôture de l'Offre Réouverte.



➤ Versement du Complément de Prix :



Les bénéficiaires de ce complément seront informés par l'**Initiateur** par un avis financier publié dans les 2 jours de négociation suivant la publication de l'AMF de l'avis de mise en œuvre du Retrait Obligatoire ;

➤ Agent Centralisateur pour la gestion et le paiement du complément de prix éventuel : CACEIS Corporate Trust.

L'Agent centralisateur conservera les fonds non affectés et les tiendra à la disposition des bénéficiaires du Complément du prix et à ceux de leurs ayants-droit pendant une période de 10 ans à compter du paiement, puis les versera à la Caisse des Dépôts et Consignations qui les conservera pendant 20 ans (sans porter d'intérêts)

- Droits à complément de prix : admis aux opérations d'Euroclear France (ni cessibles, ni admis aux négociations sur Euronext) ;
- Nombre et nature des titres visés par l'offre : 3 144 940 actions, dont 2 989 actions auto-détenues et 18 323 actions gratuites. Les actions détenues par le **concert** ne sont pas prises en compte ;
- Point sur les Actions Gratuites : celles qui n'auront pas été conservées suffisamment à la date de la réalisation de l'offre, ne pourront être insérées à l'Offre.

L'**Initiateur** et les titulaires d'actions gratuites peuvent conclure un contrat de liquidité portant sur les actions non disponibles à la clôture de l'Offre.

Ce contrat de liquidité comporte une promesse d'achat consentie par l'**Initiateur** au bénéfice des titulaires d'actions gratuites concernés, exerçable à compter de la date à laquelle la période d'indisponibilité aura expiré, suivie d'une promesse de vente consentie par les titulaires d'actions gratuites concernés au bénéfice de l'**Initiateur**, exerçable à compter de la fin de la période d'exercice de la promesse d'achat. Le prix de l'exercice de la promesse sera déterminé selon une méthode cohérente avec le prix de l'Offre ;



- Ajustement du prix par action : Si la **Société** procédait à une distribution (en numéraire ou en nature d'un dividende, d'un acompte sur dividende, de réserves ou de primes ou amortissements, réduction de son capital pour un prix par action supérieur au prix de l'offre) entre la date de dépôt de l'offre et la date de règlement-livraison (ou de la Réalisation du retrait Obligatoire), le prix de l'offre par action serait ajusté en conséquence pour tenir compte de cette distribution. Toute modification du prix de l'offre fera l'objet d'un communiqué de presse par **Axens** ;
- Seuil de caducité : L'offre sera caduque si, à la date de clôture, **Axens** ne détiend pas, directement ou indirectement, seul ou de concert, un nombre d'actions de la **Société** représentant une fraction du capital et des droits de vote supérieurs à 50 %.
- Calcul du seuil de caducité :

Actions détenues seules ou de concert, direct ou indirect (*) + Actions valablement apportées à l'Offre au jour de la clôture de l'Offre
 Actions composant le capital social au jour de la clôture de l'Offre

() y compris les actions auto-détenues ou autocontrôlées par la Société dès lors que la participation de l'Initiateur soit, sans prise en compte des actions, supérieure au seuil de 40 % des droits de vote.*

A la date du projet, le seuil de caducité est de 2 457 363 actions. L'atteinte du seuil de caducité ne sera connue qu'après la publication de l'AMF du résultat définitif de l'offre, qui interviendra à la clôture de cette dernière.

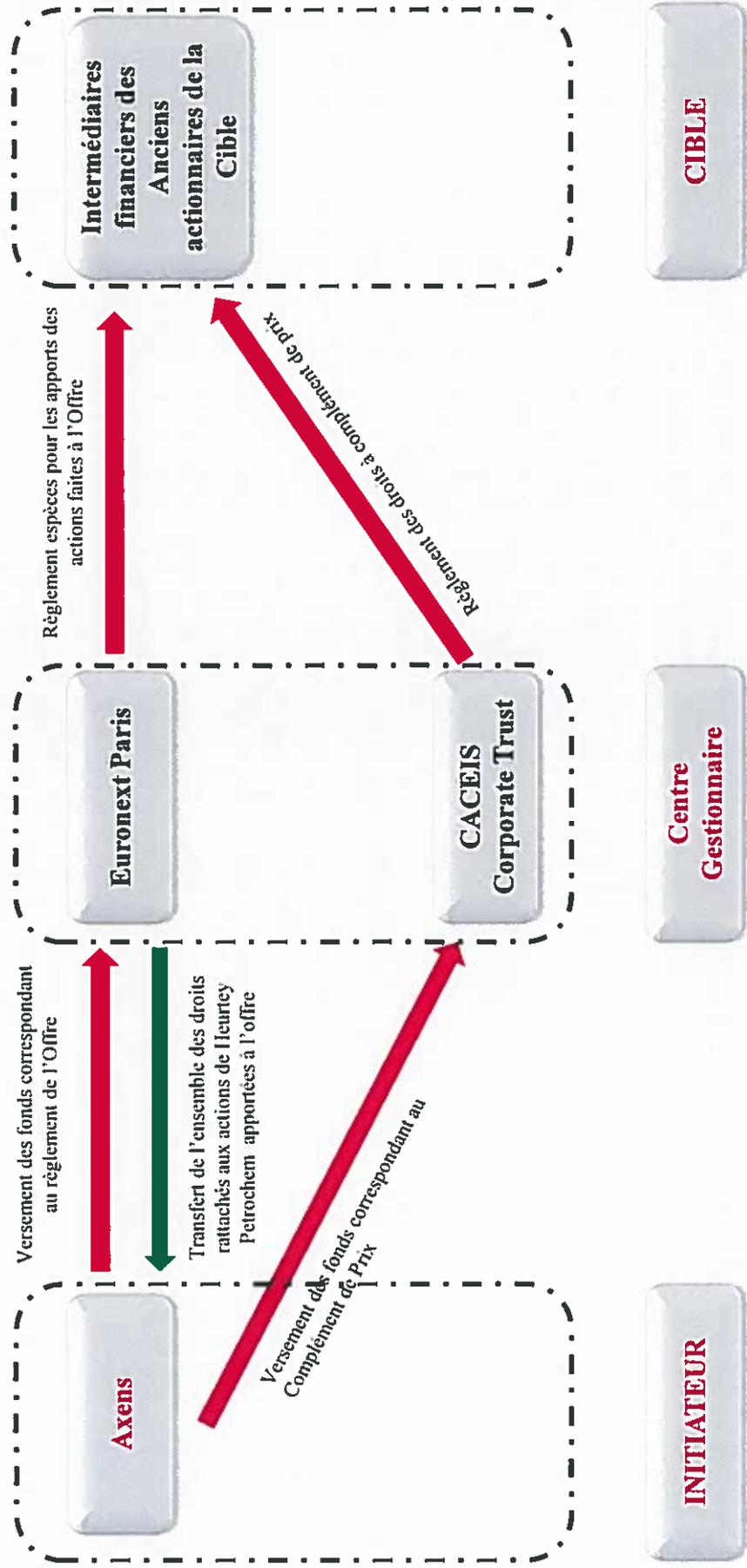
Si le seuil de caducité n'est pas atteint, l'Offre n'aura pas de suite positive et en conséquence les actions apportées à l'Offre seront restituées à leurs propriétaires, sans qu'aucun intérêt, indemnité ou autre paiement de quelque nature que ce soit ne soit dûs auxdits propriétaires ;

- Procédure d'apport des actions à l'offre : Les actions devront être librement négociables et libres de tout privilège, gage, nantissement ou de toute sureté ou restriction de quelque nature que ce soit restreignant le libre transfert de propriété. L'**Initiateur** se réserve le droit d'écarter toutes les actions apportées qui ne répondraient pas à cette condition ;



✓ Avis de l'AMF dans les 9 jours de négociation après la clôture de l'Offre des résultats définitifs de l'Offre :

- Si le résultat est Positif : Euronext Paris indiquera dans un avis la date et les modalités de livraison des actions et de règlement des capitaux et des droits à complément de prix. Aucun versement d'intérêt entre l'apport des actions à l'offre et la date du règlement-paiement de l'Offre.



→ *Financement de l'Offre*

- *Frais liés à l'Offre* : Coût global exposé par l'**Initiateur** : 1,8 millions d'euros (honoraires, autres frais des conseils externes, financiers, juridiques, comptables, ainsi que de tous les experts et autres consultants, frais de publicité, de communication et les frais de financement) ;
- *Modalités de financement de l'Offre* : Montant total d'environ 75 millions d'euros (Prix des actions et du Complément de prix). Le financement de ce montant sera réalisé par un prêt consenti à l'**Initiateur** par un syndicat bancaire.

→ *Eléments d'appréciation du prix de l'Offre*

- ✓ *Source d'informations et agrégats de référence* :
 - Informations financières :
 - les rapports annuels et le rapport semestriel au 30/06/2016 d'Heurtey Petrochem, ainsi que les derniers rapports annuels et/ou semestriels disponibles pour l'ensemble des sociétés utilisées comme comparables ;
 - les présentations et communiqués de presse disponibles sur les sites internet des sociétés mentionnées à la date du dépôt de l'Offre ;
 - les notes de recherche des analystes suivant les sociétés mentionnées ;
 - Factset et Bloomberg pour les données boursières jusqu'à la date du dépôt de l'Offre.
 - L'**Initiateur** et les conseils financiers ont pu s'entretenir avec le management de la **Société** pour évoquer leur vision du carnet de commandes 2016 et mieux comprendre le mécanisme général de prise de commandes. L'**Initiateur** et les conseils financiers n'ont pas pu appuyer leurs analyses sur un plan d'affaires validé par le conseil d'administration de la Société sur la période 2017-2021.



➤ Réalisation d'un plan d'affaires 2016-2021 :

Hypothèse pour la réalisation du plan d'affaires 2016-2021	Eléments d'ajustement retenus pour le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres
Évolution de la prise de commandes, prenant en compte la courbe future de prix du baril, avec une croissance annuelle de 11,7 %	Dette financière nette au 30/06/2016 : 0,8 M€
Croissance annuelle du Carnet de Commande de 7,7 %	Intérêts minoritaires : 0,3 M€
Taux Annuel d'écoulement des prises de commandes de l'année entre 25 % et 30 %	Provisions : 4,6 M€ (net de fiscalité)
Taux annuel d'écoulement du carnet de commandes de l'année de l'ordre de 60 %	Engagements de retraite et autres avantages long-terme : 1,1 M€ (net de fiscalité)
Croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires de 6,0 % entre 2017 et 2021	Participations dans les sociétés mises en équivalence et les actifs financiers : 0,3 M€
Prise en compte du plan de restructuration (économie de coût pouvant aller jusqu'à 10 M€ en année pleine) afin de permettre, dans un contexte normalisé, d'atteindre des niveaux de marges opérationnelles comparables à ceux constatés par le passé dans un environnement de prix du baril de pétrole proche d'un milieu de cycle	Autres actifs et passifs financiers : 1,6 M€
Marge d'EBITDA après restructuration de 2,0 % en 2016, qui tend rapidement vers 5,0 % bénéficiant du plein effet de la restructuration et du desserrement des marges	Actifs d'impôts : 7,9 M€
Montant moyen d'investissement de 5 M€ par an, incluant les renouvellements quinquennaux des équipements industriels	
Variation annuelle de BFR représentant annuellement -5 % du CA réalisé sur la durée du plan	
	Total des ajustements : +1,2 M€



- Nombre d'actions retenues : 4 911 736 actions d'Heurtey Petrochem (4 914 725 actions – 2 989 actions auto-détenues).
- Méthodes d'évaluation retenues :
 - Actualisation des flux de trésorerie futurs disponibles ;
 - Multiples boursiers des sociétés comparables ;
 - Cours de bourse d'Heurtey Petrochem
- Méthode d'évaluation retenue à titre indicatif : Cours cible des analystes. C'est à titre indicatif car l'action d'**Heurtey Petrochem** est suivie de manière irrégulière par les analystes.
- Actualisation des flux de trésorerie futurs disponibles : C'est la méthode qui consiste à actualiser l'ensemble des flux de trésorerie générés par la Société (valeur intrinsèque) et revenant à ses actionnaires et à ses créanciers.
 - Mise en œuvre en trois temps en tenant compte des flux de trésorerie générés par la Société à partir du 12/10/2016 :
 - Calcul des flux de trésorerie disponibles (free cash flows) à partir du plan d'affaires. Les hypothèses retenues sont les suivantes :
 - ✓ taux de croissance à l'infini de 1,5 % ;
 - ✓ marge moyenne d'EBITDA 2017-2021 après restructuration de 4,6 % ;
 - ✓ taux d'imposition de 34,43 % ;
 - ✓ niveau d'amortissement égal à celui des investissements, à hauteur de 1 % du chiffre d'affaires ;
 - ✓ variation du besoin en fonds de roulement équivalent à -5 % du chiffre d'affaires.
 - Actualisation des flux de trésorerie au coût moyen pondéré du capital (CMPC) pour obtenir la valeur d'Entreprise de la Société.
 - Déduction des éléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des capitaux propres pour obtenir la valeur des fonds propres de la Société.

La méthode d'actualisation des flux de trésorerie futurs disponibles fait ressortir une valorisation de 21,4 € par action en valeur centrale pour une fourchette de 20,2 € à 22,7 € par action en retenant un CPMP compris entre 10,1 % et 11,1 %.



➤ Multiplés boursiers des sociétés comparables : Cette approche analogue consiste à déterminer la valeur d'une société en appliquant à ses agrégats financiers et/ou opérationnels les multiples de valorisation observés sur un échantillon de sociétés cotées comparables, notamment en termes d'activité, de taille et de présence géographique.

- Les multiples de valeur d'entreprise rapportée à l'EBITDA et l'EBIT ont été appliqués. Ces agrégats reflètent en effet la performance opérationnelle des différentes sociétés considérées et ne sont pas influencés par les différences de structure de capital entre ces sociétés.
- Sociétés dont une grande partie de l'activité est proche de celle d'**Heurtey Petrochem** :
 - **Chicago Bridge 1 Iron Co (CB&I)** : entreprise américaine proposant des services d'ingénierie, de construction, de fabrication et de maintenance. La société opère dans le monde entier sur les secteurs de l'énergie, dont l'industrie du pétrole et du Gaz ;
 - **Maire Tecnimont** : entreprise 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** : entreprise 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.
- Sélection élargie d'entreprises 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 :
 - **Amec Foster Wheeler** : entreprise américaine proposant des services d'ingénierie, d'approvisionnement et de construction. La société dessert l'industrie pétrolière et gazière ;



- **Fluor Corporation** : entreprise 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 (55 % de son chiffre d'affaires) ;
- **Petrofac** : entreprise 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 ;
- **Technip** : société française proposant des services de conception et de construction. La société propose ses services à l'industrie du pétrole ;
- **John Wood Group** : société anglaise proposant des services de construction. La société opère pour l'industrie gazière et pétrolière dont elle tire 88 % de son chiffre d'affaires.

À partir de cette sélection d'entreprises comparables à **Heurtey Petrochem**, leurs valorisations ont été observées au 10/10/2016.

➤ Cours de Bourse d'Heurtey Petrochem : les actions de la Société sont admises aux négociations sur le marché Alternext d'Euronext Paris. Le prix de l'offre par action a été apprécié au 10/10/2016, dernier cours de clôture avant l'annonce de l'opération par communiqués de presse.

À partir de ce cours et du prix de l'offre, les primes moyennes entre ces 2 éléments peuvent être calculées.

Au cours des 12 derniers mois, le cours le plus bas a été constaté le 08 avril 2016 à 12,03 € et le plus haut le 07 octobre 2015 à 24,66 €.



PARTIE II : OPA / OPR : Les règles du jeu



→ Définitions d'une offre publique :

Une offre publique est une opération lancée par une entreprise ou un groupe d'investisseurs dans l'optique de prendre le contrôle d'une autre entreprise cotée en bourse.

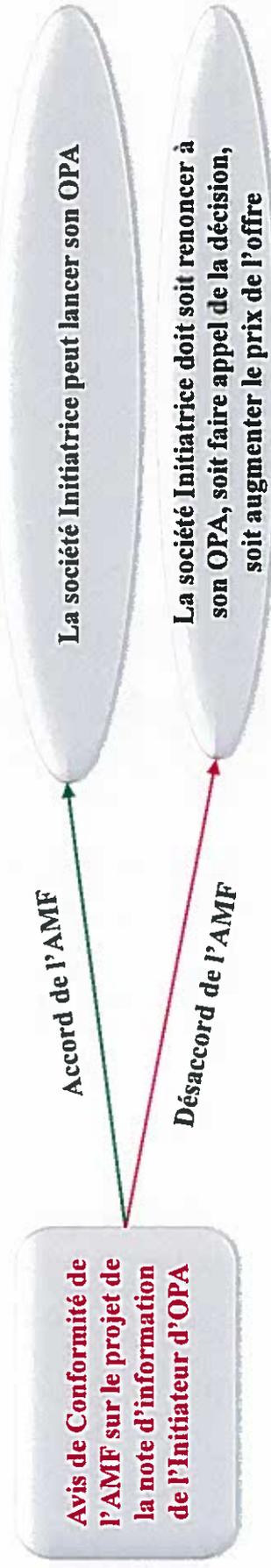
Le déclenchement d'une offre publique marque le début d'une période déterminée pendant laquelle les actionnaires de l'entreprise convoitée vont pouvoir choisir de conserver leurs actions ou de les vendre à l'entreprise acheteuse, à un prix supérieur au dernier cours coté. Cet écart correspondant à une prime pour les inciter à apporter leurs titres. Mais le prix n'est pas toujours l'unique critère, la stratégie envisagée peut être déterminante.

Objectifs : gagner des parts de marché, réduire ses charges en réalisant des économies d'échelle ou trouver de nouveaux relais de croissance.

L'entreprise Initiatrice informe l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) de son projet d'offre dans une note d'information. Dans le même temps, l'Initiateur publie un communiqué qui présente les éléments essentiels du projet de la note d'information.

Suite à ce communiqué, la Société visée peut publier à son tour un communiqué afin de faire connaître l'avis de son conseil d'administration sur l'offre, et le cas échéant du rapport de l'expert indépendant et les conclusions de l'avis du comité d'entreprise. Dans la majorité des cas, la société visée dépose auprès de l'AMF son propre projet de note d'information en réponse à l'offre (mise également à la disposition du public).

L'AMF doit se prononcer sur la conformité du projet (contrôle notamment sur le prix de l'offre) et doit également examiner le projet de note d'information en réponse à l'offre réalisée par la société visée.



Si l'avis de l'AMF est positif, un calendrier de l'opération sera publié :

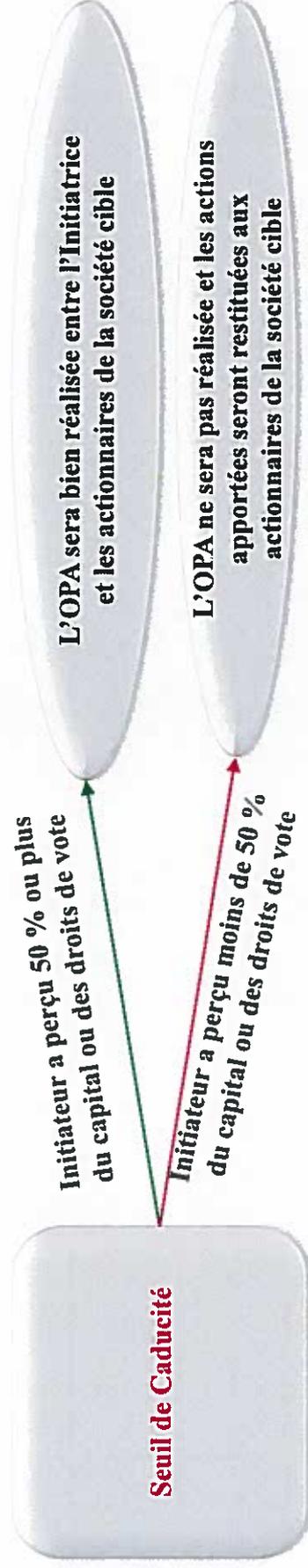
- ✓ Pour une OPA relevant de la **procédure normale**, c'est-à-dire lorsque l'initiateur détient **moins de 50 % du capital** ou de ses droits de vote de la société visée, l'offre est ouverte **pendant 25 jours de bourse**. Elle peut faire l'objet d'une réouverture, d'une surenchère ou d'une contre-offre déposée par un tiers ;
- ✓ Pour une offre relevant de la **procédure simplifiée** (lorsque l'initiateur détient plus de 50 % du capital ou des droits de vote de la société visée), l'offre est ouverte pendant 10 jours de bourse au minimum.

À la clôture de l'offre, l'AMF publie le résultat de l'offre sur son site internet.

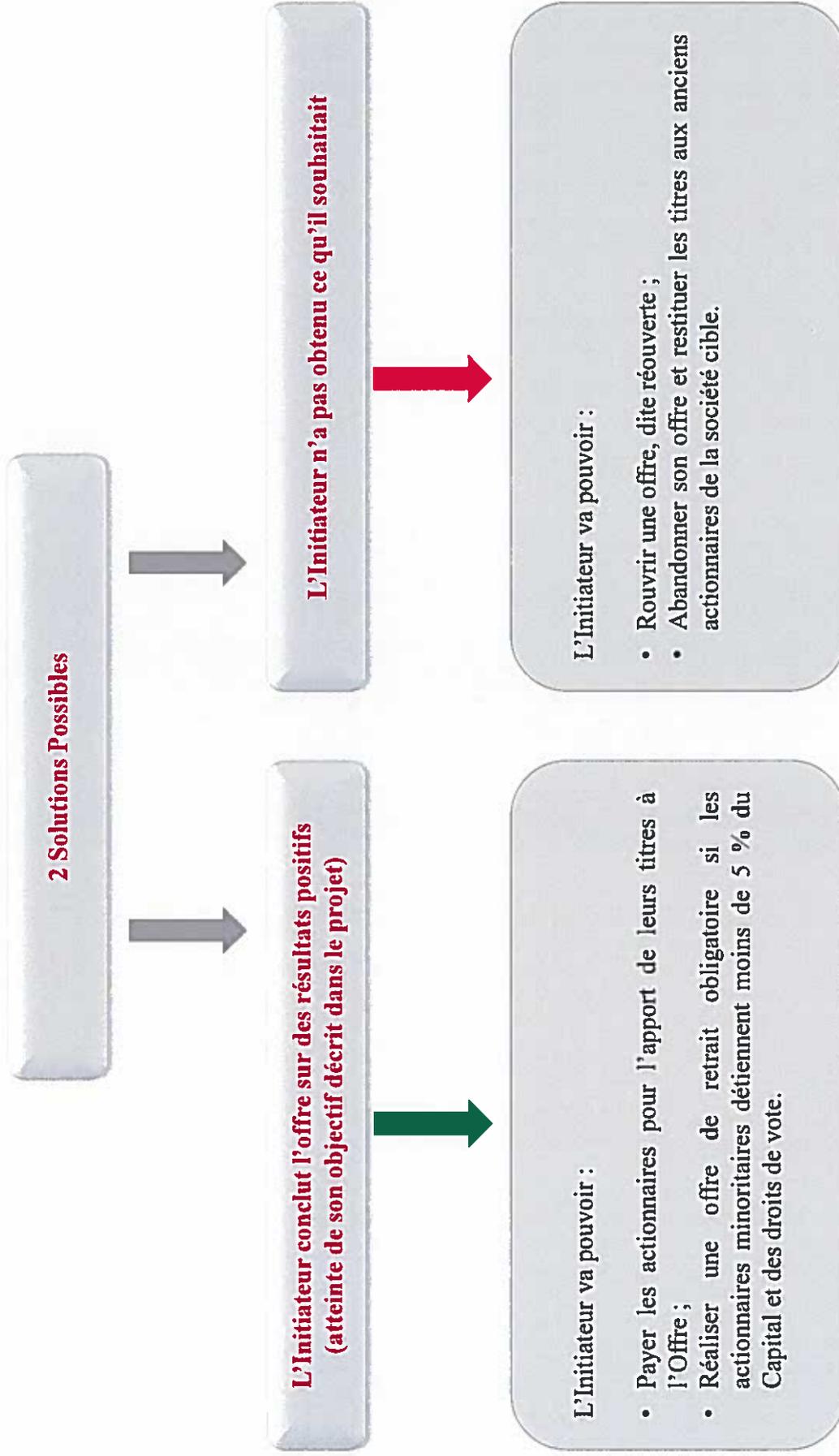
Ce résultat va tenir compte d'un seuil de caducité en dessous duquel l'opération ne pourra pas être validée.

Celui-ci est rendu obligatoire à compter de juin 2014 par l'AMF.

Ce seuil de caducité est fixé à 50 % des titres que l'Initiateur souhaite acquérir au cours de l'OPA.

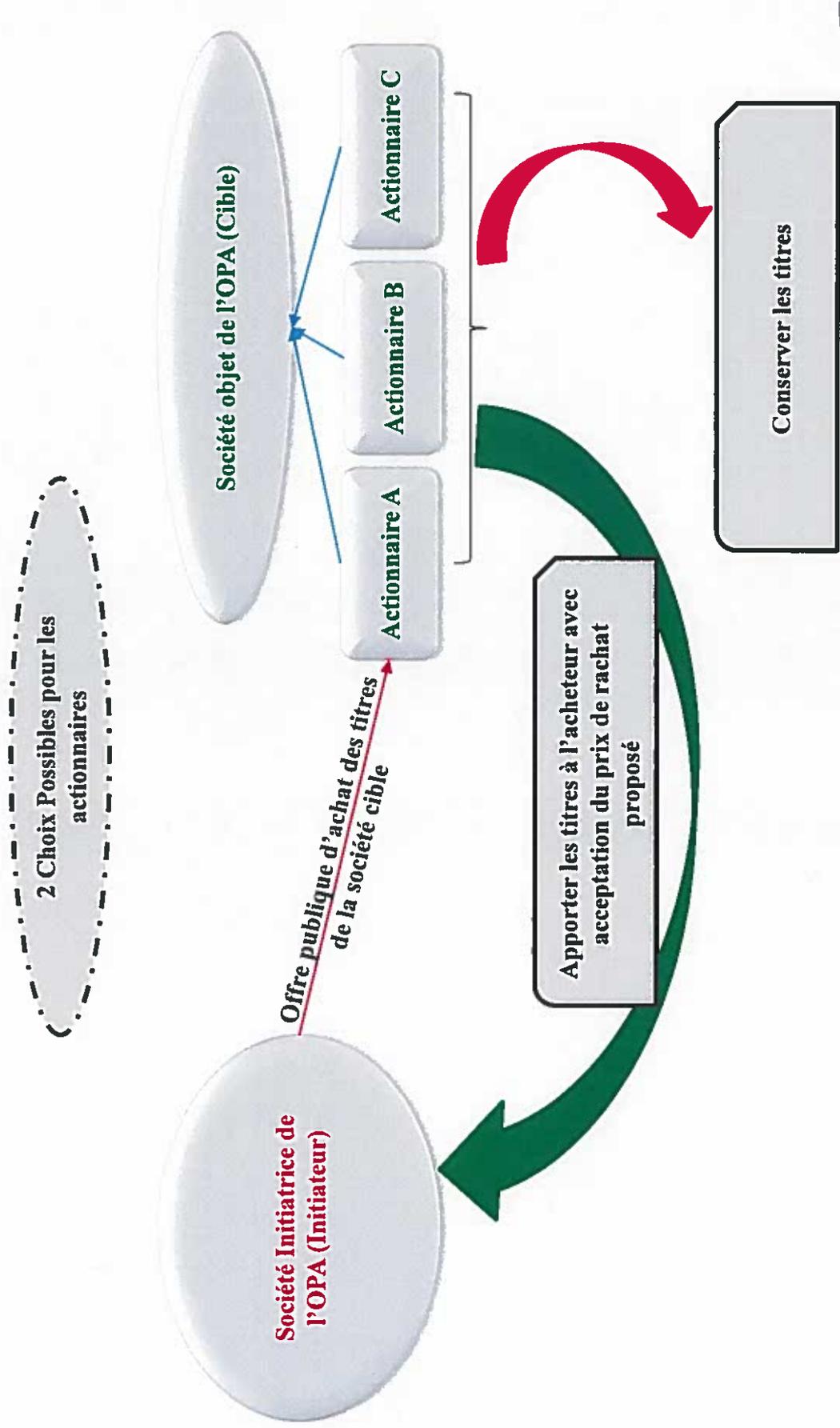


➔ **Résultat de l'Offre Publique d'Achat**



➔ **Offre Publique d'Achat :**

Elle consiste à racheter toutes les actions de la société cible aux actionnaires actuels. Pour cela, la société initiatrice de l'OPA propose un prix de rachat des titres en général supérieur au dernier cours coté contre une somme en espèces.



➔ **Offre Publique de Retrait :**

Cette opération est une technique utilisée pour supprimer un titre de la cote. Elle fait généralement suite à une OPA sur le solde des titres qui n'ont pas été apportés à l'offre.

Pour lancer une OPR, il faut que les conditions suivantes soient réunies :

- ✓ les titres non apportés à l'offre initiale doivent être inférieurs à 5 % ;
- ✓ la décision doit être approuvée par au moins 95 % des actionnaires.

Le prix proposé aux actionnaires restants est souvent égal au prix d'OPA qui avait été proposé.

Si les actionnaires restants ne souhaitent toujours pas apporter leurs titres à l'acquéreur, celui-ci pourra déclencher une Offre Publique de Retrait Obligatoire (OPRO) qui contraindra les actionnaires à vendre leurs titres dans les mêmes conditions que l'OPR.

À l'issue de l'opération, le titre disparaît de la cote : il est radié du marché boursier.



PARTIE III : Les conséquences sociales de l'OPA



1 : Les entités juridiques actuelles demeurent



C'est l'article L. 1224-1 du code du travail qui pose le principe selon lequel « s'il survient une modification dans la situation juridique de l'employeur, notamment par succession, vente, fusion, transformation du fonds, mise en société, tous les contrats de travail en cours au jour de la modification subsistent entre le nouvel employeur et le personnel de l'entreprise ».

Cette liste n'est pas exhaustive et la jurisprudence considère qu'il y a maintien des contrats en cours chaque fois qu'il y a continuité de la même entreprise.

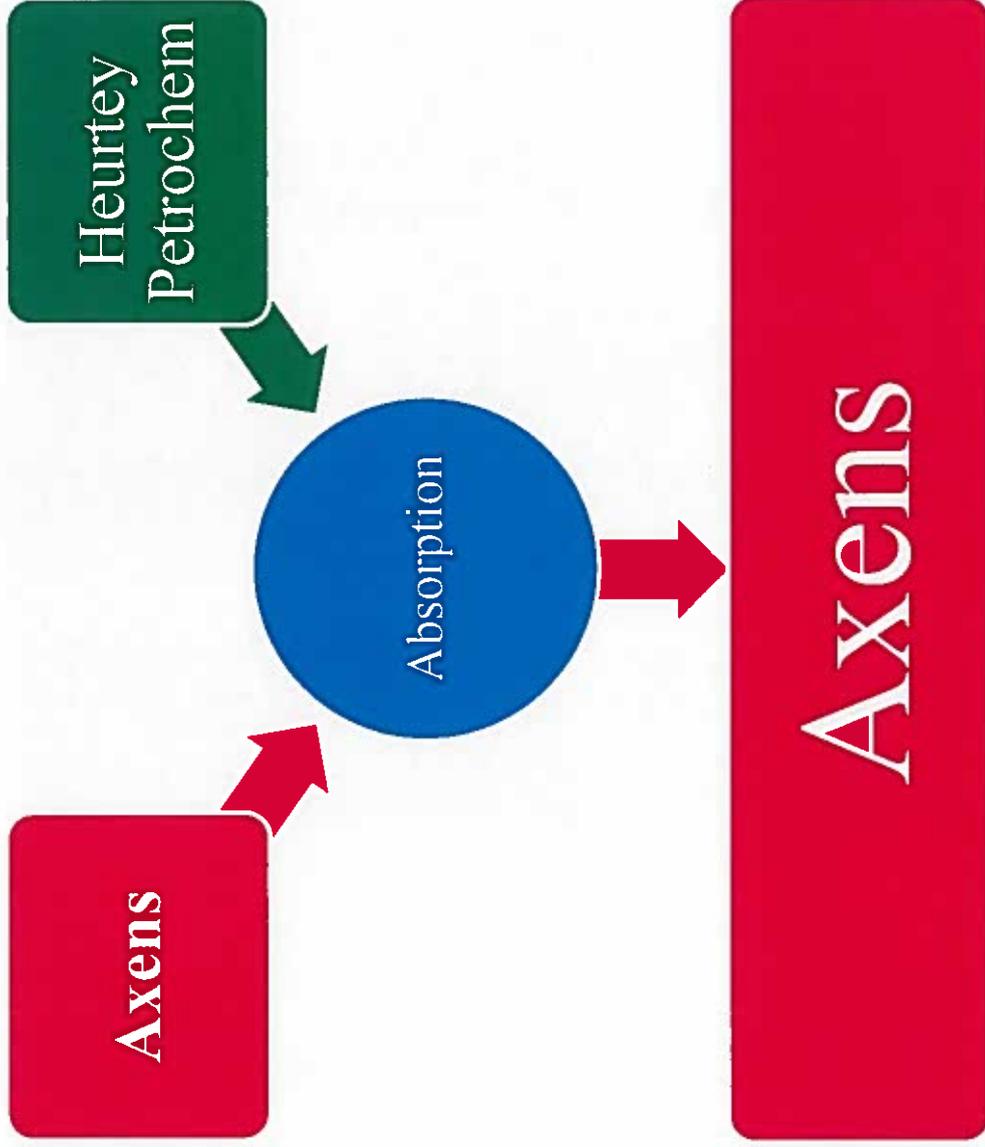


**Les contrats de travail seront transférés de plein droit à la charge du nouvel employeur et les salariés sont considérés comme ayant toujours eu le même employeur. Aucune formalité particulière ne doit être accomplie pour que ce transfert s'opère.
Chaque salarié verra son contrat poursuivi aux mêmes conditions (salaire et qualification).**



2 : Le cas de la fusion





Les opérations de fusion par absorption d'une société existante (ou par création d'une nouvelle société) peuvent donner lieu au maintien des contrats de travail.

La seule prise de participation d'une société dans le capital d'une autre société ne constitue pas une modification dans la situation juridique pouvant entraîner l'application de l'article L. 1224-1.



Incidences sur le statut collectif

✦ *Les conventions et accords collectifs de travail ne sont pas transférés avec les salariés*

D'une manière très générale, les termes « conventions et accords collectifs de travail » désignent les accords conclus entre d'un côté, un ou plusieurs employeurs ou leurs représentants et, de l'autre, une ou plusieurs organisations syndicales de salariés.

En principe, en cas de modification de la situation juridique de l'employeur, les conventions et accords collectifs de travail ne sont pas transmis au nouvel employeur, et ce, en vertu du principe de l'effet relatif des contrats.

Le législateur a cependant atténué les effets de cette règle avec l'article L. 2261-14 du code du travail. Ce texte renvoie aux mécanismes prévus en cas de dénonciation d'un accord collectif : obligation de négociation, survie provisoire des textes conventionnels dont bénéficiaient les salariés avant leur transfert et maintien des avantages individuels acquis.



Conséquences sociales sur le maintien des avantages

1ère règle

Les conventions et accords collectifs applicables dans l'entreprise d'origine sont remis en cause de plein droit.

2ème règle

Les conventions et accords collectifs applicables au sein de l'entreprise d'origine continuent de produire effet pendant un délai maximum de (12+3 mois) chez le nouvel employeur.

Il y a concours de conventions ou d'accords collectifs de travail.

3ème règle

Pendant ce délai de survie de 15 mois, une négociation doit s'engager au sein de l'entreprise d'accueil pour tenter de parvenir à la conclusion d'un nouvel accord. C'est ce que l'on appelle l'accord de substitution.

4ème règle

A défaut d'accord de substitution, les conventions et accords collectifs dont bénéficiaient les salariés auprès de leur ancien employeur cessent définitivement de produire effet. Les salariés transférés conservent alors seulement une rémunération dont le montant annuel ne peut être inférieur à la rémunération versée lors des 12 derniers mois.

La négociation anticipée

Il est possible d'engager la négociation et de conclure un accord de substitution avant que se réalise la fusion.

Accords de transition

(L. 2261-14-2)

- Application limitée aux seuls salariés de l'entreprise dont la convention ou l'accord est mis(e) en cause
- Durée limitée à 3 ans

Accords d'adaptation

(L. 2261-14-3)

- Création d'un statut conventionnel unique
- applicables aux salariés des deux entreprises

En l'absence de délégués syndicaux dans l'entreprise les représentants élus du personnel au comité d'entreprise ou à la délégation unique du personnel peuvent négocier, conclure et réviser des accords collectifs de travail. La validité des accords conclus avec des élus non mandatés est subordonnée à deux conditions (Article L. 2232-22) :

- d'une part, ils doivent être signés par des élus titulaires représentant la majorité des suffrages exprimés lors des dernières élections professionnelles ;
- ces accords devaient être approuvés par une commission paritaire de branche, qui devait vérifier que l'accord d'entreprise n'enfreignait pas les dispositions légales et conventionnelles. Désormais, les accords devront uniquement être transmis à cette commission pour information et non plus pour validation.

Dans les entreprises dépourvues de délégué syndical lorsque aucun élu n'a manifesté son souhait de négocier, les accords d'entreprise peuvent être négociés, conclus et révisés par un ou plusieurs salariés expressément mandatés par une ou plusieurs organisations syndicales représentatives dans la branche ou, à défaut, par une ou plusieurs organisations syndicales représentatives au niveau national et interprofessionnel.

L'accord signé par un salarié mandaté doit, pour être valable, avoir été approuvé par les salariés à la majorité des suffrages exprimés et dans le respect des principes généraux du droit électoral.

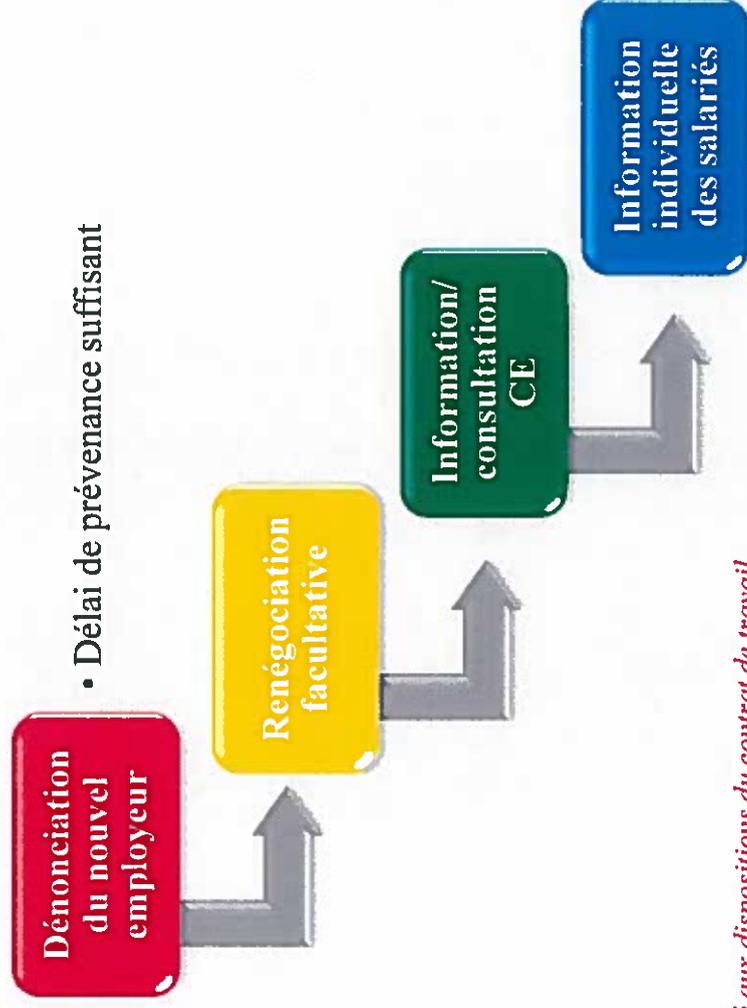
Les usages, accords atypiques et engagements unilatéraux

Les usages, engagements unilatéraux de l'employeur et accords atypiques *n'entrent pas* dans le champ d'application de l'article L. 2261-14 du code du travail.

La jurisprudence a cependant précisé à plusieurs reprises que *les usages en vigueur dans l'entreprise sont transmis au nouvel employeur*, de même que *les accords atypiques et les engagements unilatéraux*.

Le nouvel employeur est tenu d'appliquer les engagements unilatéraux pris par l'ancien employeur.

Il ne peut y mettre fin qu'à la condition de prévenir individuellement les salariés et les institutions représentatives du personnel dans un délai permettant d'éventuelles négociations.



Exception : l'usage peut être intégré aux dispositions du contrat de travail



Incidence sur le statut individuel

Maintien du contrat

- Le nouvel employeur doit reprendre les salariés à son service aux mêmes conditions d'emploi. Ce sont les mêmes contrats qui se poursuivent et « seul » l'employeur change.
- Le salarié transféré conserve son ancienneté, on ne peut pas lui imposer une nouvelle période d'essai, on ne peut pas toucher à sa rémunération, etc.

Modification du contrat

- Le nouvel employeur a, en tant que chef d'entreprise, une certaine marge de manœuvre pour réorganiser l'entreprise et aménager la « nouvelle » relation de travail.
- Pour connaître sa marge de manœuvre, il faut se référer aux règles habituelles de changement des conditions de travail et de modification du contrat de travail applicables à tout employeur.

Novation du contrat

- Double condition :
 - que le salarié donne son accord à la novation ;
 - que cette novation ne soit pas frauduleuse.

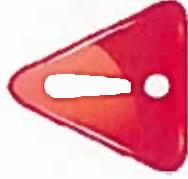


Le changement de lieu de travail

La mention du lieu de travail dans le contrat de travail a valeur d'information à moins qu'il ne soit stipulé par une clause claire et précise que le salarié exécutera son travail exclusivement dans ce lieu.

Ainsi, constitue un simple changement des conditions de travail s'imposant au salarié le changement de lieu de travail, même si ce lieu figure dans le contrat ; il en est ainsi pour :

- la mutation du salarié dans un même secteur géographique sauf présence d'une clause contractuelle fixant un lieu de travail exclusif ;
- déplacement occasionnel ou temporaire lorsque la mobilité est inhérente aux fonctions du salarié ;
- la mise en œuvre d'une clause de mobilité sauf abus de droit ou légèreté blâmable de l'employeur.

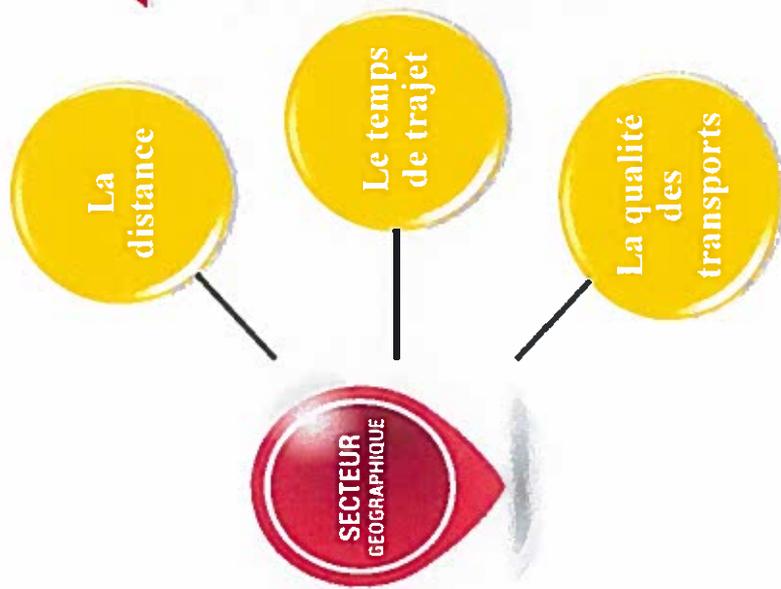


Il n'existe pas de définition du secteur géographique. Il ne correspond pas nécessairement à un découpage administratif (*Cass. soc., 28 sept. 2005, n° 03-43.571*).

La région parisienne n'est pas un secteur géographique.

En l'absence de définition claire et précise, les juges apprécient au cas par cas si la mutation intervient, ou non, dans un même secteur géographique.





Même secteur

- Levallois-Perret => Nogent sur Marne¹
- Antony => Chaville²
- Paris 15ème (Montparnasse) => Evry³
- Villeneuve-la-Garenne => Saint-Ouen⁴
- Romainville => Antony⁵
- Malakoff => Courbevoie. ⁶
- Paris => Créteil⁷

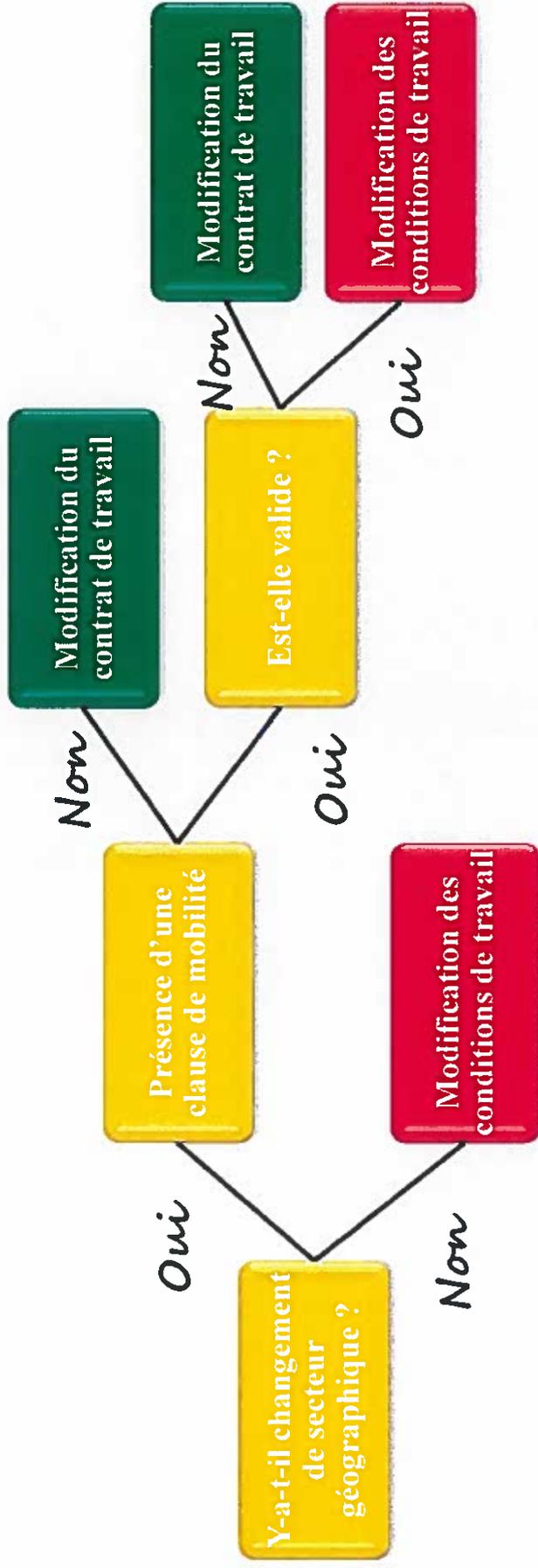
¹Cass. soc. 21 mai 2008 n° 07-41640
²Cass. soc., 4 avr. 2006, n° 04-43.506
³Cass. soc., 3 mai 2012, n° 10-30.869
⁴Cass. soc., 8 févr. 2005, n° 02-46.987
⁵Cass. soc., 21 janv. 2004, n° 02-12.712
⁶CA Versailles, 28 nov. 1995
⁷Cass. soc., 25 mars 1998, n° 96-41.519

Changement de secteur

- Paris => Roissy⁸
- 9e arrondissement de Paris => Roissy⁹
- Versailles => Chartres¹⁰
- Blanc-Mesnil (93) => Gargenville (78)¹¹
- Chartres => la Plaine-Saint-Denis¹²

⁸Cass. soc., 15 juin 2004, n° 01-44.707
⁹Cass. soc., 15 juin 2004, n° 01-44.707
¹⁰Cass. soc., 4 mai 1999
¹¹Cass. soc 15 déc. 2010 n° 09-42221
¹²Cass. soc 6 nov. 2013 n° 12-18130



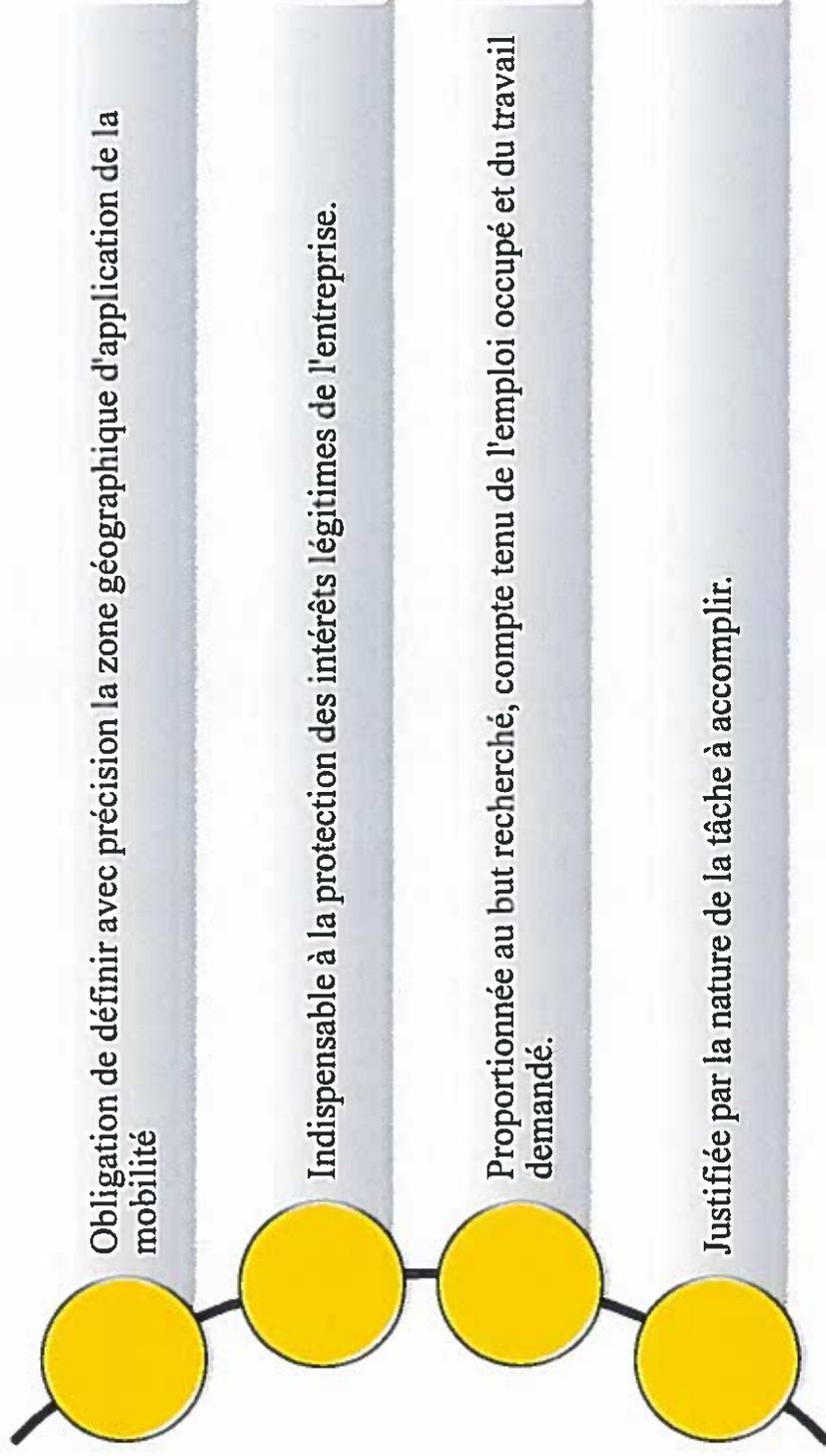


Les Exceptions

- *Lorsqu'à la suite de la décision de l'employeur de modifier le lieu habituel du travail, le trajet entre ce lieu et le domicile du salarié s'est sensiblement allongé, cet allongement entraînant un dépassement du temps normal de trajet d'un salarié se rendant de son domicile à son lieu habituel de travail, le salarié concerné doit bénéficier d'une contrepartie financière* (Cass. soc., 4 déc. 2013, n° 12-20.155).
- Si en principe, le changement du lieu de travail dans le même secteur géographique ne constitue qu'un changement des conditions de travail qui relève du pouvoir de direction de l'employeur, il en va différemment lorsque **la nouvelle affectation porte atteinte à la vie personnelle et familiale du salarié** (Cass. soc., 7 juill. 2016, n° 15-15.342). C'est au salarié de démontrer en quoi la nouvelle affectation porte atteinte à sa vie personnelle et familiale.
- Concernant **les salariés protégés, ils doivent toujours donner leur accord avant toute mutation**, même en cas de clause de mobilité, par exception au régime commun.



✓ La clause de mobilité peut être prévue soit dans le contrat de travail soit dans la convention collective.



L'employeur peut engager une négociation portant sur les conditions de la mobilité professionnelle ou géographique interne à l'entreprise dans le cadre de mesures collectives d'organisation courantes sans projet de réduction d'effectifs (*C. trav., art. L. 2242-17*).

Incidence sur les IRP



- Si cette entreprise devient un établissement, le mandat des représentants subsiste, le comité d'entreprise devient alors comité d'établissement et se poursuit jusqu'à son terme. Toutefois, la durée du mandat des membres élus peut être réduite ou prorogée, pour tenir compte de la date habituelle des élections dans l'entreprise d'accueil.
- Si l'entité transférée perd son autonomie avec le transfert, et qu'elle ne devient pas un établissement distinct au sein de l'entreprise d'accueil, les mandats des représentants du personnel transférés tombent.