

*Cette offre et le projet de note d'information restent soumis à l'examen de l'AMF*

## PROJET D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIÉE

PORTANT SUR 225 989 ACTIONS



**ROBERTET**  
GROUPE

Réalisée dans le cadre du programme de rachat d'actions de la société autorisé par l'assemblée générale mixte du 14 juin 2022

PRESENTEE PAR

**LAZARD**  
FRÈRES BANQUE  
Banque présentatrice

et



**PORTZAMPARC**  
BNP PARIBAS GROUP

Banque présentatrice et garante

**PRIX DE L'OFFRE : 885 euros par action Robertet**

**DURÉE DE L'OFFRE : 10 jours de négociation minimum**

**PROJET DE NOTE D'INFORMATION ETABLI PAR ROBERTET**



AUTORITÉ  
DES MARCHÉS FINANCIERS

Le présent projet de note d'information a été déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« AMF ») le 8 juillet 2022, conformément aux dispositions des articles 231-13, 231-16 et 231-18 de son règlement général.

**Cette offre et le présent projet de note d'information restent soumis à l'examen de l'AMF.**

Le présent projet de note d'information est disponible sur les sites Internet de Robertet ([www.robertet.com](http://www.robertet.com)) et de l'AMF ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)), et peut être obtenu sans frais auprès de Robertet (37, avenue Sidi Brahim – 06130 Grasse), de Lazard Frères Banque (175, Boulevard Haussmann Paris 75008) et de Portzamparc (1, boulevard Haussmann, 75009 Paris).

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

## TABLE DES MATIERES

1.	PRÉSENTATION DE L'OFFRE .....	4
1.1.	MOTIFS DE L'OFFRE ET INTENTIONS DE LA SOCIETE.....	5
1.1.1.	Motifs de l'Offre.....	5
1.1.2.	Intention de la Société pour les douze mois à venir.....	6
	<i>Stratégie</i> .....	6
	<i>Politique de distribution de dividendes</i> .....	7
	<i>Composition des organes sociaux et de direction après l'Offre</i> .....	7
	<i>Orientation en matière d'emploi</i> .....	7
	<i>Statut juridique de la Société</i> .....	7
	<i>Intention concernant la cotation des actions de la Société à l'issue de l'Offre</i> .....	7
	<i>Retrait obligatoire et radiation d'Euronext Paris</i> .....	8
1.1.3.	Intentions des membres du Conseil d'administration vis-à-vis de l'Offre.....	8
	<i>Intentions de la société Maubert</i> .....	8
	<i>Intentions des autres membres du Conseil d'administration</i> .....	8
1.1.4.	Accords susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.....	9
	<i>Accord de Liquidité</i> .....	9
	<i>Pacte d'Actionnaires</i> .....	9
	<i>Autres accords dont la Société a connaissance</i> .....	9
2.	CARACTERISTIQUES DE L'OFFRE .....	10
2.1.	CONDITIONS DE L'OFFRE .....	10
2.1.1.	Cadre juridique de l'Offre.....	10
	<i>Autorisation du programme de rachat d'actions</i> .....	10
	<i>Décision de mise en œuvre du projet d'Offre</i> .....	11
	<i>Opérations réalisées dans le cadre du programme de rachat d'actions de la Société</i> .....	12
2.1.2.	Termes de l'Offre .....	12
2.1.3.	Nombre de titres visés par l'Offre .....	12
2.1.4.	Situation des titulaires d'actions gratuites .....	12
2.1.5.	Modalités de l'Offre.....	13
2.1.6.	Procédure de présentation des actions à l'Offre.....	14
2.1.7.	Centralisation des ordres.....	15
2.1.8.	Mécanisme de réduction dans le cadre de l'Offre.....	15
2.1.9.	Publication des résultats de l'Offre et règlement-livraison.....	15
2.1.10.	Calendrier prévisionnel de l'Offre.....	15
2.1.11.	Restrictions concernant l'Offre à l'étranger.....	16
2.2.	REGIME FISCAL DE L'OFFRE .....	18
2.3.	FRAIS ET FINANCEMENT DE L'OFFRE .....	25
2.3.1.	Frais liés à l'Offre .....	25
2.3.2.	Modalités de financement.....	25
2.4.	INCIDENCE DE L'OFFRE SUR L'ACTIONNARIAT, LES COMPTES ET LA CAPITALISATION BOURSIERE DE LA SOCIETE.....	25

2.4.1. Incidence sur la répartition du capital et des droits de vote de la Société.....	25
2.4.2. Incidence sur les comptes de la Société.....	27
2.4.3. Incidence sur la capitalisation boursière de la Société.....	27
3. ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX DE L'OFFRE .....	27
3.1. METHODOLOGIE D'EVALUATION .....	28
3.1.1. Méthodes et références d'évaluation retenues .....	28
3.1.2. Méthodes et références d'évaluation écartées.....	29
3.2. ELEMENTS FINANCIERS UTILISES POUR LES TRAVAUX D'EVALUATION.....	30
3.2.1. Données et projections financières servant de base à l'évaluation .....	30
3.2.2. Eléments de passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des fonds propres .....	31
3.2.3. Nombre d'actions.....	32
3.3. APPLICATION DES REFERENCES ET METHODES D'EVALUATIONS RETENUES .....	32
3.3.1. Actualisation des flux de trésorerie disponibles.....	32
3.3.2. Comparables boursiers.....	34
3.3.3. Comparables transactionnels .....	36
3.3.4. Référence de valorisation par rapport aux cours de bourse sur différentes périodes .....	37
3.4. SYNTHESE DES ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX D'OFFRE .....	39
4. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT .....	39
5. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION .....	40
5.1. COMPOSITION DU CONSEIL D'ADMINISTRATION.....	40
5.2. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION.....	40
6. MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE .....	47
7. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE D'INFORMATION.....	47
ANNEXE 1.....	48

## 1. PRÉSENTATION DE L'OFFRE

Le Conseil d'administration de la société Robertet, société anonyme dont le siège social est situé 37, avenue Sidi Brahim – 06130 Grasse, immatriculée sous le numéro unique d'identification 415 750 660 RCS Grasse (la « **Société** » ou « **Robertet** »), a décidé au cours de sa séance du 7 juillet 2022, en vertu de l'autorisation d'opérer sur ses propres actions qui lui a été conférée par la vingt-deuxième résolution de l'assemblée générale mixte des actionnaires du 14 juin 2022 (en application de l'article L.22-10-62 du Code de commerce), de proposer aux actionnaires de Robertet de leur racheter leurs actions, dans la limite de 9,77% du capital, soit un nombre maximum de 225.989 actions, sous la forme d'une offre publique d'achat simplifiée (l'« **Offre** »). Cette Offre est réalisée conformément aux dispositions du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 233-1 6° et suivants du règlement général de l'AMF.

Les actions Robertet sont admises aux négociations sur le compartiment A du marché réglementé d'Euronext Paris (« **Euronext Paris** ») sous le code ISIN FR0000039091.

Le prix de l'Offre est de **885 euros** par action de la Société (le « **Prix d'Offre** »). Le Prix d'Offre s'entend dividende détaché, et n'est donc pas affecté par le détachement, intervenu le 29 juin 2022, du dividende de 8 euros par action décidé par l'assemblée générale du 14 juin 2022 au titre de l'exercice 2021.

L'Offre porte sur un nombre maximal de 225.989 actions, représentant au 30 juin 2022, 9,77% du capital social de la Société<sup>1</sup>.

Les 137.844<sup>2</sup> certificats d'investissement de Robertet<sup>3</sup> (les « **CI** ») et les 137.844<sup>4</sup> certificats de droit de vote de Robertet<sup>5</sup> (les « **CDV** ») ne sont pas visés par l'Offre.

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée régie par les articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF et sera ouverte pour une durée minimale de dix (10) jours de négociation. Elle est présentée par Lazard Frères Banque et Portzamparc (les « **Etablissements Présentateurs** ») conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF. Seule Portzamparc garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par la Société dans le cadre de l'Offre (l'« **Etablissement Garant** »).

---

<sup>1</sup> Sur la base d'un capital composé d'un nombre total de 2.312.775 actions et CI calculées en application de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

<sup>2</sup> Au 30 juin 2022.

<sup>3</sup> Les CI sont admis aux négociations sur le compartiment A d'Euronext Paris sous le code ISIN FR0000045601.

<sup>4</sup> Au 30 juin 2022.

<sup>5</sup> Les CDV sont admis aux négociations sur le compartiment A d'Euronext Paris, respectivement sous le code ISIN FR0000045619.

## 1.1. Motifs de l'Offre et intentions de la Société

### 1.1.1. Motifs de l'Offre

La Société souhaite offrir aux porteurs de ses actions l'opportunité de bénéficier d'une liquidité partielle immédiate de leurs actions, dont ils pourront choisir de bénéficier en fonction de leur propre stratégie vis-à-vis de la Société et du niveau des cours de bourse actuels. Robertet est en mesure d'offrir cette liquidité à ses actionnaires, en sus du dividende au titre de l'exercice 2021 qui a été porté à 8 euros par action (détaché le 29 juin), grâce à sa situation financière solide qui lui permet d'accroître son niveau d'endettement pour rapprocher ce dernier de celui de ses principaux concurrents, et ce sans pour autant affecter la mise en œuvre de sa stratégie.

La Société affiche en effet actuellement une situation de trésorerie positive alors que ses pairs présentent plutôt un levier financier moyen de l'ordre de 2,8x comme illustré ci-dessous :

<b>Dette financière nette / EBITDA 2021A</b>	
Givaudan	3,0x
IFF	4,4x
Symrise	1,7x
Sensient	2,1x
<b>Moyenne</b>	<b>2,8x</b>

*Note : sur la base des positions des dette nette reportées à fin 2021*

Le nouveau levier financier de Robertet à l'issue de l'Offre, laquelle sera financée par un emprunt de 190 millions d'euros (voir Section 2.3.2 ci-dessous) s'établira à environ 1x fois l'Ebitda 2021, et n'affectera pas la capacité de Robertet à continuer à faire les investissements nécessaires au développement de son activité et à poursuivre son développement maîtrisé par croissance externe.

Le rachat des actions visées par l'Offre, qui s'inscrit dans le cadre de son programme de rachat voté par l'assemblée générale du 14 juin 2022 dont le descriptif a été publié le 6 juillet 2022, permettra à la Société de disposer d'actions propres qui pourront être affectées aux deux objectifs suivants :

- leur attribution ou cession aux salariés et mandataires sociaux de la Société et des sociétés liées, dans les conditions et selon les modalités prévues par la loi française ou étrangère, notamment dans le cadre de la participation aux fruits de l'expansion de l'entreprise, d'attributions gratuites d'actions, de tous plans d'actionnariat des salariés ainsi que de réaliser toute opération de couverture afférente aux plans d'actionnariat des salariés précités ; et
- leur conservation et remise ultérieure (à titre de paiement, d'échange ou autre) dans le cadre d'opérations de croissance externe, de fusion, de scission ou d'apport.

La Société affectera à l'issue de l'Offre les actions acquises au premier et au second objectif dans des proportions qui seront fixées par le Conseil d'administration, étant précisé que le nombre d'actions qui seront affectées à la remise dans le cadre d'opérations de croissance externe, de fusion, de scission ou d'apport sera inférieur à 5 % du capital. L'Offre augmentera ainsi la flexibilité de la Société dans le cadre de sa croissance future.

La Société devra toutefois, en cas de besoin et dans le délai d'un an à compter du règlement-livraison de l'Offre, céder ou annuler le nombre d'actions excédant 10 % du nombre total d'actions en circulation conformément à l'article L. 225-214 du code de commerce.

Le Prix d'Offre fait ressortir une prime de 5 % par rapport au cours de clôture de l'action de la Société le 30 juin 2022, dernier jour de négociation précédant l'annonce de l'Offre, et des primes respectivement de 0,8% % et 2,6 % sur les moyennes pondérées par les volumes des cours de bourse sur une période d'un mois et de trois mois avant cette date<sup>6</sup>. Les actionnaires qui ne souhaitent pas apporter leurs actions à l'Offre, de même que les porteurs de CI et des CDV (non visés par l'Offre), ne subiront donc pas de dilution de la valeur de leurs titres du fait de l'Offre.

Il est précisé que l'Offre permettra à la société Maubert, société anonyme au capital de 295.650 euros, dont le siège social est situé 37, avenue Sidi Brahim, 06130 Grasse, immatriculée auprès du Registre du commerce et des sociétés de Grasse sous le numéro 397 588 039 (« **Maubert** »), de racheter elle-même des actions Maubert à certains de ses propres actionnaires (membres de la famille Maubert) comme il est indiqué à la Section 1.1.4 ci-dessous. Maubert, qui détient 41,97 % du capital et 60,99 % des droits de vote théoriques de la Société<sup>7</sup>, a l'intention d'apporter à l'Offre un nombre d'actions lui permettant, en fonction du nombre d'actions apportées par les autres actionnaires et compte tenu du mécanisme de réduction prévu à la Section 2.1.8 ci-après, de céder entre 44,6 %<sup>8</sup> et 100 % des actions visées par l'Offre. En conséquence de quoi, l'Offre sera en tout état de cause intégralement réalisée en totalité, quel que soit le nombre d'actions apportées à l'Offre par les actionnaires autres que Maubert.

Compte tenu de sa participation actuelle en actions, CI et CDV, Maubert demeurera l'actionnaire de contrôle de la Société à l'issue de l'Offre.

### **1.1.2. Intention de la Société pour les douze mois à venir**

#### *Stratégie*

La Société entend poursuivre son activité dans le cadre de la stratégie actuellement mise en œuvre.

L'Offre n'affectera pas la politique industrielle, commerciale et financière de la Société. L'Offre offrira toutefois à la Société la flexibilité d'utiliser ses propres actions pour les besoins de la mise

---

<sup>6</sup> Cours de bourse retraités du dividende pour l'exercice 2021.

<sup>7</sup> Sur la base d'un capital composé d'un nombre total de 2.312.775 actions et CI et de 3.396.644 droits de vote théoriques au 30 juin 2022 calculés en application de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

<sup>8</sup> Au 30 juin 2022, Maubert détenait 44,6 % des actions en circulation.

en place de plans d'actions gratuites ou d'options de souscription d'actions, ou pour les besoins d'opérations de croissance externe futures.

#### *Politique de distribution de dividendes*

Il est rappelé que l'Assemblée générale mixte des actionnaires du 14 juin 2022 a décidé la distribution d'un dividende de 8 euros par action et par CI, en augmentation par rapport à l'exercice précédent (5,60 euros). Ce dividende (au titre de l'exercice 2021) a été détaché le 29 juin 2022.

Le 30 juin 2022, le Conseil d'administration de la Société a fixé pour objectif d'accroître progressivement le ratio de distribution (dividendes/bénéfice net distribuable de l'exercice à l'exclusion des reports et réserves distribuables au titre des exercices antérieurs) de Robertet pour le porter à 40 % dans un délai de trois ans, sous réserve des besoins exigés par les engagements financiers et les besoins d'investissement de Robertet. Cette politique est soutenue par Maubert, actionnaire de contrôle de la Société.

#### *Composition des organes sociaux et de direction après l'Offre*

L'Offre n'entraînera pas de changement au sein des organes sociaux ou du Conseil d'administration de la Société.

Pour mémoire, M. Jérôme Bruhat a été désigné directeur général de la Société le 14 juin 2022 avec effet à compter du 1<sup>er</sup> juillet 2022, M. Philippe Maubert prenant les fonctions de président non exécutif du Conseil d'administration.

La société Maubert a été désignée, lors de l'assemblée générale du 14 juin 2022, administrateur de la Société. Elle a désigné M. Elie Vannier en qualité de représentant permanent.

#### *Orientation en matière d'emploi*

L'Offre n'affectera pas l'orientation de la Société et de son groupe en matière d'emploi.

#### *Statut juridique de la Société*

Il n'est pas envisagé d'apporter de modifications aux statuts de la Société à la suite de l'Offre.

#### *Intention concernant la cotation des actions de la Société à l'issue de l'Offre*

En raison de l'Offre, l'action Robertet sera suspendue par Euronext du Service de Règlement Différé à compter du 1<sup>er</sup> août 2022 jusqu'à l'annonce des résultats de l'Offre.

L'Offre n'aura pas d'autres conséquences sur la cotation des actions, des CI et des CDV de la Société sur Euronext Paris.

### *Retrait obligatoire et radiation d'Euronext Paris*

S'agissant d'une offre de rachat par la Société de ses propres actions, l'Offre n'aura pas pour conséquence la mise en œuvre d'une procédure de retrait des titres de la Société de la cotation sur Euronext Paris.

### *Synergies, gains économiques et perspective d'une fusion*

L'Offre étant initiée par la Société sur ses propres actions, elle ne s'inscrit pas dans le cadre d'un rapprochement avec une société et ne générera pas de synergies.

## **1.1.3. Intentions des membres du Conseil d'administration vis-à-vis de l'Offre**

### *Intentions de la société Maubert*

Maubert détient 41,97 % du capital et 60,99 % des droits de vote théoriques de la Société au 30 juin 2022<sup>9</sup>, et est administrateur de la Société (représenté par M. Elie Vannier, par ailleurs censeur du Conseil d'administration de Maubert) et son principal actionnaire.

Comme indiqué plus haut, Maubert a l'intention d'apporter à l'Offre un nombre d'actions lui permettant, en fonction du nombre d'actions apportées par les autres actionnaires et compte tenu du mécanisme de réduction prévu à la Section 2.1.8 ci-après, de céder entre 44,6 %<sup>10</sup> et 100 % des actions visées par l'Offre.

Comme indiqué plus haut, Maubert emploiera les produits de cession de l'Offre pour racheter, au cours du second semestre 2022, une partie de ses propres actions auprès de ses actionnaires, pour un montant de 200 millions d'euros. La différence entre ce montant et le prix de cession obtenu par Maubert à raison de la cession d'actions Robertet dans l'Offre sera payé par la remise d'actions de la Société (celles-ci étant pour les besoins de cette opération valorisées conventionnellement à 860 euros).

### *Intentions des autres membres du Conseil d'administration*

A l'exception de Maubert, les membres du Conseil d'administration de la Société (en ce compris M. Philippe Maubert et M. Christophe Maubert, qui détiennent respectivement des actions représentant 2,06 % et 1,70 % du capital<sup>11</sup>, ainsi que Mme Catherine Canovas) ont chacun indiqué qu'ils n'avaient pas l'intention d'apporter leurs actions Robertet à l'Offre.

Il est précisé que M. Olivier Maubert, qui n'est plus membre du Conseil d'administration, a indiqué ne pas avoir l'intention d'apporter ses actions à l'Offre.

---

<sup>9</sup> Sur la base d'un capital composé d'un nombre total de 2.312.775 actions et CI et de 3.396.644 droits de vote théoriques au 30 juin 2022 calculés en application de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

<sup>10</sup> Au 30 juin 2022, Maubert détenait 44,6 % des actions en circulation.

<sup>11</sup> Sur la base d'un capital composé d'un nombre total de 2.312.775 actions et CI au 30 juin 2022 calculés en application de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

#### **1.1.4. Accords susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue**

##### *Accord de Liquidité*

Les 29 actionnaires de Maubert ont conclu en date du 30 juin 2022 un accord de liquidité (l'« **Accord de Liquidité** ») qui prévoit que Maubert rachètera à certains de ces actionnaires leurs actions pour un montant total de 200 millions d'euros. Le prix de rachat des actions Maubert (qui a essentiellement pour actifs des actions Robertet et dans une moindre mesure des CI et des CDV) a été déterminé par transparence en tenant compte d'une valeur conventionnelle de l'action Robertet de 860 euros, et en affectant aux CI et aux CDV une valeur respective de 90 % et de 10 % de la valeur conventionnelle de l'action Robertet. La contrepartie du rachat des actions de Maubert sera payée en priorité en numéraire au moyen des produits de cession d'actions Robertet perçus par Maubert dans le cadre de l'Offre. Le solde du prix de rachat par Maubert de ses propres actions sera payé au moyen de la remise d'actions de la Société (celles-ci étant également valorisées conventionnellement à 860 euros à cette fin). Ces actions seront librement cessibles à hauteur de 50 % la première année et en totalité à compter du premier anniversaire suivant leur remise aux bénéficiaires.

##### *Pacte d'Actionnaires*

Les 29 actionnaires de Maubert (les « **Parties au Pacte** ») ont également conclu en date du 30 juin 2022 un pacte d'actionnaires (le « **Pacte** ») régissant les relations entre les Parties au Pacte et organisant notamment la gouvernance de Maubert et, en particulier, la répartition des sièges au Conseil d'administration de Maubert entre les huit différentes branches de la famille Maubert, de même qu'il prévoit la présence d'un censeur étranger à la famille (le premier censeur étant M. Elie Vannier). Le Pacte prévoit que Maubert désignera une majorité d'administrateurs au sein du Conseil d'administration de Robertet.

Aux termes du Pacte, les Parties au Pacte se sont engagées à soutenir le renforcement de la politique de distribution de Robertet sur les trois prochaines années comme indiqué à la Section 1.1.2.

Le Pacte régit la politique de distribution de Maubert au profit de ses actionnaires et prévoit que Maubert pourra mettre en œuvre, à compter de la quatrième année suivant sa signature, une liquidité « au fil de l'eau » financée par ses ressources propres qui bénéficierait aux Parties au Pacte qui souhaiteraient alors vendre une partie de leurs actions Maubert.

##### *Autres accords dont la Société a connaissance*

A la connaissance de la Société, aucun autre accord n'est susceptible d'avoir une incidence significative sur l'Offre. A toutes fins utiles, il est rappelé que le contrat de crédit conclu par la Société pour financer l'Offre est décrit à la Section 2.3.2.

## **2. CARACTERISTIQUES DE L'OFFRE**

### **2.1. Conditions de l'Offre**

#### **2.1.1. Cadre juridique de l'Offre**

*Autorisation du programme de rachat d'actions*

L'Offre constitue la mise en œuvre du programme de rachat d'actions qui a été autorisé par l'Assemblée générale mixte des actionnaires de la Société du 14 juin 2022, conformément aux dispositions de l'article L22-10-62 du Code de commerce, dans sa vingt-deuxième résolution à caractère ordinaire dans les termes suivants :

**« VINGT-DEUXIEME RESOLUTION - Autorisation de rachat par la Société de ses propres actions**

*L'Assemblée Générale, connaissance prise du Rapport du Conseil d'administration, autorise le Conseil d'administration à acheter des actions de la Société, avec faculté de délégation au Directeur Général, conformément aux articles L225-210 et suivants et L22-10-62 et suivants du Code de commerce et au Règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014, dans les conditions suivantes.*

*La Société pourra acheter ses propres actions selon les modalités définies par les lois et règlements en vigueur notamment en vue de :*

- *leur annulation par voie de réduction de capital ;*
- *leur attribution ou cession aux salariés et mandataires sociaux de la Société et des sociétés liées, dans les conditions et selon les modalités prévues par la loi française ou étrangère, notamment dans le cadre de la participation aux fruits de l'expansion de l'entreprise, d'attributions gratuites d'actions, de tous plans d'actionnariat des salariés ainsi que de réaliser toute opération de couverture afférente aux plans d'actionnariat des salariés précités ;*
- *d'assurer l'animation du marché secondaire ou la liquidité de l'action de la Société par l'intermédiaire d'un prestataire de service d'investissement au travers d'un contrat de liquidité conforme à la pratique admise par la réglementation, étant précisé que dans ce cadre, le nombre d'actions pris en compte pour le calcul de la limite susvisée correspond au nombre d'actions achetées, déduction faite du nombre d'actions revendues ; et*
- *leur conservation et remise ultérieure (à titre de paiement, d'échange ou autre) dans le cadre d'opérations de croissance externe, de fusion, de scission ou d'apport.*

*Le prix d'achat par action ne pourra pas être supérieur à 1.000 euros (hors frais), sous réserve des ajustements liés aux éventuelles opérations sur le capital de la Société.*

*Le nombre d'actions que la Société pourra acquérir ne pourra excéder :*

- *pour les actions acquises en vue de leur conservation et remise ultérieure (à titre de paiement, d'échange ou autre) dans le cadre d'opérations de croissance externe, de fusion, de scission ou d'apport : un nombre d'actions représentant jusqu'à 5 % du capital de la Société à la date de réalisation de ces rachats ;*
- *pour les actions acquises en vue d'une autre finalité : un nombre d'actions représentant jusqu'à 10 % du capital de la Société à la date de réalisation de ces rachats ; et*
- *étant entendu que la Société ne pourrait à aucun moment détenir plus de 10 % de son propre capital.*

*Soit à ce jour, un maximum de 231.167 actions, pour un montant maximal de 231.167.000 euros.*

*L'acquisition, la cession, l'échange ou le transfert de ces actions pourront être effectués par tous moyens, en une ou plusieurs fois, notamment sur le marché ou de gré à gré, y compris en tout ou partie, par l'acquisition, la cession, l'échange ou le transfert de blocs d'actions. Ces moyens incluent, le cas échéant, l'utilisation de tous instruments financiers et produits dérivés.*

*Ces opérations pourront être effectuées à tout moment, en une ou plusieurs fois aux époques que le Conseil d'administration ou sur délégation le Directeur Général déterminera, dans le respect de la réglementation en vigueur à la date des opérations considérées.*

*L'Assemblée Générale décide que la présente autorisation prend effet à la date de la présente Assemblée et prendra fin à l'expiration d'un délai de 18 mois à compter de l'Assemblée de ce jour.*

*Elle prive d'effet à compter de ce jour, à hauteur de la partie non utilisée, toute autorisation antérieure ayant le même objet.*

*Le Conseil d'administration aura la faculté d'affecter et de réaffecter à l'un ou l'autre de ces objectifs la totalité des actions détenues par la Société, dans le respect et sous les limites de la réglementation applicable.*

*Tous pouvoirs sont conférés au Conseil d'administration, avec faculté de délégation, pour mettre en œuvre la présente résolution et plus généralement faire tout ce qui sera nécessaire. »*

Conformément à l'article 241-2 du règlement général de l'AMF, le descriptif du programme de rachat d'actions, publié le 6 juillet 2022, est disponible sur le site internet de la Société à l'adresse suivante : [www.robertet.com](http://www.robertet.com).

*Décision de mise en œuvre du projet d'Offre*

Lors de la séance du Conseil d'administration de la Société du 22 février 2022, les membres du Conseil d'administration ont envisagé la possibilité de procéder à une offre publique d'achat simplifiée initiée par la Société sur ses propres actions. Le Conseil d'administration, a mis en place un comité ad hoc composé majoritairement de membres indépendants et, sur recommandation du

comité ad hoc, a désigné comme expert indépendant le cabinet Ledouble représenté par Mme Agnès Piniot et M. Romain Delafont, afin de se prononcer, si une telle offre était décidée, sur le caractère équitable du prix offert, en application des articles 261-1, I et 261-1, I 4° du règlement général de l'AMF.

Le 30 juin 2022, le Conseil d'administration de la Société a approuvé, dans son principe, le projet d'Offre.

Lors de sa séance du 7 juillet 2022 et au vu notamment du rapport de l'expert indépendant, le Conseil d'administration a décidé le lancement de la présente Offre, a définitivement approuvé les termes de celle-ci et a émis l'avis motivé visé en Section 5 ci-après.

#### *Opérations réalisées dans le cadre du programme de rachat d'actions de la Société*

A la date du projet de note d'information, la Société n'a pas réalisé d'opérations dans le cadre du programme de rachat d'actions.

#### **2.1.2. Termes de l'Offre**

En application des dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, Lazard Frères Banque et Portzamparc, agissant pour le compte de Robertet, ont déposé le 8 juillet 2022 l'Offre et le projet de note d'information auprès de l'AMF. Seule Portzamparc garantit, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par la Société.

Cette Offre et le présent projet de note d'information restent soumis à l'examen de l'AMF.

Dans le cadre de cette Offre qui sera réalisée selon la procédure simplifiée régie par les articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF, la Société s'engage irrévocablement à acquérir auprès des actionnaires de Robertet, dans le cadre de son programme de rachat d'actions autorisé par son assemblée générale mixte du 14 juin 2022, un nombre maximum de 225.989 actions au prix de 885 euros par action, coupon 2021 détaché<sup>12</sup>, pendant une période minimale de 10 jours de négociation.

#### **2.1.3. Nombre de titres visés par l'Offre**

L'Offre porte sur un nombre maximum de **225.989 actions**, représentant 9,77 % du capital social de la Société à la date du présent projet de note d'information<sup>13</sup>.

#### **2.1.4. Situation des titulaires d'actions gratuites**

L'assemblée générale mixte du 9 juin 2021 (douzième résolution) a délégué au Conseil d'administration la possibilité d'attribuer, en une ou plusieurs fois, des actions gratuites aux salariés

---

<sup>12</sup> Le Prix d'Offre tient compte d'un dividende de 8 euros par action décidé par l'assemblée générale du 14 juin 2022 au titre de l'exercice 2021 qui a été détaché le 29 juin 2022.

<sup>13</sup> Sur la base d'un capital composé d'un nombre total de 2.312.775 actions et CI et de 3.396.644 droits de vote théoriques au 30 juin 2022 calculés en application de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

et/ou dirigeants de la Société et des sociétés liées, dans la limite de 1% du capital social. Le Conseil d'administration a fait usage de cette autorisation en attribuant, le 7 décembre 2021, 100 actions gratuites qui seront définitivement acquises en décembre 2022.

L'assemblée générale mixte du 14 juin 2022 (vingt-troisième résolution) a délégué au Conseil d'administration la possibilité d'attribuer, en une ou plusieurs fois, des actions gratuites aux membres du personnel salarié et/ou certains mandataires sociaux, dans la limite de 1% du capital social. Le Conseil d'administration a fait usage de cette autorisation en attribuant, le même jour, 2.822 actions gratuites dont 2.037 actions qui seront définitivement acquises en juin 2023 et dont 785 actions qui seront définitivement acquises en juin 2025.

Ces actions gratuites sont toutes (à savoir 2.922 actions) en période d'acquisition et ne pourront donc pas être apportées à l'Offre dès lors que leur période d'acquisition n'aura pas expiré à la date de clôture de l'Offre.

À l'exception des CI, CDV et actions gratuites mentionnées ci-dessus, il n'existe, à la date du présent projet de note d'information, aucun autre titre de capital, ni aucun instrument financier ou droit pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société.

#### **2.1.5. Modalités de l'Offre**

L'Offre et le projet de note d'information ont été déposés auprès de l'AMF le 8 juillet 2022. Un avis de dépôt a été publié par l'AMF sur son site Internet ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)).

Conformément à l'article 231-16 du règlement général de l'AMF, le projet de note d'information tel que déposé auprès de l'AMF a été mis en ligne sur les sites Internet de l'AMF ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)) et de la Société ([www.robertet.com](http://www.robertet.com)) et peut être obtenu sans frais auprès de Robertet et des Etablissements Présentateurs.

Un communiqué comportant les principaux éléments du projet de note d'information a été diffusé par la Société le 8 juillet 2022.

L'AMF publiera sur son site Internet une déclaration de conformité motivée relative à l'Offre après s'être assurée de la conformité de l'Offre aux dispositions légales et réglementaires qui lui sont applicables. Cette décision de conformité emportera visa de la note d'information. La note d'information ayant reçu le visa de l'AMF et les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront, conformément aux dispositions des articles 231-27 et 231-28 du règlement général de l'AMF, tenues gratuitement à la disposition du public auprès de la Société et des Etablissements Présentateurs, au plus tard à la veille du jour de l'ouverture de l'Offre. Ces documents seront également disponibles sur le site Internet de la Société ([www.robertet.com](http://www.robertet.com)) et sur le site Internet de l'AMF ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)).

Un communiqué précisant les modalités de mise à disposition de ces documents sera diffusé au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre.

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

L'Offre sera ouverte pendant une durée minimale de 10 jours de négociation et sera centralisée par Euronext Paris. Un calendrier indicatif est présenté à la Section 2.1.10 ci-dessous.

### **2.1.6. Procédure de présentation des actions à l'Offre**

Chaque actionnaire peut apporter au maximum le nombre d'actions de la Société qu'il détient au jour de son ordre d'apport à l'Offre.

Les actions apportées à l'Offre doivent être librement négociables et libres de tout privilège, gage, nantissement ou autre sûreté ou restriction de quelque nature que ce soit et restreignant le libre transfert de leur propriété. La Société se réserve le droit d'écarter toute action apportée qui ne répondrait pas à cette condition.

Les actionnaires de la Société dont les actions sont inscrites auprès d'un intermédiaire financier (établissements de crédit, entreprises d'investissement, etc.) que ce soit au porteur ou sous la forme « nominatif administré », et qui souhaitent apporter leurs actions à l'Offre devront remettre à leur intermédiaire financier, au plus tard à la date de clôture de l'Offre, un ordre irrévocable d'apporter à l'Offre conforme au modèle qui sera mis à leur disposition par cet intermédiaire.

Les actionnaires dont les actions sont inscrites en compte sous la forme « nominatif pur » dans les registres de la Société (tenus par son mandataire CACEIS Corporate Trust, 12 place des États-Unis CS 40083 92549 Montrouge Cedex, « CACEIS »), et qui souhaitent apporter leurs actions à l'Offre devront remettre à CACEIS, au plus tard à la date de clôture de l'Offre, un ordre irrévocable d'apporter à l'Offre conforme au modèle qui sera mis à leur disposition par CACEIS.

Aucune commission ne sera versée par la Société aux intermédiaires financiers par l'intermédiaire desquels les actionnaires apporteront leurs actions à l'Offre.

Conformément à l'article 22 des statuts de la Société, un droit de vote double est attaché (i) à toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il est justifié d'une inscription nominative depuis 5 ans au moins au nom d'un même actionnaire et (ii) aux actions nominatives attribuées gratuitement à un actionnaire, en cas d'augmentation du capital par incorporation de réserves, bénéfiques ou primes d'émission, à raison d'actions anciennes pour lesquelles il bénéficie de ce droit.

Les actionnaires titulaires (i) d'actions auxquelles sont attachés des droits de vote double et (ii) d'actions à droit de vote simple, qui ne souhaiteraient apporter qu'une partie de leurs titres à l'Offre et en priorité leurs actions à droit de vote simple, sont invités à en faire spécifiquement la demande auprès de CACEIS s'ils détiennent leurs titres sous la forme « nominatif pur », soit via leur intermédiaire financier, s'ils détiennent leurs titres sous la forme « nominatif administré ».

Les actions auxquelles sont attachées des droits de vote double qui seraient apportées à l'Offre, ou les actions détenues sous la forme « nominatif pur » ou « nominatif administré » et bénéficiant à ce titre d'une antériorité en vue de l'acquisition future de droits de vote double, qui seraient apportées à l'Offre (au moyen d'un ordre remis à CACEIS pour les actions détenues en « nominatif pur » ou

auprès de l'intermédiaire auprès duquel elles sont détenues sous la forme « nominatif administrée ») et qui seront restituées à leur titulaire à l'issue de la mise en œuvre du mécanisme de réduction visé ci-dessous, conserveront le bénéfice des droits de vote double ou de l'antériorité acquise.

### **2.1.7. Centralisation des ordres**

Chaque intermédiaire financier et l'établissement teneur des comptes nominatifs des actions de la Société devront, à la date indiquée dans l'avis d'Euronext Paris, transférer à Euronext Paris les actions de la Société pour lesquelles ils ont reçu un ordre d'apport à l'Offre.

Après réception par Euronext Paris de tous les ordres de présentation à l'Offre dans les conditions décrites ci-dessus, Euronext Paris centralisera l'ensemble de ces ordres et déterminera le résultat de l'Offre.

### **2.1.8. Mécanisme de réduction dans le cadre de l'Offre**

Si le nombre d'actions présentées en réponse à l'Offre est supérieur au nombre maximum de 225.989 actions que la Société s'engage à acquérir de manière irrévocable, les règles de réduction propres à l'offre publique d'achat simplifiée prévues à l'article 233-5 du règlement général de l'AMF seront applicables et il sera procédé, pour chaque actionnaire répondant à l'Offre, à une réduction de sa demande proportionnellement au nombre d'actions présentées à l'Offre sous réserve des arrondis.

Les actions qui ne seront pas acceptées dans le cadre de l'Offre en raison de ce mécanisme de réduction proportionnelle seront restituées à leurs détenteurs sous réserve des arrondis.

### **2.1.9. Publication des résultats de l'Offre et règlement-livraison**

L'AMF fera connaître le résultat définitif de l'Offre au plus tard neuf (9) jours de bourse après la clôture de l'Offre et Euronext Paris indiquera dans un avis la date et les modalités de livraison des actions et de règlement des capitaux.

Aucun intérêt ne sera dû pour la période allant de l'apport des actions à l'Offre jusqu'à la date de règlement-livraison de l'Offre.

A la date de règlement-livraison, la Société créditera Euronext Paris des fonds correspondant au règlement de l'Offre. A cette date, les actions apportées à l'Offre et l'ensemble des droits qui y sont attachés seront transférés à la Société. Euronext Paris effectuera le règlement espèces aux intermédiaires par l'intermédiaire desquels les actions ont été apportées à l'Offre à compter de la date de règlement-livraison.

### **2.1.10. Calendrier prévisionnel de l'Offre**

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

Un calendrier indicatif est proposé ci-dessous :

<b>30 juin 2022</b>	Annnonce de l'approbation de principe de l'Offre par le Conseil d'administration de Robertet
<b>1<sup>er</sup> juillet 2022</b>	Avis d'ouverture de la période de pré-offre
<b>8 juillet 2022</b>	Dépôt de l'Offre et du projet de note d'information de la Société auprès de l'AMF
	Mise à disposition du public et mise en ligne du projet de note d'information sur le site internet de l'AMF et sur le site internet de la Société
	Publication d'un communiqué relatif au dépôt du projet de note d'information
<b>[19] juillet 2022</b>	Déclaration de conformité de l'Offre par l'AMF emportant visa sur la note d'information
<b>[20] juillet 2022</b>	Mise à disposition du public et mise en ligne sur le site Internet de l'AMF et sur le site Internet de la Société (i) de la note d'information de la Société visée par l'AMF et (ii) du document intitulé « Autres Informations » relatif aux caractéristiques juridiques, financières et comptables de la Société
<b>[21 juillet] 2022</b>	Ouverture de l'Offre (10 jours de négociation)
<b>[3 août] 2022</b>	Clôture de l'Offre
<b>[5 août] 2022</b>	Publication par l'AMF et Euronext Paris de l'avis de résultat de l'Offre
<b>[10 août] 2022</b>	Règlement-livraison des actions apportées à l'Offre

### **2.1.11. Restrictions concernant l'Offre à l'étranger**

L'Offre est faite exclusivement en France. Le présent projet de note d'information n'est pas destiné à être diffusé dans des pays autres que la France.

L'Offre n'a fait l'objet d'aucun enregistrement ou visa en dehors de France et aucune mesure ne sera prise en vue d'un tel enregistrement ou d'un tel visa. Le présent projet de note d'information et les autres documents relatifs à l'Offre ne constituent pas une offre d'achat de valeurs mobilières ou une sollicitation d'une telle offre dans tout autre pays dans lequel une telle offre ou sollicitation

est illégale ou à toute personne à laquelle une telle offre ou sollicitation ne pourrait être valablement faite.

Les porteurs d'actions de la Société situés en dehors de France ne peuvent pas participer à l'Offre sauf si le droit local auquel ils sont soumis le leur permet, sans nécessiter de la part de la Société l'accomplissement de formalités supplémentaires. La participation à l'Offre et la distribution du présent projet de note d'information peuvent, en effet, faire l'objet de restrictions particulières en application des lois et règlements qui y sont en vigueur hors de France. L'Offre ne s'adresse pas aux personnes soumises à de telles restrictions, ni directement, ni indirectement, et n'est pas susceptible de faire l'objet d'une quelconque acceptation depuis un pays où l'Offre ferait l'objet de telles restrictions. En conséquence, les personnes en possession du présent projet de note d'information sont tenues de se renseigner sur les restrictions locales éventuellement applicables et de s'y conformer. Le non-respect de ces restrictions est susceptible de constituer une violation des lois et règlements applicables en matière boursière et/ou de valeurs mobilières dans l'un de ces pays. La Société décline toute responsabilité en cas de violation par toute personne des règles locales et restrictions qui lui sont applicables.

Concernant notamment les Etats-Unis d'Amérique, il est précisé que l'Offre n'est pas faite, directement ou indirectement, aux Etats-Unis d'Amérique ou par l'utilisation de services postaux, ou de tout autre moyen de communications ou instrument (y compris par fax, téléphone ou courrier électronique) relatif au commerce entre Etats des Etats-Unis d'Amérique ou entre autres Etats, ou au moyen d'une bourse de valeurs ou d'un système de cotation des Etats-Unis d'Amérique ou à des personnes ayant résidence aux Etats-Unis d'Amérique ou "US persons" (au sens du règlement S du Securities Act de 1933, tel que modifié). Aucune acceptation de l'Offre ne peut provenir des Etats-Unis d'Amérique. Toute acceptation de l'Offre dont on pourrait supposer qu'elle résulte d'une violation de ces restrictions serait réputée nulle.

L'objet du présent projet de note d'information est limité à l'Offre et aucun exemplaire ou copie du présent projet de note d'information et aucun autre document relatif à l'Offre ou au présent projet de note d'information ne peut être adressé, communiqué, diffusé ou remis directement ou indirectement aux Etats-Unis d'Amérique, autrement que dans les conditions permises par les lois et règlements en vigueur aux Etats-Unis d'Amérique.

Tout porteur d'actions de la Société qui apportera ses actions à l'Offre sera considéré comme déclarant (i) qu'il n'a pas reçu aux Etats-Unis d'Amérique de copie du présent projet de note d'information ou de tout autre document relatif à l'Offre, et qu'il n'a pas envoyé de tels documents aux Etats-Unis d'Amérique, (ii) qu'il n'est pas une personne ayant sa résidence aux Etats-Unis d'Amérique ou une "US person" (au sens du règlement S du Securities Act de 1933, tel que modifié) et qu'il ne délivre pas d'ordre d'apport à l'Offre depuis les Etats-Unis d'Amérique, (iii) qu'il n'était pas sur le territoire des Etats-Unis lorsqu'il a accepté les termes de l'Offre ou a transmis son ordre d'apport, et (iv) qu'il n'est ni agent, ni mandataire agissant sur instruction d'un mandant autre qu'un mandant lui ayant communiqué ces instructions en dehors des Etats-Unis d'Amérique.

Pour les besoins de la présente Section, on entend par "Etats-Unis d'Amérique", les Etats-Unis d'Amérique, leurs territoires et possessions, l'un quelconque de ces Etats ainsi que le district de Columbia.

## 2.2. Régime fiscal de l'Offre

En l'état actuel de la législation française et de la réglementation en vigueur, lesquelles sont susceptibles de varier, notamment du fait de la modification de la loi fiscale les développements suivants résumant certaines conséquences fiscales susceptibles de s'appliquer aux actionnaires de la Société qui participeront à l'Offre.

L'attention de ces derniers est néanmoins attirée sur le fait que les informations contenues ci-après ne constituent qu'un simple résumé, donné à titre d'information générale, du régime fiscal français applicable en vertu de l'état actuel de la législation fiscale française.

Les règles dont il est fait mention ci-après sont en effet susceptibles d'être affectées par d'éventuelles modifications législatives ou réglementaires qui pourraient être assorties d'un effet rétroactif ou s'appliquer à l'année, ainsi que par d'éventuelles modifications de leur interprétation par les juridictions et/ou l'administration fiscale française.

En tout état de cause, ces informations n'ont pas vocation à constituer une analyse exhaustive de l'ensemble des effets ou dispositifs fiscaux susceptibles de s'appliquer aux actionnaires de la Société qui participeront à l'Offre. Ceux-ci sont invités, compte tenu des particularités éventuellement liées à leur statut fiscal, à consulter leur conseiller fiscal habituel afin d'étudier avec lui leur situation particulière et vérifier si les dispositions résumées ci-après leurs sont effectivement applicables.

Les actionnaires de la Société n'ayant pas leur résidence fiscale en France doivent en outre se conformer à la législation fiscale en vigueur dans leur État de résidence, en tenant compte, le cas échéant, de l'application de la convention fiscale internationale conclue entre la France et cet État.

### 2.2.1. Actionnaires personnes physiques résidents fiscaux de France, agissant dans le cadre de la gestion de leur patrimoine privé et ne réalisant pas des opérations de bourse à titre habituel dans les mêmes conditions qu'un professionnel et ne détenant pas leurs titres dans le cadre d'un plan d'épargne d'entreprise ou de groupe ou dans le cadre de dispositifs d'incitation du personnel (par exemple, actions gratuites ou issues d'options de souscription ou d'achat d'actions)

Les personnes physiques qui réaliseraient des opérations de bourse dans des conditions analogues à celles qui caractérisent une activité exercée par une personne se livrant à titre professionnel à ce type d'opérations et celles détenant des actions acquises dans le cadre d'un plan d'épargne entreprise ou de groupe ou au titre d'un dispositif d'actionnariat salarié (par exemple, options de souscription ou d'achat d'actions, actions attribuées gratuitement) sont invitées à s'assurer, auprès de leur conseiller fiscal habituel, de la fiscalité s'appliquant à leur cas particulier.

#### a. Régime de droit commun

##### *Impôt sur le revenu des personnes physiques*

En application des articles 200 A, 158, 6 bis et 150-0 A et suivants du code général des impôts (le « CGI »), les gains nets de cession de valeurs mobilières réalisés par des personnes physiques, qui sont résidentes fiscales de France, sont assujettis, de plein droit, à l'impôt sur le revenu au taux

forfaitaire de 12,8% sans abattement (prélèvement forfaitaire unique). Dans ce contexte, conformément aux dispositions de l'article 150-0 D, 1 du CGI, les gains nets s'entendent de la différence entre le prix effectif de cession des actions, net des frais et taxes acquittés par le cédant, et leur prix de revient fiscal.

Toutefois, en application du 2 de l'article 200 A du CGI, les contribuables ont la possibilité d'exercer une option, dans le délai de dépôt de leur déclaration de revenu de l'année concernée, afin que ces gains nets soient pris en compte pour la détermination de leur revenu net global soumis au barème progressif de l'impôt sur le revenu. Cette option est globale, irrévocable, expresse et s'applique sur une base annuelle à l'ensemble des revenus d'investissement et des revenus de capitaux mobiliers entrant dans le champ d'application du prélèvement forfaitaire susvisé de 12,8% et réalisés au titre de l'année considérée.

Si une telle option est exercée, les gains nets de cession d'actions, acquises ou souscrites avant le 1<sup>er</sup> janvier 2018, seront pris en compte pour la détermination du revenu net global soumis au barème progressif de l'impôt sur le revenu après application d'un abattement proportionnel pour durée de détention prévu à l'article 150-0 D 1 *ter* du CGI égal à :

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

Sauf exceptions, pour application de cet abattement, la durée de détention est décomptée à partir de la date de souscription ou d'acquisition des actions et prend fin à la date de transfert de propriété. En tout état de cause, cet abattement pour durée de détention n'est pas applicable aux actions acquises ou souscrites à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2018.

Conformément à l'article 150-0 D, 11 du CGI, les moins-values de cession de valeurs mobilières et de droits sociaux peuvent être imputées sur les plus-values de même nature réalisées au cours de l'année de cession puis, en cas de solde négatif, sur celles des dix années suivantes (aucune imputation sur le revenu global n'est possible). Si l'option susvisée est appliquée, l'abattement pour durée de détention s'applique, le cas échéant, au gain net ainsi obtenu. Les personnes disposant de moins-values nettes reportables ou réalisant une moins-value lors de la cession des actions dans le cadre de l'Offre sont invitées à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel pour étudier les conditions d'utilisation de ces moins-values.

Le cas échéant, l'apport des actions de la Société à l'Offre aura pour effet de mettre fin à un éventuel report ou sursis d'imposition dont auraient pu bénéficier les actionnaires dans le cadre d'opérations antérieures à raison de ces mêmes actions apportées à l'Offre et / ou de remettre en cause des réductions d'impôt spécifiques. Les contribuables sont invités à se rapprocher de leur conseil fiscal habituel pour déterminer les conséquences de l'Offre dans l'hypothèse où celle-ci aurait pour effet de remettre en cause un éventuel report ou sursis d'imposition ou une éventuelle réduction d'impôt spécifique dont ils ont antérieurement bénéficié.

### *Prélèvements sociaux*

Les gains nets de cession de valeurs mobilières sont également soumis aux prélèvements sociaux (avant application de l'abattement pour durée de détention décrit ci-dessus en cas d'option pour le barème progressif s'agissant d'actions acquises avant le 1er janvier 2018) au taux global de 17,2% qui se décompose comme suit :

- la contribution sociale généralisée (« **CSG** »), au taux de 9,2% conformément aux articles L136-7 et L136-8 du code de la sécurité sociale ;
- la contribution pour le remboursement de la dette sociale (« **CRDS** »), au taux de 0,5% conformément aux articles 1600-0 H et 1600-0 J du CGI ; et
- le prélèvement de solidarité, au taux de 7,5% conformément à l'article 235 ter du CGI.

Si les gains nets de cession des actions de la Société sont soumis à l'impôt sur le revenu au taux forfaitaire susvisé de 12,8%, ces prélèvements sociaux ne sont pas déductibles du revenu imposable.

En revanche, en cas d'option des contribuables pour l'assujettissement de ces gains nets au barème progressif de l'impôt sur le revenu, la CSG sera partiellement déductible à hauteur de 6,8% du revenu global imposable de l'année de son paiement (y compris en cas d'application de l'abattement pour durée de détention de droit commun), le solde des prélèvements sociaux n'étant pas déductible du revenu imposable.

### *Contribution exceptionnelle sur les hauts revenus*

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

Cette contribution est calculée en appliquant un taux de :

- 3% à la fraction du revenu fiscal de référence comprise entre (x) 250.001 euros et 500.000 euros pour les contribuables célibataires, veufs, séparés divorcés ou mariés soumis à une imposition séparée et (y) entre 500.001 et 1.000.000 euros pour les contribuables soumis à imposition commune ;
- 4% à la fraction du revenu fiscal de référence supérieure à (x) 500.000 euros pour les contribuables célibataires, veufs, séparés, divorcés ou mariés soumis à une imposition séparée et (y) 1.000.000 euros pour les contribuables soumis à imposition commune.

Pour l'application de ces règles, le revenu fiscal de référence du foyer fiscal est défini conformément aux dispositions du 1° du IV de l'article 1417 du CGI, à l'exclusion des plus-values visées au I de l'article 150-0 B *ter* du CGI, retenues pour leur montant avant application de l'abattement mentionné aux 1 *ter* de l'article 150-0 D du GCI, pour lesquelles le report

d'imposition expire et sans qu'il soit fait application des règles de quotient définies à l'article 163-0 A du CGI.

Le revenu de référence visé comprend notamment les gains nets de cession de valeurs mobilières réalisés par les contribuables concernés, avant application de l'abattement pour durée de détention lorsque celui-ci est applicable dans les conditions précisées ci-dessus, en cas d'option par le contribuable pour l'assujettissement au barème progressif de l'impôt sur le revenu (voir Section *Impôt sur le revenu des personnes physiques* ci-dessus).

Les actionnaires de la Société sont donc invités, compte tenu des spécificités de cette contribution exceptionnelle sur les hauts revenus, à consulter leur conseiller fiscal habituel afin de vérifier avec lui l'application des dispositions ici résumées.

#### **b. Actions de la Société détenues au sein d'un PEA**

Les personnes qui détiennent des actions de la Société dans le cadre d'un PEA pourront participer à l'Offre.

Sous certaines conditions, le PEA ouvre droit :

- pendant la durée du PEA, à une exonération d'impôt sur le revenu et de prélèvements sociaux à raison des produits et des plus-values de cession générés par les placements effectués dans le cadre du PEA, à condition notamment que ces produits et ces plus-values demeurent investis dans le PEA ; et
- au moment de la clôture du PEA ou lors d'un retrait partiel des fonds du PEA (si la clôture ou le retrait partiel interviennent plus de cinq ans après la date d'ouverture du PEA, sauf cas particuliers), à une exonération d'impôt sur le revenu à raison du gain net réalisé depuis l'ouverture du plan.

Ce gain net n'est pas pris en compte pour le calcul de la contribution exceptionnelle sur les hauts revenus décrite ci-avant mais reste soumis aux prélèvements sociaux décrits ci-avant (étant toutefois précisé que le taux effectif de ces prélèvements sociaux est susceptible de varier selon la date à laquelle ce gain a été acquis ou constaté et selon la date d'ouverture du plan).

Des dispositions particulières, non décrites dans le cadre du projet de note d'information, sont applicables en cas de réalisation de moins-values, de clôture du plan avant l'expiration de la cinquième année qui suit l'ouverture du PEA, ou en cas de sortie du PEA sous forme de rente viagère. Les personnes concernées sont invitées à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel.

Les personnes détenant leurs actions dans le cadre d'un PEA et souhaitant participer à l'Offre sont invitées à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel afin de déterminer les conséquences de la cession des actions figurant sur leur PEA dans le cadre de l'Offre et le régime fiscal d'une telle cession, notamment en ce qui concerne l'imputation des frais liés à cette cession.

## **2.2.2. Actionnaires personnes morales résidents fiscaux de France soumis à l'impôt sur les sociétés dans les conditions de droit commun**

### **a. Régime de droit commun**

Les plus-values réalisées à l'occasion de la cession des actions de la Société dans le cadre de l'Offre sont en principe (et sauf régime particulier tel que décrit ci-après) comprises dans le résultat soumis à l'impôt sur les sociétés au taux de droit commun. En application du deuxième alinéa du I de l'article 219 du CGI, le taux normal de l'impôt est fixé, pour les exercices ouverts à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2022, à 25%.

Les sociétés dont le capital social, entièrement libéré, a été détenu de façon continue à hauteur d'au moins 75 % pendant l'exercice fiscal en question par des personnes physiques ou par des sociétés remplissant elles-mêmes ces conditions et dont le chiffre d'affaires (hors taxes) est inférieur à 10.000.000 euros bénéficient d'un taux d'imposition sur les sociétés réduit à 15 %, dans la limite d'un bénéfice imposable de 38.120 euros pour une période de douze mois.

En outre, ces plus-values sont également soumises, en principe, à la contribution sociale de 3,3% assise sur le montant de l'impôt sur les sociétés, après application d'un abattement qui ne peut excéder 763.000 euros par période de douze mois (article 235 *ter* ZC du CGI).

Cependant, les sociétés dont le chiffre d'affaires (hors taxes) est inférieur à 7.630.000 euros et dont le capital social, entièrement libéré, a été détenu de façon continue à hauteur d'au moins 75% pendant l'exercice fiscal en question par des personnes physiques ou par des sociétés remplissant elles-mêmes ces conditions, sont exonérées de la contribution sociale additionnelle de 3,3%.

Les moins-values réalisées lors de la cession des actions de la Société dans le cadre de l'Offre viendront, en principe et sauf régime particulier, en déduction des résultats imposables à l'impôt sur les sociétés de la personne morale au taux de droit commun.

Il est en enfin précisé que (a) certains des seuils mentionnés ci-dessus suivent des règles spécifiques si le contribuable est membre d'un groupe d'intégration fiscale et que (b) l'apport des actions de la Société à l'Offre est susceptible d'avoir pour effet de mettre fin à un éventuel report ou sursis d'imposition dont auraient pu bénéficier les actionnaires personnes morales dans le cadre d'opérations antérieures et/ou de remettre en cause des réductions d'impôt spécifiques.

Les actionnaires personnes morales de la Société sont invités à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel afin de déterminer le taux d'impôt sur les sociétés qui leur est applicable.

### **b. Régime spécial des plus-values à long terme (plus-values de cession de titres de participation ou de titres assimilés)**

Conformément à l'article 219 I-a *quinquies* du CGI, les plus-values nettes réalisées à l'occasion de la cession de titres qualifiés de « titres de participation » au sens dudit article et qui ont été détenus depuis au moins deux ans à la date de la cession sont exonérés d'impôt sur les sociétés, sous réserve de la réintégration, dans les résultats imposables de la société cédante, d'une quote-part de frais et charges égale à 12% du montant brut des plus-values réalisées. Cette réintégration est soumise à l'impôt sur les sociétés au taux de droit commun majoré, le cas échéant, de la contribution sociale de 3,3%.

Pour l'application des dispositions de l'article 219 I-a *quinquies* du CGI, constituent des titres de participations (a) les actions revêtant ce caractère sur le plan comptable, (b) les actions acquises en exécution d'une offre publique d'achat ou d'échange par l'entreprise qui en est l'initiatrice, ainsi que (c) les actions ouvrant droit au régime fiscal des sociétés mères (tel que défini aux articles 145 et 216 du CGI), à condition de détenir au moins 5% du capital et des droits de vote de la société émettrice, si ces actions sont inscrites en comptabilité au compte de titres de participation ou à une subdivision spéciale d'un autre compte du bilan correspondant à leur qualification comptable, à l'exception des titres de sociétés à prépondérance immobilière (tels que définis à l'article 219 I-a *sexies-0 bis* du CGI).

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

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

### **2.2.3. Actionnaires non-résidents fiscaux de France**

Sous réserve des dispositions des conventions fiscales internationales et des règles particulières éventuellement applicables, le cas échéant, par exemple, aux actionnaires personnes physiques ayant acquis leurs actions dans le cadre d'un dispositif d'actionnariat salarié, les plus-values réalisées à l'occasion de la cession d'actions par des personnes physiques qui ne sont pas fiscalement domiciliées en France au sens de l'article 4-B du CGI ou par des personnes morales qui ne sont pas résidentes fiscales de France (sans que la propriété de ces actions soit rattachable à une base fixe ou à un établissement stable soumis à l'impôt en France à l'actif duquel seraient inscrites ces actions), sont en principe exonérées d'impôt en France, sous réserve (i) que les droits détenus, directement ou indirectement, par le cédant (personne physique ou personne morale ou organisme), avec son conjoint, leurs ascendants et leurs descendants dans les bénéfices sociaux de la société, n'aient, à aucun moment au cours des cinq dernières années qui précèdent la cession, dépassé ensemble 25 % de ces bénéfices (articles 244 bis B et C du CGI), (ii) que la Société ne soit pas à prépondérance immobilière au sens de l'article 244 bis A du CGI et (iii) que le cédant ne soit pas domicilié, établi ou constitué dans un Etat ou territoire non coopératif au sens de l'article 238-0 A du CGI autre que ceux mentionnés au 2° du 2 bis de l'article 238-0 A du CGI (article 244 bis B du CGI).

Dans le cas où le cédant est domicilié, établi ou constitué dans un Etat ou territoire non coopératif, quel que soit le pourcentage des droits détenus dans les bénéfices de la société dont les actions sont cédées, les plus-values réalisées à l'occasion de la cession de ces actions sont imposées au taux forfaitaire de 75 %, sous réserve des dispositions des conventions fiscales internationales éventuellement applicables et sauf si les cédants apportent la preuve que les opérations auxquelles correspondent ces profits ont principalement un objet et un effet autres que de permettre leur localisation dans un Etat ou territoire non coopératif. La liste des Etats ou territoires non coopératifs est publiée par arrêté ministériel et est censée être mise à jour au moins une fois chaque année conformément au 2 de l'article 238-0 A du CGI.<sup>14</sup>

---

<sup>14</sup> D'après l'arrêté du 2 mars 2022 modifiant l'arrêté du 12 février 2010 pris en application du deuxième alinéa du 1 de l'article 238-0 A du Code général des impôts, la liste, à la date de la Note d'Information, des États ou territoires non coopératifs au

Par ailleurs la cession des actions de la Société dans le cadre de l'Offre peut avoir pour effet de mettre fin au sursis de paiement qui s'applique, le cas échéant, aux personnes physiques qui ont été soumises au dispositif d'*exit tax* prévu par les dispositions de l'article 167 bis du CGI lors du transfert de leur domicile fiscal hors de France.

De façon générale, les actionnaires de la Société non-résidents fiscaux en France sont invités à étudier leur situation fiscale particulière avec leur conseiller fiscal habituel afin, notamment, de prendre en considération le régime d'imposition applicable tant en France que dans leur pays de résidence fiscale.

#### **2.2.4. Actionnaires soumis à un régime d'imposition différent**

Les actionnaires de la Société participant à l'Offre et soumis à un régime d'imposition autre que ceux visés ci-dessus, notamment les contribuables (a) dont les opérations portant sur des valeurs mobilières sont réalisées dans des conditions analogues à celles qui caractérisent une activité exercée par une personne se livrant à titre professionnel à ce types d'opérations ou (b) qui ont inscrit leurs titres à l'actif de leur bilan commercial ou (c) les personnes physiques qui ont acquis leurs actions de la Société dans le cadre d'un dispositif d'épargne salariale ou d'incitation du personnel ou (d) les personnes morales soumises à l'impôt sur les sociétés pour lesquelles les actions de la Société revêtent la nature de titres de participation ou titres assimilés, sont invités à étudier leur situation fiscale particulière avec leur conseiller fiscal habituel.

#### **2.2.5. Droits d'enregistrement**

Conformément à l'article 726 du CGI, aucun droit d'enregistrement n'est exigible en France au titre de la cession des actions d'une société cotée qui a son siège social en France, à moins que la cession ne soit constatée par un acte signé en France ou à l'étranger. Dans ce dernier cas, la cession des actions doit faire l'objet d'un enregistrement dans le mois qui suit sa réalisation ; cet enregistrement donne lieu, en application de l'article 726, I-1° du CGI, au paiement d'un droit au taux proportionnel de 0,1 % assis sur le plus élevé du prix de cession ou de la valeur réelle des titres, sous réserve de certaines exceptions visées au II de l'article 726 du CGI (en ce compris l'exception applicable aux cessions d'actions soumises à la taxe sur les transactions financières française mentionnée ci-dessous à la Section 2.2.6 et celle applicable aux cessions d'actions entre sociétés membres d'un groupe au sens de l'article L233-3 du code de commerce).

#### **2.2.6. Taxe sur les transactions financières**

En application de l'article 235 ter ZD du CGI, la taxe sur les transactions financières française (la « **TTF française** ») s'applique aux acquisitions à titre onéreux de titres de capital admis aux

---

sens de l'article 238-0 A du CGI (autres que ceux mentionnés au 2 bis de l'article 238-0 A du CGI) est la suivante : Anguilla, Fidji, Guam, Iles Vierges américaines, Iles Vierges britanniques, Palaos, Panama, Samoa américaines, Samoa, Seychelles, Trinité-et-Tobago, Vanuatu.

négociations sur un marché réglementé qui sont émis par une société dont le siège social est situé en France et dont la capitalisation boursière dépasse un milliard d'euros le 1er décembre de l'année précédant l'année d'imposition. Une liste des sociétés entrant dans le champ d'application de la TTF française est publiée chaque année. La Société fait partie de la liste des sociétés françaises dont la capitalisation boursière dépasse un milliard d'euros au 1er décembre 2021. Par conséquent, la TTF française devrait en principe être due au taux de 0,3 % du Prix de l'Offre à raison des actions acquises par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre et sera à la charge de celui-ci sous réserve de certaines exceptions visées à l'article 235 ter ZD II du CGI (en ce compris l'exception applicable aux acquisitions de titres réalisées dans le cadre d'opérations entre sociétés membres d'un groupe au sens de l'article L.233-3 du code de commerce).

Lorsque la taxe sur les transactions financières française est applicable à l'opération, les droits d'enregistrement de 0,1% prévus par l'article 726 du CGI ne sont pas dus.

## **2.3. Frais et financement de l'Offre**

### **2.3.1. Frais liés à l'Offre**

Le montant global de tous les frais, coûts et dépenses externes exposés dans le cadre de l'Offre par la Société, y compris les honoraires et frais de ses conseils et des autorités de marché, est estimé à un montant maximum d'environ 5,5 millions d'euros (hors taxes).

### **2.3.2. Modalités de financement**

Dans l'hypothèse où un nombre maximum de 225.989 actions, représentant, à la date du présent projet de note d'information, 9,77 % du capital social de la Société, serait effectivement apporté à l'Offre, le coût d'acquisition des actions de la Société s'élèverait à 200 millions d'euros. Le coût maximum de l'Offre, incluant les frais visés à la Section 2.3.1 et en prenant pour hypothèse un taux de succès de 100% de l'Offre, est ainsi estimé à 205,5 millions d'euros.

L'Offre sera financée sur la trésorerie disponible de la Société à hauteur de 10 millions d'euros et par la souscription par Robertet d'un crédit bancaire amortissable d'un montant de 190 millions euros d'une maturité de 5 ans dans le cadre de l'Offre.

## **2.4. Incidence de l'Offre sur l'actionnariat, les comptes et la capitalisation boursière de la Société**

### **2.4.1. Incidence sur la répartition du capital et des droits de vote de la Société**

A la date du dépôt du projet d'Offre, le capital non dilué de la Société est composé de 2.174.931 actions et de 137.844 CI.

A la connaissance de la Société, la répartition du capital et des droits de vote à la date du dépôt de l'Offre est la suivante :

	Pré opération		
	% Capital	% Actions	% DDV
<b>Maubert SA</b>	<b>42,0%</b>	<b>44,6%</b>	<b>61,0%</b>
Famille Maubert en direct	5,1%	5,4%	6,6%
Firmenich	21,8%	17,8%	11,4%
Givaudan	4,7%	5,0%	3,2%
Autres	26,5%	27,2%	17,8%
Actions autodétenues	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Total</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

En tenant compte des intentions d'apport et non-apport exprimées par les actionnaires et administrateurs de la Société et présentées à la Section 1.1.3 et (ii) en prenant pour hypothèse que le taux d'apport à l'Offre des autres actionnaires de la Société serait de 100%, la répartition du capital et des droits de vote à l'issue de l'Offre serait (à titre indicatif) la suivante :

	Post-OPAS		
	% Capital	% Actions	% DDV
<b>Maubert SA</b>	<b>37,4%</b>	<b>39,7%</b>	<b>60,8%</b>
Famille Maubert en direct	5,1%	5,4%	7,3%
Firmenich	19,9%	15,8%	11,2%
Givaudan	4,2%	4,4%	3,1%
Autres	23,7%	24,3%	17,6%
Actions autodétenues	9,8%	10,4%	0,0%
<b>Total</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

Dans l'hypothèse ci-dessus, à l'issue de l'Offre, Maubert remettra des actions Robertet à certains de ses actionnaires (membres de la famille Maubert) en contrepartie du rachat d'actions Maubert (voir Section 1.1.4 ci-dessus). A l'issue de ce rachat, la répartition du capital et des droits de vote de la Société serait (à titre indicatif) la suivante :

	Post-Rachat en actions		
	% Capital	% Actions	% DDV
<b>Maubert SA</b>	<b>31,9%</b>	<b>33,9%</b>	<b>54,8%</b>
Famille Maubert en direct	5,1%	5,4%	7,6%
Firmenich	19,9%	15,8%	11,7%
Givaudan	4,2%	4,4%	3,3%
Autres	29,2%	30,1%	22,6%
Actions autodétenues	9,8%	10,4%	0,0%
<b>Total</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

#### **2.4.2. Incidence sur les comptes de la Société**

Dans l'hypothèse d'un apport de 100 % à l'Offre, celle-ci aura pour incidence une diminution de la trésorerie nette d'un montant maximal de 200 millions d'euros avant prise en compte des frais de l'opération, en contrepartie d'une diminution des capitaux propres consolidés, conformément à la comptabilisation des actions auto-détenues en normes IFRS.

#### **2.4.3. Incidence sur la capitalisation boursière de la Société**

Sur la base du cours de clôture de l'action de Robertet au 5 juillet 2022 de 889 euros, la capitalisation boursière s'élevait à 2,056 millions d'euros, la Société ayant un nombre total de 2.312.775 actions et CI en circulation.

A l'issue de l'Offre, le capital restera inchangé et la Société détiendra 9,77 % de son capital (les actions auto-détenues ne distribueront pas de dividende aussi longtemps qu'elles resteront détenues par Robertet). En neutralisant ces actions auto-détenues, le nombre d'actions en circulation serait de 1.948.942, et le nombre de CI et de CDV demeurerait identique à 137.844. La capitalisation boursière de la Société s'élèverait, sur la base d'un cours de clôture de l'action de Robertet au 5 juillet 2022 de 889 euros, à 1,855 millions d'euros, en supposant que le cours de bourse de la Société ne sera pas impacté par l'Offre à l'issue de sa clôture.

### **3. ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX DE L'OFFRE**

Le prix proposé par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre (« Prix d'Offre ») est de 885€ par action, ce prix s'entend dividende détaché et n'est donc pas affecté par le détachement du 29 juin 2022 du dividende de 8€ par action décidé par l'assemblée générale du 14 juin 2022 au titre de l'exercice 2021.

Les éléments d'appréciation du Prix d'Offre présentés ci-dessous ont été préparés par Lazard Frères Banque et Portzamparc, agissant en tant qu'établissements présentateurs de l'Offre pour le compte de Robertet, à partir (i) d'informations publiques disponibles sur Robertet, son secteur d'activité et ses concurrents et (ii) d'informations communiquées par la Société. Ces informations n'ont fait l'objet d'aucune vérification indépendante de la part des établissements présentateurs.

Le Prix d'Offre a été analysé au regard d'une valorisation multicritère reposant sur les méthodes usuelles d'évaluation. La sélection des méthodes et références retenues a été établie en tenant compte des spécificités de l'Offre, de la Société, de sa taille, de ses performances économiques, de son secteur d'activité et du contexte économique.

Les informations, données chiffrées et analyses figurant dans la Note d'Information autres que les données historiques reflètent des informations prospectives, des anticipations et des hypothèses impliquant des risques, des incertitudes et d'autres facteurs, à propos desquels il ne peut être donné aucune garantie et qui peuvent conduire à ce que les faits réels ou les résultats diffèrent significativement de ce qui figure dans la Note d'Information.

### **3.1. Méthodologie d'évaluation**

#### **3.1.1. Méthodes et références d'évaluation retenues**

Afin d'apprécier le Prix d'Offre, l'analyse multicritère a été réalisée sur la base des méthodes d'évaluation et références suivantes :

- Méthodes d'évaluation :
  - o Approche intrinsèque :
    - Actualisation des flux de trésorerie futurs disponibles (méthode des *Discounted Cash Flows*, « DCF »)
  - o Approches analogiques :
    - Multiples des comparables boursiers
    - Multiples des comparables transactionnels
- Références de marché :
  - o Cours de bourse historique de Robertet
  - o Objectifs de cours des analystes

##### **a. Actualisation des flux de trésorerie disponibles**

La méthode DCF consiste à déterminer la valeur intrinsèque d'une société par l'actualisation des flux de trésorerie issus de son plan d'affaires à un taux reflétant l'exigence de rentabilité du marché vis-à-vis de la société (coût moyen pondéré du capital, « CMPC ») et en tenant compte d'une valeur de sortie (valeur terminale) à l'horizon de ce plan.

Cette méthode est particulièrement adaptée pour Robertet en raison de la prise en compte de la performance et des perspectives de développement de la société sur un horizon moyen / long-terme.

##### **b. Multiple des comparables boursiers**

La méthode des comparables boursiers consiste à déterminer la valeur d'une société par application des multiples observés sur un échantillon de sociétés cotées jugées comparables.

L'EBITDA est retenu comme agrégat de référence car reflétant au mieux la performance opérationnelle de la société.

Toutefois, cette méthode présente quelques limites dans le cadre d'une approche d'une valorisation de Robertet :

- l'univers de sociétés comparables est réduit
- la comparabilité est limitée entre Robertet et les sociétés identifiées dans l'échantillon du fait de la grande différence de taille, de modèle d'affaires et de diversification des activités.

##### **c. Multiple des comparables transactionnels**

La méthode des comparables transactionnels consiste à déterminer la valeur d'une société par application des multiples de valorisation extériorisés lors d'opérations récentes de rachat total ou partiel intervenues dans le secteur de l'entreprise évaluée.

L'EBITDA est retenu comme agrégat de référence car reflétant au mieux la performance opérationnelle de la société.

Cependant, il convient de noter que ces multiples incluent généralement une prime de contrôle qui en limite leur pertinence dans le cadre de l'évaluation de la présente Offre, cette dernière consistant à un rachat d'une participation minoritaire inférieure à 10% du capital. Un ajustement illustratif a été réalisé afin d'extourner cette prime des multiples de l'échantillon retenu et ainsi approximer des multiples sans prime, qui seraient plus pertinents dans le cadre de cette opération.

#### **d. Référence aux cours de bourse**

Les actions Robertet sont admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext à Paris sous le code ISIN FR0000039091.

Le cours de bourse étant une information accessible, traduisant les anticipations du marché, il constitue généralement une référence en matière de valorisation d'une société cotée sur un marché réglementé.

Bien que la liquidité du titre Robertet soit faible et que la couverture de recherche soit limitée (à 2 bureaux d'étude), la cotation en bourse du titre Robertet reste une indication pertinente de sa valorisation.

Il convient de noter que le titre Robertet s'est significativement apprécié suite à l'entrée de Firmenich fin 2019, puis par l'annonce d'une prise de participation par Givaudan début 2020. Ces événements ont créé une période de spéculation quant à une prise de contrôle possible. Cette spéculation s'est toutefois estompée lorsque la famille / holding familiale a depuis réaffirmé son contrôle et son intention de maintenir Robertet indépendante.

#### **e. Référence aux objectifs de cours des analystes**

Cette méthode consiste à analyser les objectifs de cours des analystes financiers couvrant Robertet. Les analystes publient périodiquement des notes incluant des cours cibles qui reflètent la performance relative attendue à un horizon de douze mois.

Cette référence est souvent considérée comme pertinente du fait de la connaissance fine qu'ont les analystes du secteur et de ses acteurs ainsi que de la société.

Le titre Robertet est couvert par deux bureaux d'étude (Bryan Garnier et Midcap Partners) qui publient régulièrement des notes de recherches sur la société.

### **3.1.2. Méthodes et références d'évaluation écartées**

#### **a. Actif Net Comptable (« ANC »)**

La méthode de l'Actif Net Comptable (« ANC ») est une méthode patrimoniale qui permet de valoriser une société sur la base de ses capitaux propres comptables.

Cette méthode n'est pas pertinente pour évaluer une société comme Robertet se situant dans une optique de continuité d'exploitation et ne prend en compte ni les capacités bénéficiaires, ni les perspectives de croissance de la société.

### **b. Actif Net Réévalué (« ANR »)**

La méthode de l'Actif Net Réévalué (« ANR ») consiste à évaluer la valeur de marché des différents actifs et passifs inscrits au bilan d'une société, en tenant compte des plus ou moins-values latentes.

Elle n'apparaît pas pertinente dans la mesure où elle ne tient pas compte de la génération de trésorerie future et ne vise pas à évaluer une entreprise se situant dans une perspective d'exploitation de long-terme dans laquelle les actifs n'ont pas vocation à être cédés.

### **c. Actualisation des dividendes futurs**

Cette méthode consiste à apprécier la valeur des fonds propres d'une société à partir de l'actualisation de ses dividendes futurs.

Elle n'a pas été retenue comme méthode de référence dans la mesure où elle repose sur le taux de distribution de dividendes et n'est pas nécessairement représentative de la capacité de la Société à générer des flux de trésorerie disponibles.

## **3.2. Eléments financiers utilisés pour les travaux d'évaluation**

### **3.2.1. Données et projections financières servant de base à l'évaluation**

Les travaux d'évaluation réalisés par les établissements présentateurs reposent sur :

- Les derniers éléments financiers historiques disponibles, à savoir les comptes consolidés audités de Robertet pour les exercices annuels arrêtés du 31 décembre 2017 au 31 décembre 2021
- Le dernier plan d'affaires établi par la Société pour la période 2022-2027 et communiqué en mai 2022 tout en prenant en compte la performance de la société des premiers mois de l'année 2022
- Des hypothèses et extrapolations des établissements présentateurs

La Société a construit son plan d'affaires sur la base des hypothèses suivantes :

#### Chiffre d'affaires

Sur la période 2021-2027, le chiffre d'affaires évolue à un taux de croissance annuel moyen de 6%, qui s'explique par un effet volume significatif et dans une moindre mesure, une augmentation des prix progressive reflétant la hausse des coûts des matières premières.

Ce chiffre d'affaires a été construit en tenant également compte des points suivants :

- Positionnement privilégié de Robertet dans le domaine du naturel, en pleine expansion compte tenu de la tendance croissante des entreprises et consommateurs à se tourner vers des produits naturels et biologiques
- Proportion croissante des grands comptes internationaux parmi les clients de Robertet, en quête de diversification de leurs fournisseurs et de produits naturels
- Nouveaux produits prévus dans la division *Health and Beauty* (« Santé et Beauté ») notamment

## EBITDA

La marge d'EBITDA 2022 tient compte de l'environnement inflationniste sur les marges et notamment de l'impact significatif des coûts des matières premières (la base de coûts fixes étant globalement maîtrisée) : elle s'élève à 18%, soit une baisse de c.-120bps par rapport à l'année 2021.

Sur les années suivantes du plan d'affaires, la marge d'EBITDA est en progression pour s'établir autour de 19% en 2027 grâce à l'hypothèse d'augmentation des prix raisonnable retenue permettant de plus que compenser la hausse des prix de l'énergie et des matières premières ; et ce grâce à la qualité des produits de Robertet et la capacité commerciale de ses équipes.

## Amortissements et dépréciations

Les amortissements et dépréciations sont en moyenne à 4% du chiffre d'affaires.

## Investissements

Les investissements sont en hausse progressive entre 2022 et 2027, passant de 3% du chiffre d'affaires à 4% en ligne avec la moyenne historique 2017-2020 et avec le secteur.

### **3.2.2. Eléments de passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des fonds propres**

Les éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres ont été établis à partir :

- De l'endettement financier net consolidé estimé au 30 juin 2022 ;
- D'autres éléments usuels d'ajustement calculés à partir du bilan consolidé au 31 décembre 2021.

## Endettement financier net

La situation d'endettement financier net au 30 juin 2022 s'établit sur la base des éléments suivants :

- Endettement brut de 113M€ composé de 98M€ de passifs financiers et de 15M€ de dettes locatives
- Trésorerie de 186M€ composée de la trésorerie et équivalents de trésorerie et des autres actifs financiers courants
  - Cette position de trésorerie est fondée sur la position au 31 décembre 2021 ajustée de l'estimation de trésorerie générée au premier semestre 2022 ainsi que du dividende annoncé le 20 avril 2022 (8€ par action) au titre de 2021 et détaché le 29 juin 2022.

## Autres éléments d'ajustement de la valeur d'entreprise, au 31 décembre 2021

- Provisions pour retraites à hauteur de 8M€ (après imposition à hauteur de 25.8% selon le taux d'IS France 2022 incluant la contribution sociale – source KPMG)
- Provisions pour risques et charges à hauteur de 3M€
- Participation dans les entreprises associées (Hitex SAS) à hauteur de 3M€ (valeur comptable)

- Titres de participations comptabilisés au prix de revient (placements à long terme de la filiale américaine Robertet Flavors) à hauteur de 3M€
- Intérêts minoritaires à hauteur de 0,2M€ (valeur comptable)
- Autres actifs financiers non courants à hauteur de 12M€ (dépôts et cautionnements, créances rattachées à des participations, autres titres immobilisés, prêts)

### 3.2.3. Nombre d'actions

Le nombre d'actions retenu dans le cadre des travaux d'appréciation de l'Offre est de 2,315,697 actions, correspondant à la somme de :

- 2,174,931 actions émises au 10 juin 2022
- 137,844 certificats d'investissement au 10 juin 2022
- 2,922 actions gratuites non attribuées définitivement.

## 3.3. Application des références et méthodes d'évaluations retenues

### 3.3.1. Actualisation des flux de trésorerie disponibles

#### *Hypothèses de détermination des flux de trésorerie prévisionnels*

L'approche par les flux de trésorerie actualisés a été réalisée sur la base (i) du plan d'affaires établi par le management pour la période 2022 à 2027 (hypothèses décrites précédemment) extrapolé sur 5 ans jusqu'en 2032 et (ii) d'hypothèse retenues par les établissements présentateurs présentées ci-dessous :

#### Chiffre d'affaires

La croissance du chiffre d'affaires tend linéairement vers 2,5% entre 2028 et 2032 (*i.e.* hypothèse de réduction de la croissance du chiffre d'affaires annuelle de 2,5% par rapport à 2027, en ligne avec les estimations établies par les analystes qui couvrent les sociétés du secteur).

#### EBITDA

La marge d'EBITDA tend linéairement vers 20% entre 2028 et 2032 (en ligne avec les marges du secteur), *i.e.* à un niveau qui se rapproche de celui du secteur.

#### Amortissements et dépréciations

Les amortissements et dépréciations sont en ligne avec les investissements entre 2028 et 2032.

#### Investissements

Les investissements sont en baisse progressive entre 2028 et 2032, passant de 4% du chiffre d'affaires en 2027 à 3% en 2032. Cette réduction reflète l'hypothèse de réduction de la croissance des ventes en fin de plan d'affaires.

#### Taux d'imposition normatif (hypothèse validée par la société)

Le taux d'imposition normatif s'établit à 25,8% (il est en ligne avec le taux applicable en France à partir de 2022 et reflète le taux effectif résultant du mix géographique des activités de la Société).

### Besoin en fonds de roulement (hypothèse validée par la société)

La variation du besoin en fonds de roulement est estimée à 35% de la variation du chiffre d'affaires sur la durée du plan d'affaires.

### ***Valeur terminale***

La valeur terminale a été déterminée en utilisant la formule de Gordon-Shapiro appliquée à un flux normatif estimé en fonction de diverses hypothèses :

- Un taux de croissance à l'infini de 2,5%, en ligne avec les estimations établies par les analystes qui couvrent les sociétés du secteur
- Une marge d'EBITDA considérée comme normative de 20%
- Des investissements à hauteur d'environ 3% du chiffre d'affaires
- Des amortissements et dépréciations en ligne avec les investissements
- Une variation du besoin en fonds de roulement de 35%
- Un taux d'imposition normatif de 25,8%

### ***Coût moyen pondéré du capital (« CMPC »)***

Les flux de trésorerie disponibles devant rémunérer les capitaux investis dans la Société par les apporteurs de ressources (tant actionnaires que créanciers), ils sont actualisés à un taux correspondant au coût de financement moyen exigé par l'ensemble de ces apporteurs : le coût moyen pondéré du capital (« CMPC »). Celui-ci est donc égal à la moyenne du coût des fonds propres et du coût de la dette, pondérée par leur importance relative en valeur dans le total des ressources de la Société.

Le coût des fonds propres est estimé sur la base de la formule du Modèle d'Evaluation des Actifs Financiers (« MEDAF ») selon laquelle le coût des fonds propres est la somme d'un taux sans risque correspondant au retour attendu sur un investissement sans risque de défaut et d'une prime de risque correspondant au surplus de rentabilité demandé par un investisseur eu égard au profil de risque de l'investissement. Cette prime de risque est calculée sur la base d'une prime de risque de marché pondérée par une mesure de la volatilité propre de la société (« bêta »).

Le calcul du CMPC fait ressortir un taux d'actualisation de 7,3%. Les éléments retenus dans le calcul sont les suivants :

- un taux sans risque de 1,9% fondé sur la moyenne 1 mois des OAT 10 ans calculé au 20 juin 2022 (Source : Bloomberg)
- une prime de risque de marché de 8,0% basée sur la moyenne 1 mois au 20 juin 2022 (Source : Bloomberg)
- un bêta désendetté de 0,72 calculé à partir de la moyenne sur 2 ans (base hebdomadaire) des bêtas désendettés des sociétés comparables du secteur (Givaudan, Symrise, IFF, Sensient) calculé au 20 juin 2022 (Source : Bloomberg, non ajusté)
- un coût de la dette avant impôt de 2,0%
- un gearing (ratio dette financière nette sur fonds propres) cible de 18,6% basé sur la moyenne du gearing 2021A des sociétés comparables du secteur (Givaudan, Symrise, IFF, Sensient)
- un taux d'impôt normatif de la Société en France de 25,8% pour 2022 (Source : KPMG).

## Conclusion

Sur la base des hypothèses décrites ci-dessus, la méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponibles extériorise, dans le cas central, une valeur d'entreprise de 1 945M€ soit une valeur par action de 875€ (pour un CMPC de 7,25% et un taux de croissance à l'infini de 2,5%). Le Prix d'Offre par action représente une prime de 1,2% par rapport à cette valeur.

Somme des flux actualisés	[M€]	635
Valeur terminale actualisée	[M€]	1 310
<b>Valeur d'entreprise</b>	<b>[M€]</b>	<b>1 945</b>
Dette financière nette et autres ajustements	[M€]	80
<b>Valeur des fonds propres</b>	<b>[M€]</b>	<b>2 025</b>
Nombre d'actions	[M]	2,3
<b>Valeur par action</b>	<b>[€]</b>	<b>875</b>

Le tableau suivant illustre la sensibilité de la valeur des fonds propres par action pour un taux d'actualisation de 6,75% à 7,75% et un taux de croissance à l'infini de 2,0% à 3,0%.

		Valeur induite des Fonds Propres par action				
		Taux de croissance à l'infini				
		2,00%	2,25%	2,50%	2,75%	3,00%
CMPC	6,75%	906	940	978	1 021	1 070
	7,00%	860	890	924	961	1 003
	7,25%	818	845	875	907	944
	7,50%	781	804	831	859	892
	7,75%	746	767	791	816	845

Cette analyse fait ressortir une valeur par action variant entre 804 et 961€ si l'on se concentre sur les cas à +/- 0,25% sur le taux de croissance et +/- 0,25% sur le CMPC. Le Prix d'Offre fait ressortir respectivement une prime/(décote) de 10,0% et (7,9)% par rapport à ces valeurs.

### 3.3.2. Comparables boursiers

#### Détermination de l'échantillon des comparables

Sur la base du paysage élargi des sociétés cotées du secteur des ingrédients, une sélection de comparables a été établie selon les principaux critères suivants :

- Exposition *business* principale aux arômes et parfums
- Exposition significative aux ingrédients naturels
- Présence géographique principalement en Europe et Amérique du Nord, où Robertet est le plus présent

Sur cette base, quatre sociétés ont été sélectionnées : Givaudan, IFF, Symrise et Sensient, qui sont des acteurs européens et américains, avec un cœur de métier historiquement concentré sur les arômes et parfums, et une exposition significative aux ingrédients naturels.

A noter que ces acteurs ne sont pas pleinement comparables à Robertet notamment du fait des différences significatives de taille, de modèle d'affaires moins intensifs en capital et de diversification des activités et géographies plus large que celle de Robertet.

## *Multiples*

Les multiples retenus sont ceux de la valeur d'entreprise (VE) rapportée à l'EBITDA (VE/EBITDA), qui sont communément utilisés par les analystes qui suivent ce secteur.

	Pays	Cap. boursière (Mds€)	Valeur d'entreprise (Mds€)	VE/EBITDA		
				2022E	2023E	NTM <sup>(1)</sup>
<b>Givaudan</b>	Suisse	30,4	35,0	23,2x	21,2x	22,2x
<b>IFF</b>	Etats-Unis	29,0	39,8	16,3x	14,7x	15,5x
<b>Symrise</b>	Allemagne	14,1	15,8	17,7x	16,4x	17,0x
<b>Sensient</b>	Etats-Unis	3,2	3,7	15,5x	14,3x	14,9x
<b>Moyenne</b>				<b>18,2x</b>	<b>16,7x</b>	<b>17,4x</b>
<b>Médiane</b>				<b>17,0x</b>	<b>15,5x</b>	<b>16,2x</b>

Notes :

- Valeur d'entreprise calculée sur les derniers éléments de bilan communiqués par les sociétés, capitalisations boursières sur la base du cours moyen pondéré de chaque société 1 mois (entre le 24 mai 2022 et le 24 juin 2022)
- EBITDA issus du consensus FactSet au 24 juin 2022
- Pour IFF et Sensient, les dettes locatives ne sont pas incluses dans la dette nette pour garantir la cohérence avec l'EBITDA qui est après charges locatives, conformément à la norme comptable ASC 842
- (1) « Next Twelve Months » : 12 prochains mois, considérés à fin juin 2022 dans le cadre de cette analyse

## *Application*

### **a. Application de la moyenne des multiples NTM des acteurs comparables**

L'application de la moyenne des multiples NTM à fin juin 2022 des comparables de Robertet de 17,4x à l'EBITDA NTM de 125M€ induit une valeur implicite par action de 974€. Le Prix d'Offre induit une décote de (9,1)% par rapport à cette valeur.

### **b. Valorisation implicite de Robertet sur la base de la décote historique par rapport aux principaux acteurs du secteur des arômes et parfums**

Bien que la spéculation quant à une offre imminente se soit estompée (étant donné que le contrôle familial a été réaffirmé), une approche minorante consisterait à appliquer au cours actuel la décote observée dans le marché préalablement à l'entrée au capital de Firmenich et Givaudan et qui s'expliquait notamment par la taille inférieure de Robertet et la moindre diversification de ses activités.

Le retraitement de la décote moyenne observée sur les 2 dernières années précédant l'entrée de Firmenich au capital de Robertet, soit 22%, au multiple moyen VE/EBITDA NTM actuel des comparables de 17,4x, suggère un multiple ajusté de 13,6x l'EBITDA NTM pour Robertet, induisant une valeur des fonds propres par action Robertet de 771€. Le Prix d'Offre fait ressortir une prime de 14,8% par rapport à cette valeur.

Multiple actuel moyen des acteurs comparables (VE/EBITDA NTM) [x]		17,4x
Moyenne 2 ans de la décote de Robertet vs. F&F (avant l'entrée de Firmenich)	[x]	(22%)
Multiple induit pour Robertet après décote	[x]	13,6x
EBITDA NTM de Robertet	[M€]	125
Valeur d'entreprise induite après décote	[M€]	1 706
(-) Dette nette et autres ajustements	[M€]	80
Valeur des capitaux propres induite après décote	[M€]	1 786
Nombre d'actions	[#M]	2,3
Valeur par action implicite	[€]	771

A noter qu'une approche alternative consistant à utiliser une décote de taille (Abaque de Grena) de c.20% aboutirait à des résultats similaires.

### 3.3.3. Comparables transactionnels

#### *Détermination de l'échantillon des comparables*

La sélection des transactions jugées pertinentes à intégrer dans l'échantillon des comparables a été établie sur la base de plusieurs critères :

- Activité : pertinence de l'offre des produits et des marchés-cibles (alimentaire, cosmétiques, etc.), avec un focus sur les segments sur lesquels Robertet est présent *i.e.* arômes, parfums, ingrédients naturels
- Géographie : siège social de la cible et exposition géographique de la cible principalement en Europe et/ou aux Etats-Unis, où Robertet est le plus présent
- Marge : marge d'EBITDA dans une fourchette similaire à celle de Robertet *i.e.* autour de 20%
- Type d'opération : transaction minoritaire
  - o Ce critère n'a pas été rempli, dans la mesure où la majorité des transactions pertinentes sont majoritaires et incluent donc une prime de contrôle implicite. Une seule transaction retenue est minoritaire mais inclut une prime car elle a été effectuée dans l'optique d'acquérir le contrôle à terme

#### **Multiples**

Les multiples retenus sont ceux de la valeur d'entreprise (VE) rapportée à l'EBITDA (VE/EBITDA).

Sur la base de l'échantillon des transactions comparables des 5 dernières années, deux moyennes ont été calculées :

- Une moyenne intégrant la prime de contrôle, soit 20,6x l'EBITDA (à titre indicatif dans le cadre de cet exercice)
- Une moyenne sans la prime de contrôle, soit 15,8x, calculée en extournant une prime illustrative de la valeur d'entreprise afin d'approximer des multiples sans prime
  - o La prime illustrative retenue correspond à une prime moyenne sur les acquisitions de plus de 90% du capital à l'annonce, soit 31,0% pour les acquisitions américaines et 20,8% pour les acquisitions européennes, d'après l'"Étude sur les primes de contrôle" de PwC publiée en janvier 2018

Date	Cible	Pays de la cible	Acquéreur	Part acquise	VE (M€)	VE/EBITDA avec prime	VE/EBITDA sans prime
mai-22	<b>Firmenich</b>	Suisse	DSM	Majo.	19 283	21,8x	17,2x
nov.-21	<b>Nactarome</b>	Italie	TA Associates	Majo.	520	19,6x	15,5x
déc.-20	<b>FONA International</b>	Etats-Unis	McCormick	Majo.	578	23,5x	16,3x
nov.-20	<b>Iberchem</b>	Espagne	Croda	Majo.	820	20,5x	16,2x
sept.-20	<b>Oterra</b>	Danemark	EQT	Majo.	800	22,9x	18,1x
déc.-19	<b>DuPont N&amp;B</b>	Etats-Unis	IFF	Majo.	23 568	17,8x	11,4x
mai-18	<b>Frutarom</b>	Israel	IFF	Majo.	5 959	20,3x	16,1x
mars-18	<b>Naturex</b>	France	Givaudan	Mino.	1 463	22,9x	18,1x
juil.-17	<b>Iberchem</b>	Espagne	Eurazeo	Majo.	405	16,2x	12,8x
					<b>Moyenne</b>	<b>20,6x</b>	<b>15,8x</b>
					<b>Médiane</b>	<b>20,5x</b>	<b>16,2x</b>

Notes :

- Givaudan-Naturex (mars 2018) : transaction effectuée en 2 étapes avec le rachat d'un bloc minoritaire suivi d'une prise de contrôle
- IFF-Frutarom (mai 2018) : multiple calculé sur la base de l'EBITDA 2018E tel que communiqué par IFF

### Application

Les multiples moyens induits par l'analyse des comparables transactionnels sont appliqués à l'EBITDA LTM (« Last Twelve Months » : 12 derniers mois) à fin juin 2022 de 119M€ afin d'obtenir la valeur d'entreprise de Robertet.

Le multiple moyen non retraité de l'échantillon s'établit à 20,6x EBITDA, mais inclut une prime de contrôle implicite (du fait d'opérations quasi-exclusivement majoritaires). Une fourchette de +/- 5% appliquée à ce multiple induit une valeur par action comprise entre 1 039 et 1 145€. Le Prix d'Offre induit une décote respectivement de (14,8%)% à (22,7%)% par rapport à ces valeurs.

La moyenne corrigée de l'incidence des primes de contrôle s'élèverait à 15,8x EBITDA. Une fourchette de +/-5% appliquée à ce multiple induit une valeur par action comprise entre 803 et 884€. Le Prix d'Offre induit une prime respectivement de 10,2% à 0,2% par rapport à ces valeurs.

### 3.3.4. Référence de valorisation par rapport aux cours de bourse sur différentes périodes

#### Actions ordinaires

L'analyse de l'évolution du cours de bourse de Robertet depuis 10 ans (graphique ci-dessous) montre que depuis l'entrée de Firmenich fin 2019 et Givaudan début 2020, le cours a connu une nette augmentation potentiellement impactée par une prime de spéculation quant à une prise de contrôle possible. Cette spéculation s'est toutefois estompée lorsque la famille / holding familiale a depuis réaffirmé son contrôle et son intention de maintenir Robertet indépendante.

Le prix moyen pondéré par les volumes (VWAP) a ainsi atteint 892€ par action sur les 12 derniers mois (post retraitement du détachement du dividende de 8€ par action annoncé le 20 avril 2022 et détaché le 29 juin 2022).

## Evolution du cours de bourse de Robertet sur les 10 dernières années

EUR/action	Aujourd'hui		Entrée de Firmenich	
	24-juin-22	Prime/décote vs. prix spot	26-sept.-19	Prime/décote vs. prix spot
<b>Spot</b>	859	-	718	(17%)
<b>VWAP<sup>(1)(2)</sup></b>				
<b>1M</b>	878	+2%	675	(22%)
<b>3M</b>	863	+0%	653	(25%)
<b>6M</b>	857	(0%)	614	(29%)
<b>12M</b>	892	+4%	587	(32%)

Notes :

- Cours au 24 juin 2022 retraités du dividende annoncé de 8€ par action au titre de 2021 (détaché le 29 juin 2022) ; prime et décotes pour la colonne « Aujourd'hui » calculées sur la base du cours spot retraité
- Cours, primes et décotes pour la colonne « Entrée de Firmenich » calculées sur la base du cours spot non retraité
- (1) VWAP : cours moyen pondéré par les volumes
- (2) Calculés depuis la veille de l'entrée de Firmenich pour la colonne « 26-sep-19 »

Les mouvements sur le titre Robertet sont faibles comme l'atteste le tableau ci-dessous :

- Le titre est environ 3 fois moins liquide que son marché de référence (CAC All-Share) sur 1 an
- Sur la base des volumes échangés sur 1 an ou 2 ans, environ 5 années seraient nécessaires à la rotation complète du flottant
- Sur la base des volumes échangés sur 3 ans, environ 3 ans sont nécessaires pour que les volumes échangés cumulés du titre Robertet atteignent 100% du flottant

		1M <sup>(1)</sup>	3M <sup>(2)</sup>	6M <sup>(3)</sup>	1A <sup>(4)</sup>	2A <sup>(5)</sup>	3A <sup>(6)</sup>
<b>Cours moyen pondéré par les volumes</b>	[€]	886	871	865	900	917	862
<b>Volume quotidien moyen traité sur le marché</b>	[# titres]	<b>586</b>	<b>483</b>	<b>730</b>	<b>519</b>	<b>453</b>	<b>724</b>
<i>En % du capital</i>	[%]	<b>0,03%</b>	<b>0,08%</b>	<b>0,03%</b>	<b>0,02%</b>	<b>0,02%</b>	<b>0,03%</b>
	[%]	0,17%	0,16%	0,16%	0,15%	0,17%	0,17%
<i>En % du flottant</i>	[%]	<b>0,10%</b>	<b>0,08%</b>	<b>0,12%</b>	<b>0,08%</b>	<b>0,07%</b>	<b>0,12%</b>
	[%]	0,29%	0,27%	0,28%	0,28%	0,30%	0,29%
<i>Nombre d'années nécessaires pour la rotation du flottant</i>	[%]	<b>4,2</b>	<b>5,0</b>	<b>3,3</b>	<b>4,7</b>	<b>5,4</b>	<b>3,4</b>
	[%]	1,4	1,4	1,4	1,4	1,3	1,4
<b>Volume cumulé traité sur le marché</b>	[# titres]	<b>14 072</b>	<b>32 383</b>	<b>95 636</b>	<b>136 038</b>	<b>236 707</b>	<b>567 972</b>
<i>En % du capital</i>	[%]	<b>0,6%</b>	<b>1,4%</b>	<b>4,1%</b>	<b>5,9%</b>	<b>10,2%</b>	<b>24,6%</b>
	[%]	4,2%	10,8%	21,1%	39,5%	88,1%	129,1%
<i>En % du flottant</i>	[%]	<b>2,3%</b>	<b>5,3%</b>	<b>15,6%</b>	<b>22,2%</b>	<b>38,6%</b>	<b>92,6%</b>
	[%]	6,9%	18,4%	37,0%	73,4%	153,1%	226,8%

XX% Moyenne simple des composants du CAC All-Share

Source : Factset au 24 juin 2022

Notes :

- Cours non retraités du dividende annoncé de 8€ par action au titre de 2021 (détaché le 29 juin 2022)

- (1) 1 mois au 24 mai 2022 ; (2) 3 mois au 24 mars 2022; (3) 6 mois au 24 décembre 2021 ; (4) 1 an au 24 juin 2021 ; (5) 2 ans au 24 juin 2020 ; (6) 3 ans au 24 juin 2019
- (2) Hypothèse 252 jours de cotation dans l'année

Deux analystes recherche actions couvrent Robertet et publient des notes de recherches présentant des objectifs de cours :

- Midcap Partners (objectif de cours au 15 juin 2022 de 1 100€ par action)
- Bryan Garnier (objectif de cours au 25 avril 2022 de 1 250€ par action)

### 3.4. Synthèse des éléments d'appréciation du Prix d'Offre

Sur la base des méthodes et référence de valorisation retenues ci-avant, le Prix d'Offre proposé de 885€ par action fait apparaître les primes / décotes suivantes :

Méthode d'évaluation ou référence boursière	Valeur (€ par action)	Prime / (Décote) induite par le Prix d'Offre
<b>Méthodes d'évaluation retenues</b>		
DCF - cas bas	804€	10,0%
DCF - cas central	875€	1,2%
DCF - cas haut	961€	(7,9%)
Comparables boursiers	771 - 974€	14,8% - (9,1%)
Comparables transactionnels (sans prime de contrôle)	803 - 884€	10,2% - 0,2%
Comparables transactionnels (avec prime de contrôle) - à titre indicatif	1 039 - 1 145€	(14,8%) - (22,7%)
<b>Références boursières retenues</b>		
Cours de bourse moyen pondéré par les volumes 3 mois retraité du dividende	863€	2,6%
Cours de bourse moyen pondéré par les volumes 1 mois retraité du dividende	878€	0,8%
Objectif de cours de Midcap Partners au 15 juin 2022	1 100	(19,5%)
Objectif de cours de Bryan Garnier au 25 avril 2022	1 250	(29,2%)

## 4. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

En application des articles 261-1, I, et 261-1, I 4° du règlement général de l'AMF, le cabinet Ledouble, représenté par représenté par Mme Agnès Piniot et M. Romain Delafont, a été désigné en qualité d'expert indépendant par le Conseil d'administration de la Société le 22 février 2022 afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

Ce rapport, en date du 6 juillet 2022, est reproduit dans son intégralité en Annexe 1 et fait partie intégrante de la présente Note d'Information.

## 5. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

### 5.1. Composition du Conseil d'administration

À la date du projet de note d'information, le Conseil d'administration de la Société est composé comme suit :

- M. Philippe Maubert, président du Conseil d'administration ;
- Mme Catherine Canovas, administrateur ;
- M. Christophe Maubert, administrateur ;
- Maubert, représentée par M. Elie Vannier, administrateur ;
- Mme Gilberte Lombard, administrateur indépendant ;
- M. Alain Moynot, administrateur indépendant ; et
- Mme Colette Robert, administrateur indépendant.

### 5.2. Avis motivé du Conseil d'administration

Le Conseil d'administration de la Société, lors de sa réunion du 7 juillet 2022, a rendu l'avis motivé suivant, à l'unanimité :

*« Le Conseil d'administration de Robertet (« **Robertet** » ou la « **Société** ») s'est réuni le 7 juillet 2022 à l'effet, conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** »), de rendre un avis motivé sur l'intérêt que représente, ainsi que sur les conséquences qu'aurait pour la Société, ses actionnaires et ses salariés, le projet d'offre publique d'achat simplifiée de la Société visant 225.989 actions de la Société et stipulé à un prix de 885 euros par action (dividende détaché, étant rappelé que l'assemblée générale du 14 juin 2022 a approuvé un dividende de 8 euros par action et par certificat d'investissement, qui a été détaché de l'action le 29 juin 2022 « ex-date » et mis en paiement le 1<sup>er</sup> juillet 2022) (l'« **Offre** »), réalisée dans le cadre du programme de rachat d'actions de la Société autorisé par l'assemblée générale mixte du 14 juin 2022.*

*L'ensemble des membres du Conseil d'administration était présent ou représenté à la réunion tenue par visioconférence.*

*Le Président rappelle que le Conseil d'administration a, lors de sa réunion du 22 février 2022, constitué un comité ad hoc (le « **Comité** ») chargé d'examiner les termes et conditions de d'une éventuelle offre de rachat d'actions par la Société si celle-ci venait à se concrétiser, et de proposer à cette fin au Conseil d'administration la nomination d'un expert indépendant conformément aux termes de l'article 261-1, I et 261-1, I 4° du règlement général de l'AMF. Le Comité était chargé, si une opération de rachat d'actions venait à se concrétiser, d'examiner les termes et conditions de l'Offre et de superviser les travaux conduits par l'expert indépendant conformément à la réglementation applicable.*

*Le Comité était initialement composé de trois membres que sont M. Lionel Picolet, administrateur non-indépendant, Mme Gilberte Lombard, administrateur indépendant, et M. Alain Moynot, administrateur indépendant, lequel a été désigné président du Comité par le Conseil d'administration. Suite au départ à la retraite de M. Lionel Picolet et à sa démission du Conseil*

*d'administration de la Société le 14 juin 2022, le Comité est désormais composé de deux membres indépendants.*

*Le Président rappelle également que lors de sa réunion du 30 juin 2022, le Conseil d'administration a approuvé, dans son principe, le projet d'Offre, sous réserve des travaux de l'expert indépendant.*

*Au cours de cette séance du 7 juillet 2022, le Conseil d'administration de la Société a pris connaissance (i) de l'ensemble des termes de l'opération envisagée, telle que présentée dans le projet de note d'information établi par la Société qui contient notamment les caractéristiques de l'Offre, les motifs et intentions de la Société et les éléments d'appréciation du prix de l'Offre établis par Lazard Frères Banque et (ii) du rapport établi par le cabinet Ledouble, représenté par Mme Agnès Piniot et M. Romain Delafont, agissant en qualité d'expert indépendant, en application de l'article 261-1, I et 261-1, I 4° du règlement général de l'AMF concluant au caractère équitable du prix offert dans le cadre de l'Offre, à savoir 885 euros, dividende de 8 euros par action au titre de l'exercice 2021 détaché le 29 juin 2022.*

### **1. Désignation de l'expert indépendant**

*Le Comité, lors de sa première réunion du 22 février 2022, a sélectionné le profil du cabinet Ledouble au regard principalement (i) de l'absence de lien présent ou passé entre celui-ci et la Société susceptible d'affecter son indépendance, (ii) de son expérience récente sur des opérations de marché de taille significative, (iii) des termes financiers de sa proposition d'intervention, et (iv) plus généralement, de sa réputation professionnelle et des moyens humains et matériels dont il dispose pour effectuer sa mission.*

*Le cabinet Ledouble a confirmé ne pas être en situation de conflit d'intérêts avec les différents intervenants et disposer des moyens matériels suffisants et de la disponibilité nécessaire pour réaliser sa mission dans la période considérée.*

*Compte tenu de ce qui précède, le Comité a recommandé au Conseil d'administration, le 22 février 2022, de désigner le cabinet Ledouble pour agir en qualité d'expert indépendant si l'opération envisagée venait à se concrétiser.*

*Lors de sa réunion du 22 février 2022, le Conseil d'administration de la Société a ainsi, sur recommandation du Comité, désigné le cabinet Ledouble, représenté par Mme Agnès Piniot et M. Romain Delafont, en qualité d'expert indépendant en application des dispositions de l'article 261-1, I et 261-1, I 4° du règlement général de l'AMF, avec pour mission de préparer un rapport sur les conditions financières de l'Offre si celle-ci venait à se réaliser.*

### **2. Travaux du Comité et du Conseil et interactions avec l'expert indépendant**

*M. Alain Moynot, en sa qualité de président du Comité, rend ensuite compte de sa mission et résume ci-après succinctement les travaux accomplis par le Comité dans ce cadre :*

- le 22 février 2022, le Comité a décidé de proposer le cabinet Ledouble comme expert indépendant comme évoqué ci-dessus. Le Conseil d'administration s'est ensuite réuni et a, suivant la recommandation du Comité, désigné le cabinet Ledouble en qualité d'expert indépendant ;*

- le 20 juin 2022, le Comité s'est réuni par visioconférence, en la présence de l'expert indépendant, et a fait un point sur la composition du Comité après la démission de M. Lionel Picolet. L'expert indépendant a présenté ses premières diligences et échangé avec les membres du Comité sur ses travaux ;
- le 22 juin 2022, le Comité s'est réuni par visioconférence, en la présence de l'expert indépendant, afin d'étudier les accords connexes à l'Offre, à savoir un accord relatif à la mise en place d'une fenêtre exceptionnelle de liquidité au profit de certains actionnaires de la société Maubert SA et un pacte d'actionnaires entre les actionnaires de la Société Maubert SA. Le Comité a fait également un point sur le calendrier de l'opération et sur le programme de travail de l'expert indépendant.
- le 24 juin 2022, le Comité s'est réuni par visioconférence, en la présence de l'expert indépendant, afin d'étudier le plan d'affaires de la Société.
- le 30 juin 2022, le Conseil d'administration s'est réuni par visioconférence et a approuvé à l'unanimité, dans son principe, le projet d'Offre, a fixé le prix de l'Offre et a autorisé, en conséquence, la conclusion d'un crédit bancaire amortissable d'un montant de 190 millions euros d'une maturité de 5 ans et la publication d'un communiqué de presse d'annonce de l'opération. Le Conseil d'administration a, par la même occasion, approuvé, à l'unanimité, le plan d'affaires de la Société et sa nouvelle politique de dividende visant une augmentation progressive de ratio de distribution (dividende/bénéfice net distribuable) à environ 40% d'ici à l'exercice 2024, sous réserve des besoins exigés par les engagements financiers et les besoins d'investissement de la Société ;
- le 4 juillet 2022, le Comité s'est réuni par visioconférence, en la présence de l'expert indépendant, afin d'étudier les éléments d'appréciation du prix de l'Offre et d'établir un projet d'avis motivé. Le Comité a relu en séance le projet de rapport de l'expert indépendant. L'expert indépendant a indiqué notamment que le prix de 885 euros par action (dividende de 8 euros détaché) s'inscrit dans la fourchette de valorisation et que, sous réserve de la finalisation de ses travaux, son projet de rapport concluait au caractère équitable de l'Offre d'un point de vue financier. Le Comité a également établi son projet d'avis motivé, sous réserve de lecture du rapport définitif de l'expert indépendant ;
- le 7 juillet 2022, le Comité s'est réuni par visioconférence en amont du Conseil d'administration chargé de rendre son avis motivé sur l'Offre avec la participation de l'expert indépendant. Le Comité a procédé à la revue du rapport définitif de ce dernier et a finalisé ses recommandations au Conseil d'administration relativement à son avis sur l'Offre ;
- le Comité s'est notamment assuré que l'expert indépendant a eu en sa possession l'ensemble des informations utiles pour l'exécution de sa mission et qu'il avait été à même de mener ses travaux dans des conditions satisfaisantes ; et
- le Comité a fait le constat de l'absence de réception de questions ou de réflexions d'actionnaires qui lui auraient été adressées ou qui auraient été adressées à l'expert indépendant.

*Le Comité indique en outre ne pas avoir été informé ou relevé d'éléments de nature à remettre en cause le bon déroulement des travaux de l'expert indépendant.*

*Le Comité a relevé que le plan d'affaires du groupe Robertet transmis à l'expert indépendant est celui arrêté le 30 juin 2022 par le Conseil d'administration, qu'il traduit la meilleure estimation possible des prévisions de la Société au regard de l'environnement à date et des performances financières de la Société pour le 1<sup>er</sup> semestre 2022 et qu'il n'existe pas d'autres données prévisionnelles pertinentes.*

*Le Comité a pris acte du fait que la société Maubert, administrateur et actionnaire de contrôle de Robertet, (qui détenait 41,97 % du capital et 60,99 % des droits de vote théoriques de la Société au 30 juin 2022<sup>15</sup>) avait déclaré avoir l'intention d'apporter ses actions Robertet à l'Offre et que les autres administrateurs n'avaient pas l'intention d'apporter leurs actions (s'ils en détiennent) à l'Offre.*

### **3. Synthèse et conclusion du rapport de l'expert indépendant**

*Ainsi qu'il est indiqué ci-dessus, le Comité a pu échanger à plusieurs reprises avec l'expert indépendant et assuré le suivi de ses travaux.*

*Le cabinet Ledouble, représenté par Mme Agnès Piniot et de M. Romain Delafont, résume alors la synthèse et la conclusion de ses travaux au Conseil d'administration :*

*« Conformément au champ de saisine de l'Expert Indépendant (§ 1.4.1), nous nous sommes attachés à vérifier :*

- le caractère équitable des conditions financières de l'Offre au regard de la valeur de l'Action issue de l'évaluation Multicritère ;*
- l'absence de dispositions dans les Accords et Opérations Connexes susceptibles de préjudicier aux intérêts des Actionnaires Minoritaires.*

*Nous rappelons que nous apprécions le Prix de l'Offre par référence aux conditions financières de l'Offre et à l'évaluation de l'Action dans les circonstances actuelles, lesquelles, par définition, diffèrent des conditions dans lesquelles les Actionnaires Minoritaires ont pu, au cas par cas, acquérir leurs Actions.*

*Les Actionnaires Minoritaires bénéficient d'une liquidité de leurs Actions au Prix de l'Offre de 885 €, que nous avons examiné dans le contexte du programme de rachat d'Actions dans lequel s'inscrit l'Offre.*

*Le Prix de l'Offre se positionne dans les fourchettes de valeurs obtenues à l'issue de notre Évaluation Multicritère et extériorise une légère prime par rapport à la valeur conventionnelle de l'Action retenue pour les besoins de la Transaction Subséquente. L'absence de prime significative*

---

<sup>15</sup> Sur la base d'un nombre total de 2.312.775 actions et certificats d'investissement, et 3.396.644 droits de vote théoriques au 30 juin 2022.

*extériorisée par le Prix de l'Offre sur les estimations de la valeur de l'Action permet de limiter l'incidence du rachat d'actions sur :*

- la trésorerie nette de la Société ;*
- la valeur unitaire des Titres restant en circulation à l'issue de l'Offre.*

*Les Accords et Opérations Connexes n'emportent pas de conséquence sur notre appréciation de l'équité du Prix de l'Offre (§ 5).*

*Nous n'avons pas reçu de courrier, ni de courriel, de la part d'actionnaires minoritaires et il ne nous en a pas été signalé par la Direction ou par les services de l'AMF (§ 6).*

*Conclusion*

*À l'issue de nos travaux d'évaluation, nous sommes d'avis que le Prix de l'Offre de l'Action de 885 € est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de Robertet apportant leurs Actions à l'Offre.*

*Nous n'avons pas relevé dans les Accords et Opérations Connexes de disposition susceptible de porter préjudice aux intérêts des Actionnaires Minoritaires dont les Actions sont visées par l'Offre. »*

#### **4. Conclusions et recommandations du Comité**

*Le 7 juillet 2022, le Comité a finalisé, au regard notamment du rapport définitif de l'expert indépendant, sa recommandation au Conseil d'administration. Il a constaté que :*

- l'Offre représente une opportunité de liquidité immédiate partielle pour l'ensemble des actionnaires de la Société qui apporteront leurs titres à l'Offre, au prix de 885 euros par action, coupon 2021 détaché ; étant précisé que ce prix offre extériorise une prime de 5% par rapport au cours de clôture du 30 juin 2022 et de 0,8% et de 2,6% sur les moyennes pondérées par les volumes des cours de bourse sur une période d'un mois et de trois mois avant cette date<sup>16</sup> ;*
- l'expert indépendant a relevé que le prix offert s'inscrit dans la fourchette des valeurs obtenues pour l'ensemble des critères examinés et des méthodes d'évaluation mises en œuvre, à l'exception des cours cibles publiés par les analystes, et que l'absence de prime significative permet de limiter l'incidence du rachat d'actions sur la valeur unitaire des titres de la Société restant en circulation à l'issue de l'Offre ;*
- l'Offre rapproche la structure financière de la Société de celle de ses pairs tout en maintenant son levier financier à un niveau significativement inférieur à ceux-ci ;*
- compte tenu du prix de l'Offre, celle-ci n'impose pas aux actionnaires qui souhaitent demeurer actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre pour se prémunir*

---

<sup>16</sup> Cours de bourse retraités du dividende pour l'exercice 2021.

*d'une dilution ; de même elle n'affecte pas les droits des porteurs de certificats d'investissement ou les porteurs de certificats de droits de vote ; les actionnaires et les porteurs de certificats d'investissement bénéficieront en outre de la nouvelle politique de distribution de dividende visant un accroissement progressif du ratio de distribution de la Société à 40 % sur les trois prochaines années, sous réserve des besoins exigés par les engagements financiers et les besoins d'investissement de la Société ;*

- *L'Offre n'affectera pas la politique industrielle, commerciale et financière de la Société ; elle offrira une flexibilité à cette dernière pour ce qui concerne d'éventuelles opérations de croissance externe ;*
- *L'Offre, sans conséquence sur l'orientation en matière d'emploi, augmentera la flexibilité de la Société pour mettre en place si elle le souhaite des dispositifs d'actionnariat salarié, des attributions gratuites d'actions ou d'options de souscription d'actions ;*
- *A l'issue de l'Offre, la société Maubert SA (dont le capital est détenu par les membres de la famille Maubert) maintiendra son contrôle sur la Société, gage d'indépendance et de stabilité pour cette dernière ;*
- *L'Offre, plafonnée à 9,77% du capital de la Société, n'aura pas de conséquence sur la cotation des actions, des certificats d'investissement et des certificats de droit de vote de la Société sur Euronext Paris.*

*En conclusion de quoi :*

- *le Comité a pris acte des éléments qui résultent des intentions et objectifs déclarés par la Société dans son projet de note d'information ;*
- *le Comité a examiné l'intérêt du projet d'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés et a considéré que le projet d'Offre était conforme aux intérêts de chacun et qu'elle constituait une opportunité de cession satisfaisante pour les actionnaires souhaitant bénéficier d'une liquidité immédiate partielle ;*
- *à la suite de sa réunion du 7 juillet 2022, il recommande au Conseil d'administration de se prononcer dans ce sens.*

#### ***Avis motivé du Conseil d'administration***

*Le Conseil d'administration prend acte des travaux du Comité et des recommandations de ce dernier sur l'Offre ainsi que des conclusions de l'expert indépendant.*

*Au vu des éléments soumis et notamment (i) des intentions exprimées par la Société, (ii) des éléments de valorisation préparés par Lazard Frères Banque et Portzamparc, (iii) des travaux du Comité, (iv) des conclusions du rapport de l'expert indépendant, et (v) plus généralement, des éléments figurant ci-dessus, le Conseil d'administration décide à l'unanimité après en avoir délibéré :*

- *d'approuver, en vertu de l'autorisation d'opérer sur ses propres actions qui lui a été conférée par la vingt-deuxième résolution de l'assemblée générale mixte des actionnaires du 14 juin 2022, en application de l'article L.22-10-62 du Code de commerce, l'offre qui sera faite aux actionnaires de la Société de leur racheter leurs actions, dans la limite d'un nombre maximum de 225.989 actions de la Société, dans le cadre du programme de rachat d'actions de la Société approuvé par ladite assemblée générale des actionnaires, sous la forme d'une offre publique d'achat simplifiée ;*
- *d'approuver le projet d'Offre portant sur un nombre maximum de 225.989 actions de la Société pour un prix de 885 euros par action selon les modalités et conditions qui viennent d'être exposées ;*
- *d'affecter les actions rachetées dans le cadre de l'Offre aux deux objectifs suivants :*
  - *leur attribution ou cession aux salariés et mandataires sociaux de la Société et des sociétés liées, dans les conditions et selon les modalités prévues par la loi française ou étrangère, notamment dans le cadre de la participation aux fruits de l'expansion de l'entreprise, d'attributions gratuites d'actions, de tous plans d'actionnariat des salariés ainsi que de réaliser toute opération de couverture afférente aux plans d'actionnariat des salariés précités ; et*
  - *leur conservation et remise ultérieure (à titre de paiement, d'échange ou autre) dans le cadre d'opérations de croissance externe, de fusion, de scission ou d'apport, dans la limite de 5% du capital.*
- *de prendre acte que le Conseil d'administration se prononcera sur l'affectation des actions rachetées à l'issue de l'Offre entre les deux objectifs susvisés ;*
- *de reprendre à son compte, en tout point, les observations, conclusions et recommandations du Comité ;*
- *d'émettre un avis favorable sur le projet d'Offre tel qu'il lui a été présenté ;*
- *de recommander en conséquence aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre s'ils souhaitent bénéficier d'une liquidité immédiate ;*
- *d'approuver le projet de note d'information de la Société ;*
- *d'autoriser, en tant que de besoin, le directeur général à l'effet de :*
  - *finaliser le projet de note d'information relatif à l'Offre, ainsi que tout document qui serait nécessaire dans le cadre de l'Offre, et notamment le document « Autres Informations » relatif aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société ;*
  - *préparer, signer et déposer auprès de l'AMF toute la documentation requise dans le cadre de l'Offre ;*
  - *signer toutes attestations requises dans le cadre de l'Offre ; et*

- *plus généralement, prendre toutes dispositions et toutes mesures nécessaires ou utiles à la réalisation de l'Offre, en ce compris conclure et signer, au nom et pour le compte de la Société, toutes opérations et documents nécessaires et afférents à la réalisation de l'Offre, notamment tout communiqué de presse. »*

## **6. MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE**

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, le document contenant les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de Robertet sera déposé auprès de l'AMF et mis à la disposition du public selon des modalités propres à en assurer une diffusion effective et intégrale, au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre.

## **7. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE D'INFORMATION**

### ***Pour la Société***

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

**Monsieur Philippe Maubert**  
*Président du Conseil d'administration*

**Monsieur Jérôme Bruhat**  
*Directeur Général*

### ***Pour les établissements présentateurs de l'Offre***

*« Conformément à l'article 231-18 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers, Lazard Frères Banque et Portzamparc, établissements présentateurs de l'Offre, attestent qu'à leur connaissance, la présentation de l'Offre qu'il a examinée sur la base des informations communiquées par Robertet et les éléments d'appréciation du prix proposé, sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »*

**Lazard Frères Banque**  
**Monsieur Christian Benezit**  
*Directeur Général*

**Portzamparc**  
**Monsieur Vincent le Sann**  
*Directeur Général Adjoint*

**Annexe 1**

*Rapport de l'expert indépendant*



# Ledouble

## ROBERTET

37, Avenue Sidi Brahim  
06130 Grasse

### OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIÉE

### ATTESTATION D'ÉQUITÉ

Ledouble SAS – 8, rue Halévy – 75009 PARIS  
Tél. 01 43 12 84 85 – E-mail [info@ledouble.fr](mailto:info@ledouble.fr)

Société d'expertise comptable et de commissariat aux comptes  
Inscrite au Tableau de l'Ordre des experts comptables et à la Compagnie des commissaires aux comptes de Paris  
Société par actions simplifiée au capital de 438 360 €  
RCS PARIS B 392 702 023 – TVA Intracommunautaire FR 50 392 702 023



## SOMMAIRE

<b>1.</b>	<b><u>INTRODUCTION</u></b>	<b>6</b>
1.1.	Contexte et termes de l'Opération	6
1.2.	Périmètre de l'Offre	7
1.3.	Financement de l'Offre	8
1.4.	Contours de la Mission	8
1.5.	Diligences effectuées	9
1.6.	Limites de la Mission	10
1.7.	Plan du Rapport	11
1.8.	Conventions de présentation	11
<b>2.</b>	<b><u>PRÉSENTATION DU GROUPE ET DE SON MARCHÉ</u></b>	<b>12</b>
2.1.	Présentation de Robertet	12
2.2.	Analyse historique de la performance du Groupe	20
2.3.	Structure bilancielle	24
2.4.	Matrice SWOT	27
<b>3.</b>	<b><u>ÉVALUATION MULTICRITÈRE</u></b>	<b>28</b>
3.1.	Données structurant l'Évaluation Multicritère	28
3.2.	Critères et méthodes d'évaluation écartés	31
3.3.	Références boursières	31
3.4.	Manifestations d'intérêt récentes	35
3.5.	Valeur implicite de l'Action dans le cadre de la Transaction Subséquente	36
3.6.	Critères et méthodes d'évaluation retenus pour l'Action	36
3.7.	Synthèse de l'Évaluation Multicritère	43
<b>4.</b>	<b><u>ANALYSE DES ÉLÉMENTS DE VALORISATION DES ÉTABLISSEMENTS PRÉSENTATEURS</u></b>	<b>45</b>
4.1.	Critères et méthodes d'évaluation retenus	45
4.2.	Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres	45
4.3.	Paramètres d'actualisation	46
4.4.	Références boursières	46
4.5.	Valorisation intrinsèque par actualisation des flux prévisionnels de trésorerie	46

4.6.	Valorisation analogique par les Comparables Boursiers	47
4.7.	Valorisation analogique par les Transactions Comparables	48
4.8.	Synthèse de la comparaison des éléments de valorisation	48
<b>5.</b>	<b><u>ANALYSE DES ACCORDS ET OPÉRATIONS CONNEXES</u></b>	<b>49</b>
5.1.	Accord de Liquidité	49
5.2.	Pacte d'Actionnaires	49
<b>6.</b>	<b><u>OBSERVATIONS FORMULÉES PAR LES ACTIONNAIRES MINORITAIRES</u></b>	<b>50</b>
<b>7.</b>	<b><u>SYNTHÈSE</u></b>	<b>51</b>
<b>8.</b>	<b><u>CONCLUSION</u></b>	<b>52</b>
	<b><u>ANNEXES</u></b>	<b>53</b>

## GLOSSAIRE, SIGLES ET ACRONYMES

Accord de Liquidité	Accord de liquidité conclu entre les actionnaires de Maubert en date du 30 juin 2022
Accords et Opérations Connexes	Accords et opérations connexes à l'Offre relevant de l'article 261-1 I 4° du règlement général de l'AMF
Actionnaires Minoritaires	Actionnaires autres que Maubert, dont les Actions sont visées par l'Offre
Action(s)	Action(s) de la Société
AMF	Autorité des Marchés Financiers
ANC	Actif Net Comptable
ANR	Actif Net Réévalué
Attestation d'Équité	Conclusion du Rapport
BFR	Besoin en Fonds de Roulement
CAF	Capacité d'autofinancement
Capex	Investissements ou <i>Capital Expenditures</i>
Certificats	Certificats d'Investissement et Certificats de Droit de Vote
Certificats de Droit de Vote (CDV)	Certificats de droit de vote émis par la Société
Certificats d'Investissement (CI)	Certificats d'investissement émis par la Société
CFO	<i>Cash-flow</i> opérationnel
CMPV	Cours Moyen Pondéré par les Volumes
Comité Ad Hoc	Comité au sein du Conseil d'Administration en charge du suivi des travaux de l'Expert Indépendant et de la préparation d'un projet d'avis motivé
Comparables Boursiers	Panel de sociétés constitué pour l'évaluation analogique du Groupe et de l'Action par les multiples boursiers
Conseil d'Administration	Conseil d'administration de la Société
Conseil juridique de la Société	Darros Villey Maillot Brochier A.A.R.P.I.
Date de Référence Boursière	Dernier jour de cotation avant l'annonce de l'Offre
DCF	<i>Discounted Cash Flow</i>
Direction	<i>Management</i> de la Société
EBITDA	<i>Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation &amp; Amortization</i>
EBIT	<i>Earnings Before Interests &amp; Taxes</i>
Établissements Présentateurs	Lazard Frères et Portzamparc
Évaluation Multicritère	Évaluation multicritère du Groupe et de l'Action
Expert Indépendant	Ledouble

FCF	Flux de trésorerie disponible ou <i>free cash-flow</i>
Groupe	La Société et ses filiales
IFRS	<i>International Financial Reporting Standards</i>
Ledouble	Ledouble SAS
Maubert	Maubert SA
Mission	Expertise Indépendante de Ledouble dans le cadre de l'Offre
OAT	Obligations Assimilables du Trésor
Offre	Offre Publique d'Achat Simplifiée initiée par la Société sur une part minoritaire de son capital
Opération	Offre et Transaction Subséquente
Pacte d'Actionnaires	Pacte d'actionnaires conclu entre les actionnaires de Maubert en date du 30 juin 2022
Pb	Point(s) de base
PER	<i>Price earning ratio</i>
Période Explicite	2022-2027
Plan d'Affaires	Plan d'affaires établi par la Direction et approuvé par le Conseil d'Administration du 30 juin 2022
Prix de l'Offre	885 € par Action
Projet de Note d'Information	Projet de note d'information établi par la Société
Rapport	Présent rapport établi par Ledouble
R&D	Recherche et développement
Société	Robertet SA
SWOT	<i>Strengths, Weaknesses, Opportunities, Threats</i>
Titres	Actions et Certificats
Transactions Comparables	Panel de transactions constitué pour l'évaluation analogique du Groupe et de l'Action par les multiples transactionnels
Transaction Subséquente	Rachat par Maubert de ses propres actions auprès de ses actionnaires par l'utilisation des produits de cession de l'Offre
Trésorerie Nette Ajustée	Trésorerie nette comptable ajustée de certains actifs et/ou passifs ayant une incidence sur la valeur de l'Action
UGT	Unité(s) génératrice(s) de trésorerie
WACC	<i>Weighted Average Cost of Capital</i>

## 1. Introduction

Dans la perspective de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée initiée par la société Robertet (la « **Société** ») sur une part minoritaire de son capital (l'« **Offre** »), nous rendons compte dans le présent rapport (le « **Rapport** ») de l'ensemble des diligences que nous avons réalisées dans le cadre de l'Opération telle que présentée ci-après (§ 1.1), et au titre de laquelle Ledouble SAS (« **Ledouble** ») a été désigné le 22 février 2022<sup>1</sup> par le conseil d'administration de la Société (le « **Conseil d'Administration** »), sur recommandation du comité ad hoc (le « **Comité Ad Hoc** »), en qualité d'expert indépendant (la « **Mission** »).

L'attestation d'équité telle que définie aux termes de l'article [262-1](#)<sup>2</sup> du règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF), en conclusion du Rapport (l'« **Attestation d'Équité** »), porte sur le caractère équitable des conditions et modalités financières de l'Offre pour les actionnaires minoritaires de la Société (les « **Actionnaires Minoritaires** »), envisagée au prix de **885 €** par action<sup>3</sup> (le « **Prix de l'Offre** »).

### 1.1. Contexte et termes de l'Opération<sup>4</sup>

L'Offre est mise en œuvre dans le cadre du programme de rachat d'actions de la Société, autorisé par l'assemblée générale mixte du 14 juin 2022. Le Conseil d'Administration a décidé, en vertu de l'autorisation dont il bénéficiait<sup>5</sup>, de proposer aux actionnaires de la Société de leur racheter leurs actions (les « **Actions** » et, unitairement, l'« **Action** ») dans la limite de 10% du capital, sous la forme d'une offre publique d'achat simplifiée<sup>6</sup>.

Cette décision, soutenue par la société Maubert, holding familiale et actionnaire de référence de Robertet (« **Maubert** »), conduira la Société à disposer d'actions propres qui pourront être utilisées dans le cadre de plans d'actionnariat ou d'opérations de croissance externe<sup>7</sup>.

Maubert, qui détient 42,0% du capital et 61,0% des droits de vote théoriques de la Société (§ 1.2), a fait part de son intention d'apporter ses Actions à l'Offre, et ce pour un nombre maximal d'Actions correspondant au nombre total d'Actions visées par l'Offre<sup>8</sup>.

---

<sup>1</sup> La Société nous a par la suite adressé, en application de l'article 1 de l'instruction AMF n°[2006-08](#), une lettre nous précisant le fondement réglementaire de notre désignation ainsi que les éventuelles situations de conflit d'intérêts identifiées.

<sup>2</sup> Extrait de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF :

« I. - L'expert indépendant établit un rapport sur les conditions financières de l'offre ou de l'opération dont le contenu est précisé par une instruction de l'AMF. Ce rapport contient notamment la déclaration d'indépendance mentionnée au II de l'article 261-4, une description des diligences effectuées et une évaluation de la société concernée. La conclusion du rapport est présentée sous la forme d'une attestation d'équité.

Aucune autre forme d'opinion ne peut être qualifiée d'attestation d'équité. [...] ».

<sup>3</sup> Ce prix s'entend dividende détaché, étant rappelé que l'assemblée générale du 14 juin 2022 a décidé le versement d'un dividende de 8 € par Action au titre de l'exercice 2021. Le détachement du dividende est intervenu le 29 juin 2022.

<sup>4</sup> L'Opération intègre l'Offre et la Transaction Subséquente (l'« **Opération** »).

<sup>5</sup> Autorisation conférée par la vingt-deuxième résolution de l'assemblée générale mixte des actionnaires de la Société, en date du 14 juin 2022.

<sup>6</sup> L'Offre est réalisée conformément aux dispositions du Titre III du livre II et plus particulièrement des articles 233-1 6° et suivants du règlement général de l'AMF.

<sup>7</sup> La Société affectera les actions acquises aux besoins de la remise ultérieure d'actions à ses salariés et dirigeants et à leur utilisation dans le cadre d'opérations de croissance externe.

<sup>8</sup> En fonction du nombre d'Actions présentées à l'Offre par l'ensemble des actionnaires et du ratio de réduction proportionnel qui en résultera, Maubert apportera ainsi entre 44,6% et 100% des Actions visées par l'Offre. Le nombre d'Actions apportées par l'ensemble des actionnaires représentera, en tout état de cause, 9,77% du capital de la Société.

La holding familiale prévoit d'utiliser les produits de cession de l'Offre pour racheter, au cours du second semestre 2022, une partie de ses propres actions<sup>9</sup> auprès de ses actionnaires, pour un montant d'environ 200 M€ (la « **Transaction Subséquente** »). Dans l'hypothèse où les produits de cession issus de l'Offre perçus par Maubert seraient d'un montant inférieur, le solde du prix de rachat par Maubert sera payé par la remise d'actions de la Société.

L'Offre a été annoncée par voie de communiqué de presse de la Société en date du [30 juin 2022](#).

La Société a établi un projet de note d'information (le « **Projet de Note d'Information** ») auquel nous nous référons ci-après.

## 1.2. Périmètre de l'Offre

À la connaissance de la Société<sup>10</sup>, la structure de son capital se présente comme suit :

### Structure du capital et des droits de vote de la Société

Composition	Actions	CI	% capital	CDV	% droits de vote
Maubert SA	970 578	14	42,0%	137 223	61,0%
Autres membres du groupe familial Maubert	116 976	12	5,1%	-	6,6%
<b>Groupe familial Maubert</b>	<b>1 087 554</b>	<b>26</b>	<b>47,0%</b>	<b>137 223</b>	<b>67,6%</b>
Firmenich	386 732	117 007	21,8%	-	11,4%
Givaudan	108 109	-	4,7%	-	3,2%
Flottant	592 536	20 811	26,5%	621	17,8%
<b>Total</b>	<b>2 174 931</b>	<b>137 844</b>	<b>100,0%</b>	<b>137 844</b>	<b>100,0%</b>

Source : Société

Son capital est composé de 2.174.931 Actions et de 137.844 certificats d'investissements (les « **Certificats d'Investissement** » ou « **CI** ») et de droit de vote (les « **Certificats de Droit de Vote** » ou « **CDV** »), soit un nombre total de 2.312.775 titres composant le capital de la Société (les « **Titres** »).

L'Offre porte sur un nombre maximum de 225.989 Actions, représentant environ 9,8% du capital de la Société, étant précisé que les Certificats d'Investissement et les Certificats de Droit de Vote (les « **Certificats** ») ne sont pas visés par l'Offre et que les actions gratuites en période d'acquisition ou de conservation à l'ouverture de l'Offre<sup>11</sup> ne pourront pas être apportées à l'Offre dès lors que leur période d'acquisition ou de conservation n'aura pas expiré à la clôture de l'Offre.

En dehors des actions gratuites susmentionnées, il n'existe à notre connaissance aucun autre titre de capital, ni aucun instrument financier ou droit pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société.

<sup>9</sup> Actions composant le capital de la société Maubert.

<sup>10</sup> Structure du capital au 10 juin 2022 sans modification connue à la date du Rapport.

<sup>11</sup> Soit 2.922 actions gratuites non attribuées définitivement.

### 1.3. Financement de l'Offre

Compte tenu de l'engagement d'apport pris par Maubert (§ 1.1), le nombre d'Actions apportées par les actionnaires à l'Offre s'établira en tout état de cause à 225.989 Actions. Le coût de l'Offre, hors frais liés à l'Offre, s'élève ainsi à 200 M€<sup>12</sup>.

La Société financera l'Offre en partie sur sa trésorerie disponible, à hauteur de 10 M€, et pour le solde par la souscription d'un crédit d'un montant de 190 M€.

### 1.4. Contours de la Mission

#### 1.4.1. Modalités de désignation de Ledouble

Notre désignation et le Rapport répondent aux dispositions de l'article [261-1](#) I du règlement général de l'AMF, des instructions d'application AMF n°[2006-07](#)<sup>13</sup> et n°[2006-08](#)<sup>14</sup>, ainsi que de la recommandation AMF n°[2006-15](#)<sup>15</sup>.

Suite à notre nomination en qualité d'Expert Indépendant par le Conseil d'Administration en date du 22 février 2022, la Société nous a adressé une lettre de mission précisant le fondement réglementaire de notre désignation ainsi que les situations de conflit d'intérêts identifiées<sup>16</sup> ; cette lettre figure en **Annexe 1**.

La saisine de Ledouble est justifiée par :

- la présence au Conseil d'Administration de plusieurs membres ayant un intérêt financier dans la société Maubert qui apportera ses actions à l'Offre ;
- l'existence d'accords et d'opérations liés à l'Offre (les « **Accords et Opérations Connexes** ») dont il nous appartient de vérifier qu'ils n'ont pas d'impact sur l'appréciation du Prix de l'Offre (§ 5).

#### 1.4.2. Indépendance et compétence de Ledouble

Ledouble est indépendant de la Société, de son conseil juridique<sup>17</sup>, et des établissements présentateurs de l'Offre<sup>18</sup> (les « **Établissements Présentateurs** »).

Nous confirmons notre indépendance au sens des articles [261-1](#) et suivants du règlement général de l'AMF conformément aux dispositions de l'article [261-4](#) du règlement général de l'AMF, et attestons de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu avec les personnes morales et physiques impliquées dans l'Opération, susceptible d'affecter notre indépendance et l'objectivité de notre jugement dans l'exercice de la Mission.

---

<sup>12</sup> Nombre total d'Actions apportées : 225.989 Actions x Prix de l'Offre : 885 €.

<sup>13</sup> « Offres publiques d'acquisition ».

<sup>14</sup> « Expertise indépendante ».

<sup>15</sup> « Expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières ».

<sup>16</sup> En application de l'article 1 de l'instruction AMF n°[2006-08](#).

<sup>17</sup> Darrois Villey Maillot Brochier A.A.R.P.I.

<sup>18</sup> Lazard Frères et Portzamparc.

En particulier :

- nous n'intervenons pas de manière répétée avec les Établissements Présentateurs<sup>19</sup> ;
- nous ne nous trouvons dans aucun des cas de conflits d'intérêts visés à l'article 1 de l'instruction AMF n°[2006-08](#).

Nous avons donc été en mesure d'accomplir la Mission en toute indépendance.

Nous disposons par ailleurs des moyens humains et matériels nécessaires à sa réalisation.

Les compétences de l'équipe qui a réalisé la Mission sont mentionnées en **Annexe 6**.

Conformément à l'instruction AMF n°[2006-08](#), une revue de la qualité des travaux effectués et du Rapport a été assurée par un associé de Ledouble n'ayant pas directement participé à la Mission ; la description de son rôle et des diligences effectuées figure en **Annexe 11**.

### 1.5. Diligences effectuées

Nous avons effectué nos diligences conformément aux dispositions des articles [262-1](#) et suivants du règlement général de l'AMF, des instructions d'application AMF n°[2006-07](#) et n°[2006-08](#), et de la recommandation AMF n°[2006-15](#).

Le programme de travail mis en œuvre et le montant des honoraires perçus dans le cadre de la Mission sont indiqués en **Annexe 2** et le calendrier d'intervention en **Annexe 3**.

La base documentaire ayant servi de support à nos travaux figure en **Annexe 5**.

Pour l'essentiel, nos diligences ont consisté en la prise de connaissance du contexte et du corpus juridique de l'Opération incluant les Accords et Opérations Connexes, de l'activité et de l'environnement de la Société et de ses filiales (le « **Groupe** »), et en une valorisation multicritère du Groupe et de l'Action (l'« **Évaluation Multicritère** »), en vue d'apprécier :

- le caractère équitable, pour les Actionnaires Minoritaires, du Prix de l'Offre ;
- l'absence d'éléments, dans les Accords et Opérations Connexes, susceptibles de préjudicier aux intérêts des Actionnaires Minoritaires.

Ces diligences, qui ont été conduites parallèlement aux réunions, entretiens et échanges de courriels que nous avons eus, tout au long de la Mission, avec les représentants de la Société, les membres du Comité Ad Hoc, ainsi que le conseil juridique de la Société et les Établissements Présentateurs<sup>20</sup>, se sont fondées notamment sur :

- la prise de connaissance du contexte de l'Opération ;
- la documentation juridique relative à l'Opération, incluant les Accords et Opérations Connexes ;
- l'analyse du projet de Note d'Information dans le cadre du dépôt du projet d'Offre auprès de l'AMF ;

---

<sup>19</sup> Les expertises indépendantes publiques que nous avons réalisées au cours des dernières années (2016 à 2022) sont recensées avec le nom des établissements présentateurs en **Annexe 7**.

<sup>20</sup> La liste des principaux interlocuteurs rencontrés et/ou contactés durant la Mission figure en **Annexe 4**.

- les informations publiques et réglementées accessibles sur le site Internet de la Société ;
- les informations disponibles sur le marché et les secteurs où le Groupe est positionné ;
- la revue des délibérations du Conseil d'Administration et des décisions prises en Assemblée Générale des actionnaires antérieurement à l'Opération ;
- l'examen des performances opérationnelles historiques du Groupe et des dernières données d'atterrissage à la date d'émission de notre Rapport ;
- l'analyse de la liquidité et de l'historique des cours de bourse de l'Action et des Certificats sur une longue période ainsi que des événements et des communiqués de la Société permettant d'en interpréter l'évolution ;
- la lecture des notes d'analystes en charge du suivi de l'Action et l'exploitation du consensus qui s'en dégage à moyen terme ;
- l'étude approfondie et critique des données budgétaires et des prévisions à moyen terme du Groupe élaborées par le management de la Société (la « **Direction** ») ;
- l'exploitation de nos bases de données sectorielles<sup>21</sup> et financières<sup>22</sup>, tant en ce qui concerne le Groupe que ses compétiteurs ;
- la recherche d'éventuelles manifestations d'intérêt récentes qui auraient pu être exprimées par des investisseurs pour l'acquisition des titres de la Société ;
- la revue des travaux des Établissements Présentateurs et la comparaison avec notre Évaluation Multicritère ;
- l'appréciation du Prix de l'Offre au regard de l'Évaluation Multicritère et de nos analyses de sensibilité à divers paramètres structurant la valorisation du Groupe, ainsi que des Accords et Opérations Connexes.

Nous avons en outre obtenu la confirmation auprès de la Direction de l'ensemble des éléments significatifs que nous avons exploités dans le cadre de la Mission.

## 1.6. Limites de la Mission

Conformément à la pratique usuelle en matière d'expertise indépendante, nos travaux n'avaient pas pour objet de valider les informations historiques et prévisionnelles qui nous ont été communiquées, et dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence. À cet égard, nous avons considéré que l'ensemble des informations qui nous ont été communiquées par nos interlocuteurs était fiable et transmis de bonne foi.

Le Rapport n'a pas valeur de recommandation à la réalisation de l'Offre, dont la décision appartient au Conseil d'Administration aux termes de l'avis motivé qu'il rendra sur l'Offre.

L'Expert Indépendant ne peut être tenu responsable du contenu intégral de la Note d'Information dans laquelle est inséré le Rapport, qui seul engage sa responsabilité.

---

<sup>21</sup> Dont Xerfi.

<sup>22</sup> Bloomberg, Capital IQ (paramètres financiers et Comparables Boursiers) et Mergermarket (Transactions Comparables).

## 1.7. Plan du Rapport

Nous présentons, ci-après, successivement :

- l'environnement, l'activité et les performances du Groupe (§ 2) ;
- l'Évaluation Multicritère et la synthèse de nos travaux (§ 3) ;
- l'analyse des éléments de valorisation des Établissements Présentateurs (§ 4) ;
- l'analyse des Accords et Opérations Connexes (§ 5) ;
- les observations formulées par les Actionnaires Minoritaires (§ 6) ;
- la synthèse de nos diligences (§ 7) ;
- en conclusion l'Attestation d'Équité (§ 8).

## 1.8. Conventions de présentation

Les montants présentés dans le Rapport sont exprimés en :

- euros (€) ;
- millions d'euros (M€) ;
- milliards d'euros (Md€).

Les renvois entre parties et chapitres sont matérialisés entre parenthèses par le signe §.

Les écarts susceptibles d'être relevés dans les contrôles arithmétiques sont imputables aux arrondis.

Les liens [hypertexte](#) peuvent être activés dans la version électronique du Rapport.

## 2. Présentation du Groupe et de son marché

Nous présentons succinctement l'activité historique du Groupe en lien avec l'évolution récente de son environnement, (§ 2.1) ainsi que ses performances historiques (§ 2.2) et sa structure bilancielle (§ 2.3).

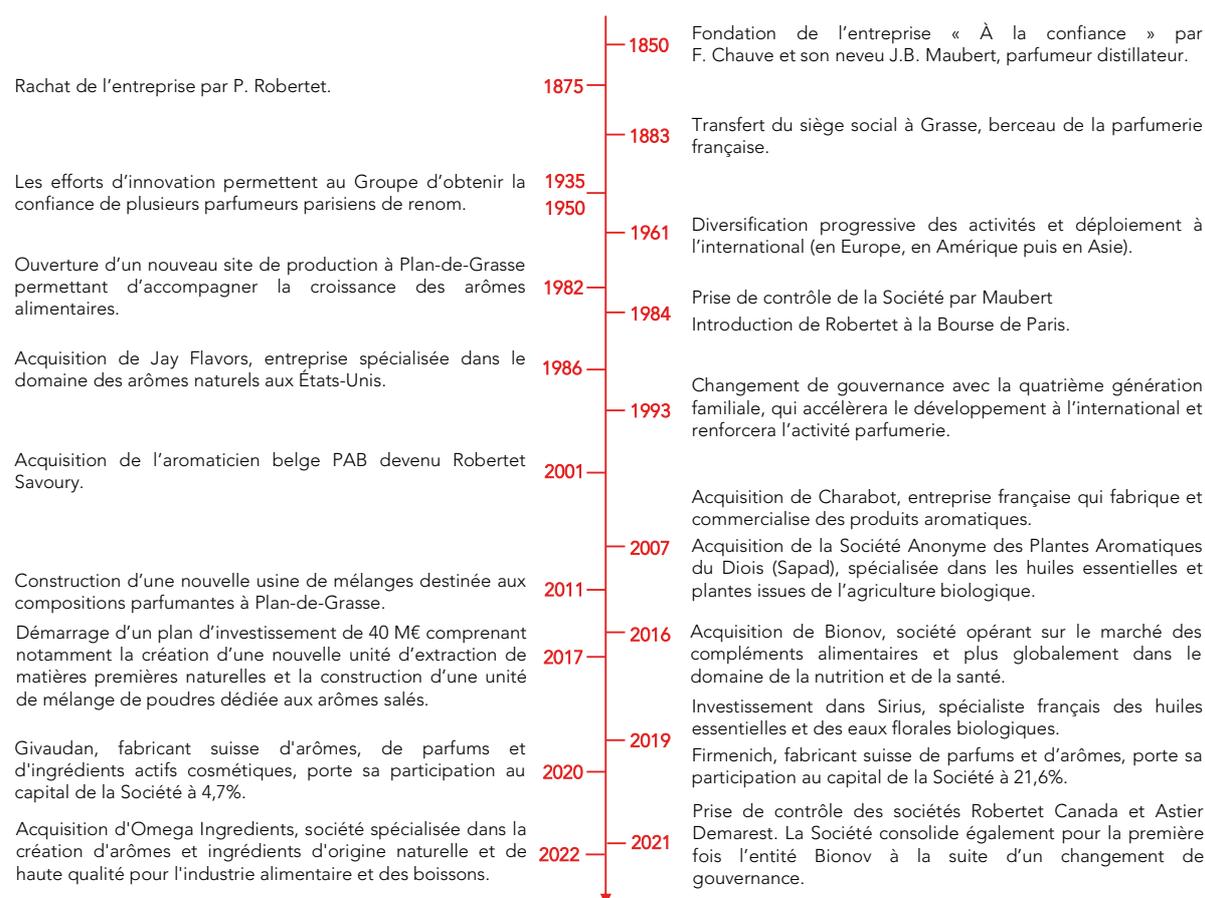
Ces informations, complétées par une analyse SWOT (§ 2.4), permettent d'apprécier les principaux facteurs de risques inhérents au Groupe et à son environnement pris en compte dans nos travaux d'évaluation.

### 2.1. Présentation de Robertet

#### 2.1.1. Historique du Groupe

Fondé en 1850, le Groupe est une entreprise familiale basée à Grasse, comptant aujourd'hui parmi les principaux opérateurs de l'industrie des produits aromatiques (ingrédients, parfums et arômes).

Quelques dates clés donnent un aperçu de l'historique du Groupe qui, depuis le 20<sup>ème</sup> siècle, s'est développé, notamment à l'international, en diversifiant ses activités et en procédant à des acquisitions ciblées :



## 2.1.2. Activités du Groupe

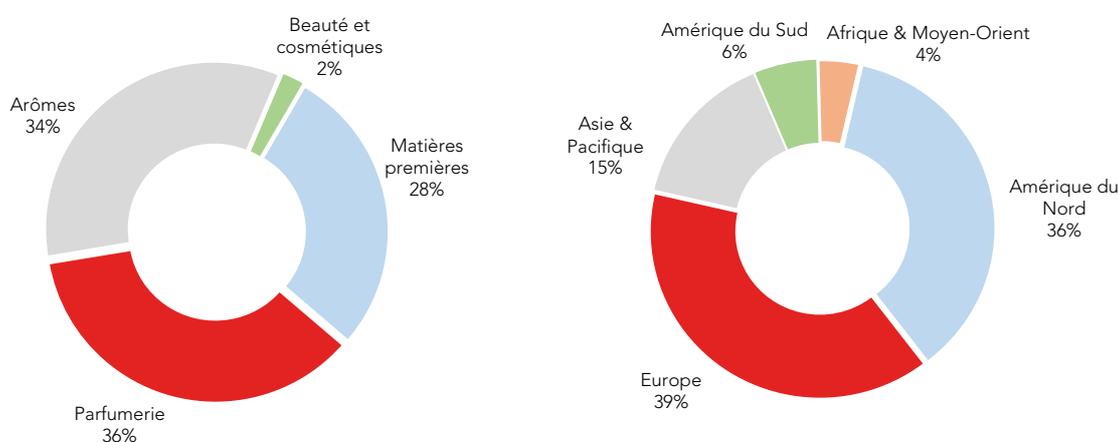
Les activités du Groupe s'articulent autour des secteurs opérationnels suivants :

- **Matières premières naturelles** : située en amont de la chaîne de production, cette division permet au Groupe de fournir des ingrédients naturels pour l'industrie des arômes, de la parfumerie et des actifs santé et beauté<sup>23</sup> ; le Groupe intervient du *sourcing* des plantes jusqu'aux processus industriels d'extraction, de fractionnement et de purification (§ 2.1.2.1) ;
- **Parfumerie** : la division Parfumerie assure la création de parfums pour des marques de parfumerie sélective, de produits d'hygiène corporelle et de produits d'entretien pour la maison (§ 2.1.2.2) ;
- **Arômes** : la division Arômes vise à répondre aux besoins de l'industrie agroalimentaire (e.g. boissons, produits laitiers, produits sucrés), les autres débouchés représentant une part limitée des ventes (§ 2.1.2.3) ;

Lancée en 2014, la division **Health & Beauty**<sup>24</sup>, tournée vers la conception et la production d'actifs naturels, contribue à ce jour encore marginalement aux ventes du Groupe (§ 2.1.2.4).

La répartition du chiffre d'affaires réalisé par le Groupe en 2021, par division et par zone géographique, se présente comme suit :

### Répartition du chiffre d'affaires 2021 par division et par zone géographique



Source : Société

Occupant une position forte sur la fourniture d'ingrédients naturels et revendiquant la 7<sup>ème</sup> place mondiale dans l'industrie des arômes et des ingrédients pour la parfumerie, le Groupe compte un effectif de près de 2.000 collaborateurs<sup>25</sup> et dispose :

- de trois divisions de taille équilibrée auxquelles est venue s'ajouter la division *Health & Beauty* ;
- d'une vingtaine de sites industriels ;

<sup>23</sup> Les ventes de cette division peuvent être réalisées auprès d'entreprises concurrentes.

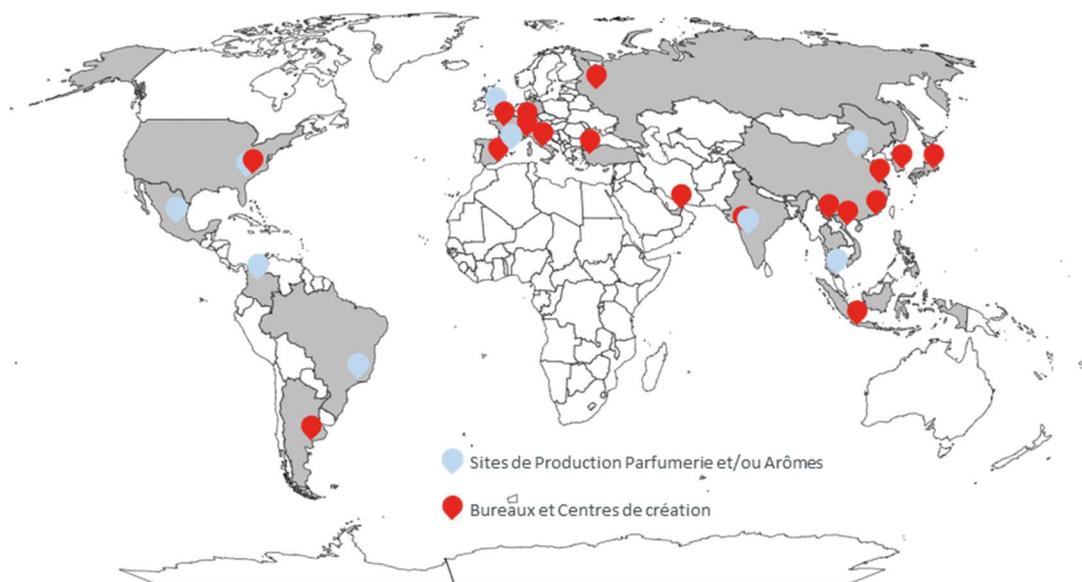
<sup>24</sup> La division Health & Beauty ne fait pas partie des secteurs opérationnels définis par la Société pour l'établissement de ses comptes consolidés dans le référentiel comptable international (IFRS).

<sup>25</sup> Au 31 décembre 2021.

- > de 14 centres de création et de recherche au niveau mondial ayant contribué à la politique de recherche et développement du Groupe (« R&D ») visant à enrichir son savoir-faire et répondre aux attentes du marché ;
- > de 7 filiales<sup>26</sup> de transformation de matières premières végétales en extraits naturels ;
- > d'environ 80 implantations commerciales couvrant une cinquantaine de pays ;
- > de partenariats avec des fournisseurs stratégiques, pouvant prendre la forme de *joint-ventures* ;
- > d'un portefeuille clients diversifié limitant le risque commercial.

Le graphique ci-après illustre l'implantation géographique des sites de production, des bureaux et des centres de création du Groupe :

### *Implantation géographique du Groupe*



Source : Société

#### *2.1.2.1. Division Matières premières naturelles*

À l'origine de l'histoire du Groupe, la division Matières premières naturelles fournit des ingrédients aromatiques pour l'industrie de la parfumerie et des arômes alimentaires.

Le Groupe, aujourd'hui *leader* mondial des ingrédients aromatiques, dispose d'un vaste catalogue de matières premières naturelles, qui en fait l'acteur incontournable pour l'extraction et la transformation des matières premières<sup>27</sup>.

Les acquisitions des sociétés SAPAD en 2009 et Sirius en 2019 lui ont également permis d'atteindre une position de *leader* sur le marché des huiles essentielles biologiques, avec une part de marché actuelle de 25%.

<sup>26</sup> Robertet Grasse, SAPAD, Sirius, Bionov, Robertet Turquie, Robertet Bulgarie et Robertet Afrique du Sud.

<sup>27</sup> À l'exception de quelques commodités dont la menthe et les agrumes.

La division Matières premières naturelles compte parmi ses clients ses propres concurrents<sup>28</sup>. Elle s'adresse également à des entreprises de toutes tailles, présentes dans l'industrie agroalimentaire ou sur le marché de la beauté et des soins.

### 2.1.2.2. *Division Parfumerie*

La division Parfumerie mobilise une quarantaine de parfumeurs et des « nez » qui élaborent des parfums à destination :

- de la parfumerie fine et de la cosmétique ;
- de l'industrie des produits d'hygiène et de beauté ;
- des groupes industriels commercialisant des produits ménagers.

Une partie grandissante des ventes de la division Parfumerie est réalisée à partir de matières premières naturelles ; la majorité des compositions vendues sont encore le fruit d'un mélange de matières premières synthétiques et naturelles.

Afin de préserver et d'enrichir le savoir-faire grassois, le Groupe dispose de sa propre école de parfumerie, assurant la formation<sup>29</sup> de trois élèves parfumeurs tous les deux ans.

La clientèle de la division Parfumerie est constituée de groupes de cosmétiques, de parfumeurs ou de lessiviers qui distribuent leurs produits via différents canaux :

- les parfumeries indépendantes ;
- les enseignes de magasins spécialisés et les grands magasins ;
- les pharmacies ;
- les enseignes de la grande distribution.

La diversité et la complémentarité des débouchés de la division Parfumerie ont permis au Groupe d'atténuer les effets sur ses résultats<sup>30</sup> de la crise sanitaire.

### 2.1.2.3. *Division Arômes*

La division Arômes s'adresse à l'industrie agroalimentaire sur les segments des boissons, des produits laitiers, de la confiserie, et plus marginalement à d'autres marchés comme l'industrie pharmaceutique. En lien avec ces débouchés, elle bénéficie d'une forte présence sur le continent américain<sup>31</sup>.

Les matières premières utilisées par la division Arômes sont majoritairement d'origine naturelle. La division Arômes s'appuie sur le savoir-faire de la division Matières premières naturelles et interagit avec elle.

---

<sup>28</sup> Tels que les fabricants et créateurs suisses Givaudan et Firmenich ou encore le français Mane.

<sup>29</sup> Depuis 2010.

<sup>30</sup> Les produits d'entretien et les shampoings ont mieux résisté que le segment de la parfumerie fine.

<sup>31</sup> Depuis l'acquisition de la société Jay Flavors en 1986.

Les enjeux sociétaux<sup>32</sup> et environnementaux constitueront des opportunités pour la division Arômes qui, à l’instar de ses concurrents, accompagne les consommateurs soucieux de naturalité et souhaitant adopter des modes de consommation durable.

#### 2.1.2.4. *Division Health & Beauty*<sup>33</sup>

En 2014, le Groupe a amorcé une diversification ciblée de ses activités à l’occasion de son entrée au capital de l’entreprise bretonne Hitex<sup>34</sup>, spécialisée dans l’extraction de principes actifs destinés à la parfumerie, l’aromatique ou la cosmétique.

Depuis 2016, la division s’appuie également sur l’expertise de la société Bionov, plus grand producteur mondial de Superoxyde Dismutase (SOD) naturelle et bioactive à partir d’une variété française de melon.

La division *Health & Beauty* répond aux besoins du marché des compléments alimentaires et aliments fonctionnels ainsi qu’à celui de la cosmétique, en explorant les bénéfices des ingrédients naturels<sup>35</sup> sur la santé et la beauté.

De nouvelles opérations de croissance externe seront examinées pour accélérer le développement de cette activité, qui contribue aujourd’hui de manière marginale aux ventes du Groupe.

#### 2.1.3. *Environnement et tendances des marchés du Groupe*<sup>36</sup>

Grâce à ses activités diversifiées et complémentaires, le Groupe intervient à tous les niveaux de la chaîne de valeur, de la culture des ingrédients jusqu’à leur transformation et la création.

Après avoir dressé un panorama des forces en présence (§ 2.1.3.1), nous présentons les principales caractéristiques et tendances observées sur les marchés des parfums et cosmétiques (§ 2.1.3.2) et des arômes et huiles essentielles (§ 2.1.3.3)<sup>37</sup>.

##### 2.1.3.1. *Forces en présence*

Au sein de la filière, le Groupe est en concurrence directe avec les *leaders* mondiaux de la fabrication d’arômes, comprenant les suisses Givaudan et Firmenich<sup>38</sup>, ainsi que le groupe américain International Flavors and Fragrances (« *IFF* ») qui concentrent à eux trois près de la moitié des parts de marché avec des débouchés commerciaux diversifiés<sup>39</sup>.

---

<sup>32</sup> E.g. malnutrition, obésité.

<sup>33</sup> Actifs naturels destinés à la consommation.

<sup>34</sup> *Joint-venture* détenue à 50% en partenariat avec la société Cocif.

<sup>35</sup> Au sein de cette division, le Groupe cherche, à l’appui d’essais cliniques, à mieux valoriser l’utilisation des matières premières naturelles végétales en explorant non seulement leur partie volatile odorante pour les arômes et les parfums, mais aussi les actifs non volatils présents dans les résidus d’extraction.

<sup>36</sup> La présentation de l’environnement du Groupe a été réalisée à partir d’informations publiques, en ce compris celles figurant dans la communication financière des principaux acteurs, des entretiens que nous avons menés avec la Direction, et d’études privées.

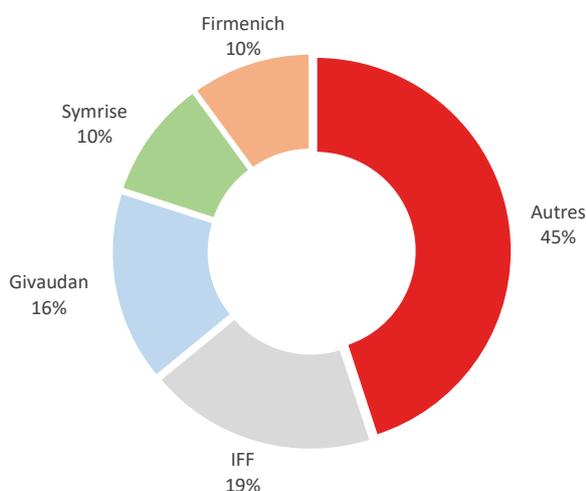
<sup>37</sup> Les études sectorielles opérant plusieurs segmentations selon des critères variables, les données chiffrées qui en sont issues doivent être considérées avec précaution.

<sup>38</sup> La société Firmenich a annoncé fin mai 2022 avoir l’intention de fusionner avec DSM afin de créer un nouveau géant des parfums et arômes, produits nutritionnels et de santé. L’opération pourrait se finaliser au cours du premier semestre 2023.

<sup>39</sup> Dont les industries agroalimentaires, de la cosmétique et de la parfumerie et l’industrie pharmaceutique.

Au pied de ce podium, les fabricants d'arômes Symrise, Mane, Takasago International et Sensient complètent la liste des entreprises multispécialistes qui dominent le secteur :

### Part de marché des principaux acteurs (%)



Source : Statista, Global market share of the leading flavors and fragrances manufacturers 2021

La filière est par ailleurs composée :

- des filiales de groupes multinationaux, qui y réalisent une partie de leurs activités, tels que le belge Solvay<sup>40</sup> au travers de sa filiale Rhoda Operations ou l'irlandais Kerry, leader mondial dans l'industrie agroalimentaire<sup>41</sup> ;
- d'acteurs qui se spécialisent en se positionnant sur des marchés de niche, à l'instar de Robertet, un des leaders des ingrédients naturels, et du français Biolandes, expert de l'extraction végétale ;
- d'opérateurs de taille plus modeste, fréquemment implantés en France, qui abrite le berceau historique de la parfumerie et une variété de producteurs<sup>42</sup>.

#### 2.1.3.2. Marché des parfums et cosmétiques

Les études de l'industrie mondiale des parfums et des cosmétiques traitent habituellement du marché des parfums, des produits de beauté et des produits d'hygiène corporelle.

Les fabricants de produits aromatiques et d'huiles essentielles sont des fournisseurs clés pour la filière, les grands groupes de parfums et cosmétiques leur sous-traitant généralement la production des parfums pour se concentrer sur leur conception.

<sup>40</sup> Le groupe Solvay est un acteur mondial de la chimie et des matériaux avancés. Ses activités, prises dans leur ensemble, ne peuvent par conséquent pas être comparées à celles du Groupe.

<sup>41</sup> D'autres grands groupes sont présents sur le marché des ingrédients alimentaires (e.g. Ingredion, AAK, DSM, Tate & Lyle). Compte tenu de leur portefeuille d'activités, ces acteurs ont un profil sensiblement éloigné de celui du Groupe.

<sup>42</sup> À l'origine de sources d'approvisionnement utilisées en aval de la filière.

Le marché des parfums et cosmétiques, caractérisé par une forte intensité concurrentielle, est dominé par des grands groupes (L'Oréal, Unilever, Estée Lauder, Procter & Gamble, LVMH, Shiseido...). Des acteurs de plus faible envergure se positionnent sur des niches. Les ventes se répartissent entre le segment des produits de masse<sup>43</sup> et celui des produits prestige<sup>44</sup>, qui répondent à des attentes différentes des consommateurs et à des modèles économiques distincts<sup>45</sup>.

À l'échelle mondiale, l'Asie Pacifique occupe le premier rang du marché de la cosmétique et représente également le réservoir de croissance le plus dynamique<sup>46</sup>. Les États-Unis font partie des principaux importateurs de parfums et cosmétiques<sup>47</sup> et captent près de la moitié du marché des cosmétiques bio et naturels. Au niveau européen, la France, qui compte plusieurs *leaders* mondiaux réputés, notamment pour leurs produits haut-de-gamme, occupe le premier rang et est le premier pays exportateur de cosmétiques et de parfums.

Bien que les ventes de la filière aient été fortement affectées par la crise sanitaire<sup>48</sup>, du fait notamment des mesures de confinement ayant provoqué la fermeture des points de ventes dans de nombreux pays et de la chute du *travel retail*, plusieurs facteurs devraient soutenir structurellement à l'avenir les ventes de parfums et cosmétiques, parmi lesquels l'évolution démographique<sup>49</sup> et le développement de nouveaux marchés<sup>50</sup>.

Les préoccupations environnementales et sociétales des nouvelles générations contribuent à l'essor des produits naturels et bio avec des consommateurs de plus en plus attentifs à la composition des produits de beauté et aux procédés de fabrication.

### 2.1.3.3. *Marché des arômes et huiles essentielles*

La législation européenne définit les arômes comme des produits :

- non destinés à être consommés en l'état, qui sont ajoutés aux denrées alimentaires pour leur conférer une odeur et/ou un goût ou modifier ceux-ci ;
- issus ou constitués de substances ou préparations aromatisantes, d'arômes obtenus par traitement thermique ou chimique et de précurseurs d'arômes.

---

<sup>43</sup> Représentant environ 80% du marché mondial.

<sup>44</sup> Estimé à environ 20% du marché mondial.

<sup>45</sup> Sur l'ensemble de la chaîne de valeur, de la conception du produit à sa distribution, en passant par le choix des fournisseurs, des composants et de la stratégie de communication.

<sup>46</sup> La Chine, premier pays importateur de cosmétiques, est devenue un marché incontournable pour les grands acteurs de l'industrie des parfums et cosmétiques.

<sup>47</sup> Les États-Unis sont le premier pays importateur de parfums et second pays importateur de cosmétiques derrière la Chine.

<sup>48</sup> Certains segments, comme la dermo-cosmétique, ont été davantage épargnés.

<sup>49</sup> Montée des classes moyennes et urbanisation des pays émergents, accroissement et vieillissement de la population dans de nombreux pays.

<sup>50</sup> À titre d'exemple, le marché des cosmétiques pour hommes, autrefois cantonné aux produits de rasage, s'est fortement développé depuis les années 2000.

Les types d'arômes se différencient par leur nature et leur procédé de fabrication :

- > les **arômes naturels** : d'origine végétale ou animale, les arômes naturels ont subi un nombre limité de transformations. Ils comprennent les substances aromatisantes naturelles<sup>51</sup> et les préparations aromatisantes<sup>52</sup> ;
- > les **arômes naturels identiques (CNI)** : chimiquement semblables à une substance aromatisante naturelle mais obtenus par synthèse ;
- > les **arômes artificiels** : produits à partir de molécules aromatisantes non présentes dans la nature ;
- > les **arômes de transformation** : répliquent les réactions ayant lieu naturellement lors de la cuisson des aliments. Ils sont utilisés dans l'élaboration de la majorité des produits alimentaires d'origine industrielle.

Les perspectives du marché des arômes et des huiles essentielles sont directement liées à ses débouchés :

- > **Agroalimentaire** : les arômes entrent dans la composition d'aliments auxquels ils apportent non seulement de la saveur, du parfum, mais également de la texture ou une valeur nutritionnelle. L'évolution de la législation et l'engouement des consommateurs pour des produits sains conduisent l'industrie agroalimentaire à revoir la composition des produits. Le segment des arômes de synthèse est ainsi en déclin, tandis que la demande en arômes naturels est soutenue.
- > **Pharmaceutique** : l'industrie pharmaceutique<sup>53</sup> constitue un autre débouché majeur pour les fabricants d'arômes et d'huiles essentielles.

Les opportunités de croissance sur le marché des arômes et huiles essentielles conduisent ses acteurs à opérer des rapprochements, en particulier sur le segment des ingrédients naturels. Cette consolidation s'observe déjà entre acteurs aussi bien de taille significative<sup>54</sup> que de taille plus modeste<sup>55</sup>.

---

<sup>51</sup> Substances chimiquement définies extraites naturellement.

<sup>52</sup> Les préparations aromatisantes correspondent à tout extrait ou concentré aromatisant (e.g. huiles essentielles, oléorésines).

<sup>53</sup> Les arômes entrent dans la composition des médicaments, des produits de soin et des compléments alimentaires. Les extraits végétaux et huiles essentielles, vendus directement en pharmacie, sont également destinés à l'aromathérapie.

<sup>54</sup> Dont les rachats en 2018 de Frutarom par IFF et de Naturex par Givaudan.

<sup>55</sup> À titre d'exemples, rachat de Foodarom par Glanbia (2020), de TasteConnection par Nectarome (2021) et de First Choice Ingredients par Royal DSM (2021).

## 2.2. Analyse historique de la performance du Groupe

Nous résumons dans le présent chapitre notre analyse des performances du Groupe sur un historique de cinq ans.

### 2.2.1. Résultats publiés

Nous présentons, ci-après, quelques indicateurs de résultats publiés par le Groupe sur la période 2017-2021<sup>56</sup>, couverte par notre analyse :

#### Compte de résultat

M€	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Produits des activités ordinaires</b>	<b>504,4</b>	<b>524,9</b>	<b>554,3</b>	<b>538,3</b>	<b>606,1</b>
% de variation	7,7%	4,1%	5,6%	(2,9%)	12,6%
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>67,2</b>	<b>68,8</b>	<b>73,0</b>	<b>71,0</b>	<b>93,6</b>
% du chiffre d'affaires	13,3%	13,1%	13,2%	13,2%	15,4%
<b>Résultat opérationnel</b>	<b>71,2</b>	<b>68,8</b>	<b>73,1</b>	<b>71,2</b>	<b>93,7</b>
% du chiffre d'affaires	14,1%	13,1%	13,2%	13,2%	15,5%
<b>Résultat net part du Groupe</b>	<b>48,5</b>	<b>51,8</b>	<b>53,0</b>	<b>50,6</b>	<b>71,7</b>
% du chiffre d'affaires	9,6%	9,9%	9,6%	9,4%	11,8%

Source : Société

Au cours des cinq derniers exercices, le Groupe a développé son activité sur l'ensemble de ses divisions opérationnelles. Le constat est plus nuancé sur le plan géographique, la croissance des ventes ayant été essentiellement portée par l'Amérique du Nord et l'Europe<sup>57</sup>.

Après un exercice 2020 en léger repli dans le contexte de la crise sanitaire, le Groupe a renoué avec la croissance dès 2021, exercice au cours duquel les sociétés Robertet Canada<sup>58</sup>, Astier Demarest<sup>59</sup> et Bionov sont entrées dans le périmètre de consolidation<sup>60</sup>.

Notre analyse de l'évolution du chiffre d'affaires, de la rentabilité et de la capacité du Groupe à générer des flux de trésorerie est détaillée *infra*.

<sup>56</sup> Le tableau recense des données incluses dans le compte de résultat publié par la Société, étant rappelé que les exercices 2019 à 2021 ont été affectés par l'application de la norme IFRS 16 « Contrats de location ».

<sup>57</sup> Le chiffre d'affaires réalisé en 2021 sur les zones Asie et Afrique / Moyen Orient est globalement comparable au niveau enregistré en 2017. La contribution de l'Amérique du Sud au chiffre d'affaires consolidé a reculé sur l'ensemble de la période, de 11% en 2017 à 6% en 2021.

<sup>58</sup> Société basée à Toronto, anciennement dénommée Ecom Food Industries, spécialisée dans la fabrication d'arômes et d'extraits naturels et s'adressant aux industries de l'agroalimentaire, de la santé, des nutraceutiques et des cosmétiques.

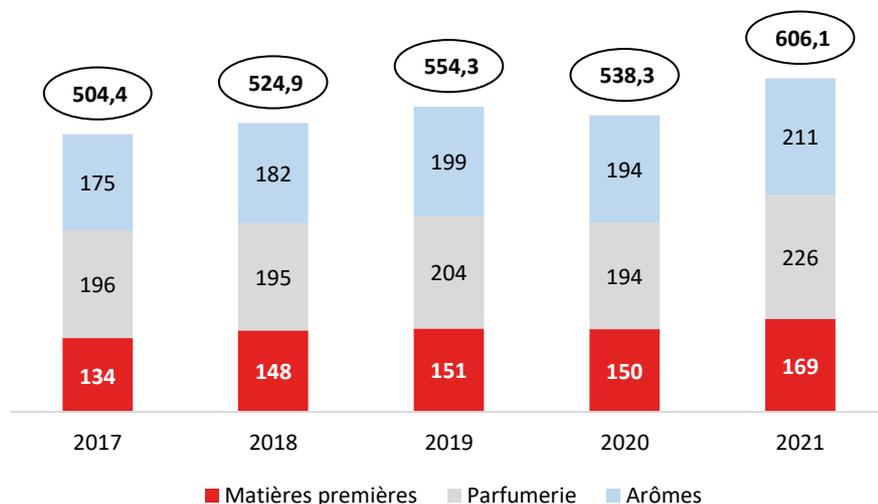
<sup>59</sup> Société spécialisée dans le *sourcing* de matières premières aromatiques naturelles et synthétiques. Cet investissement s'inscrit dans la stratégie du Groupe Robertet de conforter sa position de leader mondial des ingrédients aromatiques.

<sup>60</sup> Le Groupe détient respectivement 100% et 60% du capital des sociétés Robertet Canada et Astier Demarest. L'entrée de Bionov dans le périmètre de consolidation résulte d'une évolution de la gouvernance ayant entraîné un changement de contrôle.

## 2.2.2. Évolution du chiffre d'affaires

Le chiffre d'affaires consolidé, réparti par division<sup>61</sup> se présente comme suit :

### Évolution du chiffre d'affaires (M€)



Source : Société

Le Groupe a enregistré une croissance annuelle moyenne de son chiffre d'affaires de 4,7% sur la période 2017 à 2021, chaque division<sup>62</sup> ayant contribué au développement des ventes, avec une dynamique plus prononcée sur les divisions Matières premières naturelles et Arômes<sup>63</sup>.

L'évolution pluriannuelle du chiffre d'affaires a été marquée :

- en 2018, par une hausse globale du chiffre d'affaires de 4,1% , en partie obérée par l'évolution défavorable des taux de change, la croissance s'établissant à 7,5% à taux de change constant. La dynamique commerciale a été particulièrement favorable aux États-Unis<sup>64</sup> et, toutes zones confondues, au sein de la division des ingrédients naturels qui a bénéficié de la mutation de la gamme de produits naturels, au cœur de la stratégie One Robertet ;
- en 2019, par une croissance de 5,6% et de 3,3% à taux de change constant, étant rappelé que la prise de contrôle de Sirius n'a pas eu d'incidence sur le chiffre d'affaires consolidé de l'exercice, compte tenu de sa date de réalisation<sup>65</sup>. L'atteinte des objectifs a été facilitée par la croissance des ventes d'arômes alimentaires, la division Matières premières naturelles ayant quant à elle été affectée par une baisse des débouchés à destination de l'aromathérapie ;

<sup>61</sup> Information communiquée par le Groupe en application de la norme IFRS 8 « Secteurs opérationnels ».

<sup>62</sup> Sur l'ensemble de la période, le Groupe est également parvenu à développer sa division *Health and Beauty*, dont la contribution au chiffre d'affaires consolidé reste à ce jour modeste, mais qui présente néanmoins un rythme de croissance soutenu, notamment en 2021.

<sup>63</sup> Les divisions Matières premières, Parfumeries et Arômes affichent une croissance annuelle moyenne de leur chiffre d'affaires respectivement de 6,0%, 3,6% et 4,9%.

<sup>64</sup> Le chiffre d'affaires enregistré aux États-Unis était en croissance de 14% sur l'exercice 2018. À l'inverse, le Groupe a enregistré une baisse sensible de ses ventes au sein de sa filiale brésilienne.

<sup>65</sup> Opération réalisée en décembre 2019.

- en 2020, le chiffre d'affaires consolidé du Groupe, exprimé à taux de change et périmètre constants, était en légère décroissance. Les ventes de la division Parfumerie ont été davantage affectées par la crise sanitaire, les activités du Groupe ayant néanmoins globalement fait preuve de résilience, en particulier sur le segment des produits organiques de la division Matières premières naturelles ;
- en 2021, le Groupe a réalisé une performance supérieure aux prévisions initiales de sa Direction, avec un chiffre d'affaires en hausse de 12,6% et de 10,4% à taux de change et périmètre constants. L'ensemble des divisions ont contribué à la dynamique des ventes, la plus forte croissance de l'activité Parfumerie résultant à la fois d'un effet de base favorable et d'un record d'activité pour la société Robertet Grasse.

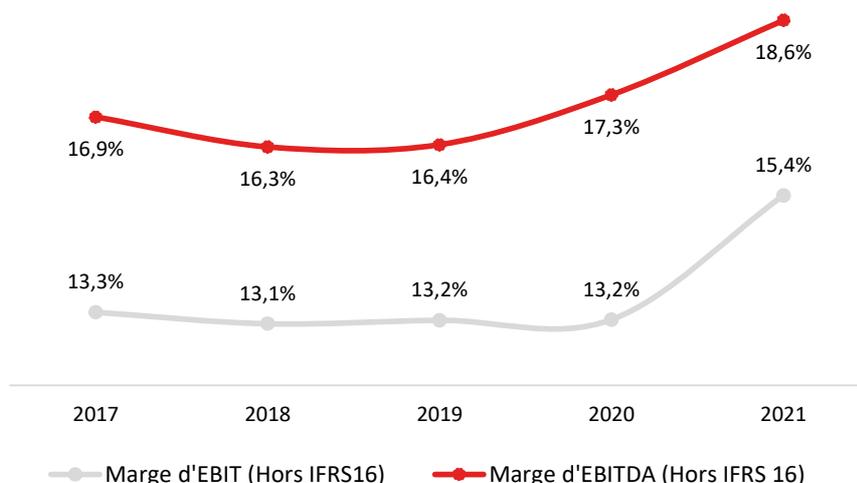
En 2022, la Direction du Groupe table sur une croissance du chiffre d'affaires comprise entre 7,0% et 9,0%, qui intégrera notamment les effets en année pleine des variations de périmètre intervenues en 2021.

### 2.2.3. Évolution de la rentabilité opérationnelle

Le graphe suivant illustre l'évolution des taux de marge d'EBITDA<sup>66</sup> et d'EBIT<sup>67</sup>.

Afin d'aboutir à une présentation homogène, nous avons retraité les taux de marge 2019 à 2021 de l'incidence de la norme IFRS 16 « Contrats de location » :

Évolution de la rentabilité du Groupe (%)



Source : Société, analyses Ledouble

<sup>66</sup> *Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation & Amortization*. Nous rappelons que l'EBITDA, en tant qu'indicateur alternatif de performance, est une notion dont la construction n'est pas normée et, dès lors, peut varier selon les émetteurs et les circonstances ; notre estimation de la marge d'EBITDA est par conséquent susceptible de différer du montant calculé par le Groupe pour les besoins de son reporting interne ou le contrôle du respect de ses engagements financiers. Nous avons assimilé l'EBITDA au résultat opérationnel courant avant (i) dotations aux amortissements et aux provisions nettes des reprises et (ii) autres produits et charges opérationnels courants, et l'avons retraité de l'incidence de la norme IFRS 16.

<sup>67</sup> *Earnings Before Interests and Taxes*. L'agrégat historique que nous présentons correspond au résultat opérationnel courant, retraité de l'incidence de la norme IFRS 16.

Nous relevons que :

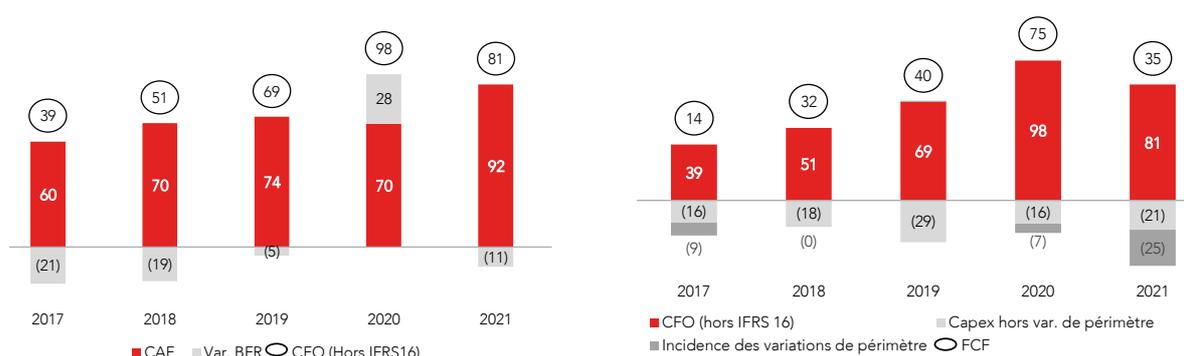
- sur la période 2017 à 2020, les marges opérationnelles sont restées stables avec un taux de marge d'EBITDA oscillant entre 16% et 17% et un taux de marge d'EBIT de l'ordre de 13%<sup>68</sup> ;
- la rentabilité du Groupe a reculé en 2018, du fait notamment (i) d'une forte hausse du prix des matières premières consommées qui a eu pour effet de dégrader en particulier le niveau de marge brute de la division Parfumerie<sup>69</sup> et (ii) des difficultés rencontrées par la filiale brésilienne ;
- la division Parfumerie est parvenue à redresser progressivement sa marge brute jusqu'à renouer en 2020 avec une rentabilité opérationnelle comparable à celle observée avant la crise d'approvisionnement de 2018 ;
- en 2021, l'ensemble des divisions du Groupe extériorisent une profitabilité en hausse par rapport à 2020, s'expliquant par la progression du volume d'activité, qui permet de mieux absorber les charges fixes, couplée à une maîtrise des charges d'exploitation. La division Parfumerie affiche en particulier un pic historique de rentabilité sur l'exercice.

#### 2.2.4. Évolution des flux de trésorerie

En synthèse de notre analyse de la performance historique du Groupe, nous présentons, ci-après, l'évolution des flux opérationnels et d'investissements sur la période 2017 à 2021, en détaillant l'évolution :

- du *cash-flow* opérationnel (**CFO**), ventilé entre la capacité d'autofinancement (**CAF**) et la variation du besoin en fonds de roulement (**BFR**) ;
- du flux de trésorerie disponible (ou *free cash-flow*, **FCF**), formé des *cash-flows* opérationnels et des *cash-flow* d'investissement (**Capex**).

#### Évolution des flux de trésorerie du Groupe



Source : Société, analyses Ledouble

<sup>68</sup> Le taux de marge d'EBIT est affecté par les variations annuelles des dotations et reprises de dotations aux provisions. En 2020 et 2021, les dotations aux provisions, nettes de reprises, ont représenté une charge respectivement de 4,3 M€ et 2,9 M€, plus conséquente que sur les exercices antérieurs.

<sup>69</sup> L'approvisionnement des matières premières constitue un enjeu clé pour Robertet et les acteurs concurrents. En 2018, le Groupe a été confronté à des problématiques d'approvisionnement sur certaines molécules chimiques clés intervenant dans l'élaboration de compositions de parfumerie.

Sur la période 2017 à 2020, l'évolution des flux opérationnels, exprimés hors variations de BFR, a globalement suivi l'évolution du chiffre d'affaires compte tenu de la relative stabilité du taux de marge opérationnelle (§ 2.2.3). En 2021, la croissance simultanée du chiffre d'affaires et du taux de marge opérationnelle se répercute dans l'amélioration de la capacité d'autofinancement du Groupe.

La gestion du besoin en fonds de roulement constitue un enjeu clé pour le Groupe, qui réalise des approvisionnements conséquents en matières premières dont les processus de transformation se traduisent par des stocks de produits en cours. La variation du BFR a consommé historiquement une part non négligeable du *cash-flow* opérationnel généré par le Groupe, à l'exception de l'exercice 2020 au cours duquel les effets de déstockage lui ont permis de dégager un flux de trésorerie positif sur cette composante<sup>70</sup>. Le Groupe est toutefois parvenu au cours des deux derniers exercices à limiter le poids de son BFR rapporté au chiffre d'affaires (§ 2.3.6).

Hors variations de périmètre, les efforts d'investissements entrepris par le Groupe entre 2017 et 2021 ont représenté une enveloppe annuelle comprise entre 16 M€ et 29 M€. Le Groupe a par ailleurs réalisé plusieurs acquisitions ciblées, qui ont entraîné une sortie totale de trésorerie de 40 M€ sur cette période, et ont contribué à soutenir la croissance de ses activités.

### 2.3. Structure bilancielle

La structure bilancielle du Groupe se présente comme suit au 31 décembre 2021 :

<b>Bilan simplifié</b>	
<b>M€</b>	<b>2021</b>
Goodwill	55,7
Immobilisations incorporelles et corporelles	167,0
Droits d'utilisation	13,5
Actifs financiers	17,5
Impôts différés actif	1,5
<b>Actifs non courants</b>	<b>255,1</b>
BFR actif	337,0
Trésorerie et équivalents de trésorerie	190,0
Autres actifs courants	0,0
<b>Actifs courants</b>	<b>527,0</b>
<b>Total Actif</b>	<b>782,1</b>
Capitaux propres part du Groupe	545,7
Intérêts minoritaires	0,2
<b>Capitaux propres</b>	<b>545,9</b>
Provisions	13,7
Emprunts et dettes financières	98,1
Dettes locatives	14,7
Impôts différés passif	7,8
BFR passif	102,0
<b>Provisions et dettes</b>	<b>236,2</b>
<b>Total Passif</b>	<b>782,1</b>

Source : Société

<sup>70</sup> Au cours de la dernière décennie, seuls les exercices 2012 et 2021 ont été marqués par une baisse du BFR.

### 2.3.1. Goodwill

Les écarts d'acquisition sont comptabilisés pour un montant total de 55,7 M€, réparti entre les trois Unités Génératrices de Trésorerie (« UGT ») correspondant aux divisions Matières premières naturelles (30,0 M€), Parfumerie (17,8 M€) et Arômes (7,9 M€).

Le goodwill rattaché à l'UGT Matières premières naturelles intègre les écarts d'acquisition issus des prises de contrôle des entités Astier Demarest (5,4 M€) et Robertet Canada (7,3 M€), ainsi que de l'intégration globale de la société Bionov, auparavant mise en équivalence (10,0 M€<sup>71</sup>).

Compte tenu des valeurs recouvrables estimées par la Direction du Groupe<sup>72</sup>, aucune dépréciation des goodwills n'a été constatée.

### 2.3.2. Immobilisations incorporelles et corporelles

La valeur nette comptable des immobilisations incorporelles, qui s'établit à 12,6 M€, comprend essentiellement des actifs incorporels valorisés dans le cadre des regroupements d'entreprises intervenus au cours du dernier exercice clos.

Les immobilisations corporelles, d'une valeur nette comptable totale de 154,4 M€, comprennent essentiellement les terrains, les constructions et les installations techniques dédiés aux sites industriels et à l'exploitation du Groupe.

### 2.3.3. Droits d'utilisation et dettes locatives

Depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2019, le Groupe applique la norme IFRS 16 « Contrat de location » qui implique :

- de reconnaître au bilan les « droits d'utilisation » afférents aux biens loués (13,5 M€) ;
- d'inscrire en contrepartie un montant de dettes locatives traduisant les engagements de paiement des loyers (14,7 M€).

### 2.3.4. Actifs financiers

Les actifs financiers, totalisant 17,5 M€, sont composés :

- de dépôts et cautionnements (4,7 M€), de titres de participation comptabilisés au coût de revient (2,7 M€), de créances rattachées à des participations (3,4 M€) et d'autres actifs financiers non courants (3,7 M€) comprenant notamment des certificats de dépôts détenus par la filiale américaine Robertet Flavors ;
- des titres de participation Hitex acquis en 2014, comptabilisés selon la méthode de la mise en équivalence (3,0 M€).

---

<sup>71</sup> Goodwill provisoire.

<sup>72</sup> Au 31 décembre 2021, les valeurs recouvrables pour les trois UGT ont été estimées par la Direction du Groupe à un montant total de 1.057,5 M€.

### 2.3.5. Impôts différés

Les impôts différés représentent un passif net de 6,4 M€<sup>73</sup> au 31 décembre 2021.

Compte tenu de leur faible probabilité de recouvrement à horizon 3 ans, le Groupe n'a pas reconnu d'impôts différés actif au titre des déficits reportables, qui concernent des filiales en réorganisation ou en cours de développement, et représentent en base d'impôts un montant total estimé à 1,5 M€.

### 2.3.6. Besoin en fonds de roulement

Le besoin en fonds de roulement, d'un montant net de 235,0 M€ au 31 décembre 2021, a évolué historiquement comme suit :

<b>Besoin en fonds de roulement</b>					
<b>M€</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
Stocks et encours	169,2	187,7	187,6	166,9	191,6
Clients et autres débiteurs	125,0	123,2	133,0	123,1	143,7
Fournisseurs et autres dettes	(41,9)	(36,4)	(39,6)	(41,3)	(53,9)
Autres	(33,4)	(35,0)	(37,3)	(39,7)	(46,5)
<b>BFR</b>	<b>218,9</b>	<b>239,6</b>	<b>243,7</b>	<b>209,0</b>	<b>235,0</b>
<b>% chiffre d'affaires</b>	<b>43,4%</b>	<b>45,6%</b>	<b>44,0%</b>	<b>38,8%</b>	<b>38,8%</b>

Source : Société, analyses Ledouble

Compte tenu notamment du poids des stocks et des produits semi-finis, le BFR représente à la clôture 2021 environ 40% de l'actif économique<sup>74</sup> et du chiffre d'affaires annuel. Le Groupe est toutefois parvenu au cours des derniers exercices à limiter le niveau des stocks malgré la croissance de l'activité, améliorant ainsi la génération de *cash flow* opérationnel (§ 2.2.4).

### 2.3.7. Trésorerie nette

Le Groupe présente à fin 2021 une position de trésorerie nette excédentaire (91,9 M€), constituée :

- à l'actif, d'une enveloppe de trésorerie et d'équivalents de trésorerie (190,0 M€) ;
- au passif, de l'endettement financier brut (98,1 M€), comprenant :
  - des emprunts (70,0 M€) et des concours bancaires courants (3,2 M€) ;
  - des dettes financières au titre des *puts* sur minoritaires (13,0 M€<sup>75</sup>) et du solde du complément de prix sur l'entité Bionov (7,9 M€) ;
  - des passifs financiers divers (4,0 M€).

### 2.3.8. Capitaux propres

Au 31 décembre 2021, la valeur comptable des capitaux propres part du Groupe s'élève à 545,7 M€.

<sup>73</sup> Passifs d'impôts différés (7,8 M€) nets des actifs d'impôts différés (1,5 M€).

<sup>74</sup> Total bilan hors trésorerie et équivalents de trésorerie.

<sup>75</sup> Dont 6,4 M€ au titre du *put* sur minoritaires Sirius et 6,6 M€ au titre du *put* sur minoritaires Astier Demarest.

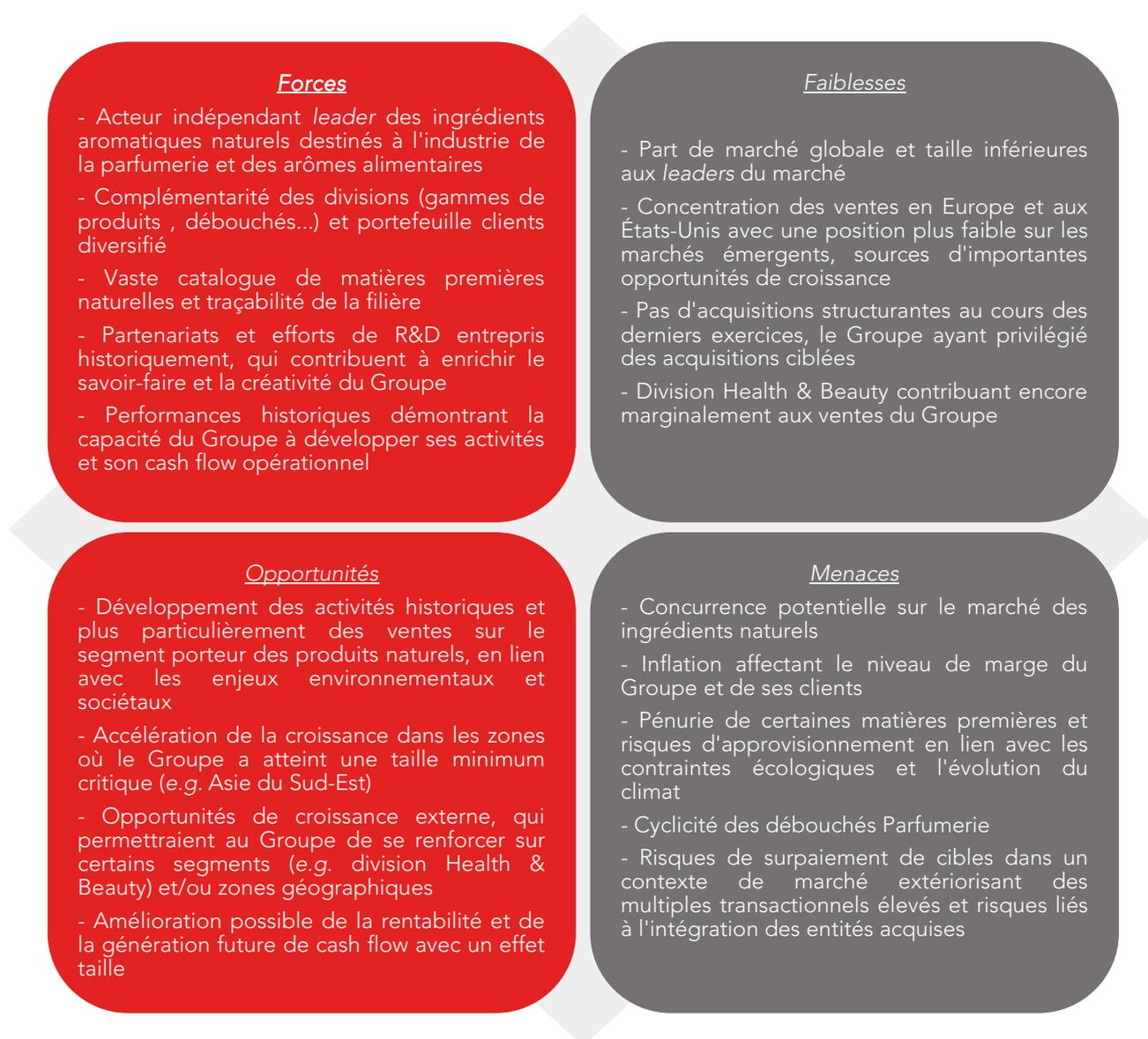
Les intérêts minoritaires, résultant des sociétés consolidées selon la méthode de l'intégration globale et dont le capital n'est pas détenu en totalité par Robertet, représentent en valeur comptable 0,2 M€<sup>76</sup>.

### 2.3.9. Provisions

Les provisions courantes et non courantes (13,7 M€) couvrent les engagements de retraite (10,7 M€), d'autres engagements envers le personnel (2,1 M€) et des risques divers de nature sociale, fiscale et commerciale (0,9 M€).

## 2.4. Matrice SWOT

La matrice SWOT présentée ci-dessous résume les forces et les faiblesses du Groupe, ainsi que les menaces et les opportunités auxquelles il est confronté sur son marché :



<sup>76</sup> Il s'agit des sociétés Astier Demarest et Robertet Africa.

### 3. Évaluation Multicritère

Nous avons mis en œuvre une évaluation multicritère du Groupe et de l'Action dont nous exposons, ci-après, les différents volets, en présentant successivement :

- les données structurant l'Évaluation Multicritère (§ 3.1) ;
- les critères et méthodes d'évaluation écartés (§ 3.2) ;
- les références boursières (§ 3.3) ;
- les manifestations d'intérêt récentes pour l'acquisition de tout ou partie du capital de la Société ou de sa holding de contrôle (§ 3.4) ;
- la valeur implicite des Actions dans le cadre de la Transaction Subséquente (§ 3.5) ;
- les méthodes d'évaluation retenus pour apprécier l'Équité des conditions financières de l'Offre (§ 3.6).

La synthèse de la valeur de l'Action restitue l'ensemble des résultats de l'Évaluation Multicritère et notre appréciation des primes induites par le Prix de l'Offre de l'Action (§ 3.7).

#### 3.1. Données structurant l'Évaluation Multicritère

##### 3.1.1. Référentiel comptable

Robertet établit ses comptes consolidés selon le référentiel des normes comptables internationales (IFRS).

Les comptes consolidés et les comptes annuels de Robertet au titre du dernier exercice clos le 31 décembre 2021 ont été certifiés sans réserve par les commissaires aux comptes.

##### 3.1.2. Nombre de Titres et d'instruments dilutifs

La valeur unitaire de l'Action a été déterminée par référence au capital dilué constitué des Titres et des instruments dilutifs émis par la Société (§ 1.2) :

<b>Nombre de titres et d'instruments dilutifs</b>	
<b>Catégorie</b>	<b>Nombre</b>
Actions	2 174 931
Certificats	137 844
<b>Titres</b>	<b>2 312 775</b>
Actions gratuites non attribuées définitivement	2 922
<b>Titres et instruments dilutifs</b>	<b>2 315 697</b>

Source : Société

##### 3.1.3. Date de l'Évaluation Multicritère

L'évaluation Multicritère est réalisée à la date d'émission du Rapport.

Nous nous référons, pour le calcul de la trésorerie nette ajustée (§ 3.1.5), aux comptes consolidés de l'exercice clos le 31 décembre 2021.

Les données de marché ont été appréhendées à la date la plus proche de l'émission du Rapport<sup>77</sup>. Nous nous sommes en outre assurés, jusqu'à la date d'émission du Rapport, que l'évolution des données de marché n'était pas susceptible d'avoir une incidence significative sur nos paramètres d'évaluation et les résultats de l'Évaluation Multicritère.

La date que nous avons retenue pour la référence au cours de bourse de l'Action est le **30 juin 2022**, dernier jour de cotation avant l'annonce de l'Offre intervenue postérieurement à la clôture du marché (la « **Date de Référence Boursière** »).

#### 3.1.4. Incidence de la norme IFRS 16 « Contrats de location »

Nous avons tenu compte, dans la modélisation des flux prévisionnels de trésorerie, de l'incidence des engagements de location simple du Groupe (3.6.1.2). Par conséquent, le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres exclut les dettes financières liées à ces engagements (§ 3.1.5).

Pour la valorisation analogique par les Comparables Boursiers (§ 3.6.2), nous avons examiné les résultats obtenus avec ou sans retraitement de la norme IFRS 16 « Contrats de location ». À l'issue de nos analyses et afin d'aboutir aux résultats jugés les plus pertinents<sup>78</sup>, nous avons :

- déterminé les multiples d'EBITDA des Comparables Boursiers en neutralisant l'incidence de la norme IFRS 16<sup>79</sup>, et exclu les obligations locatives du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres du Groupe ;
- déterminé les multiples d'EBIT des Comparables Boursiers *post* IFRS 16, en incluant les obligations locatives de la Société dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur de ses capitaux propres.

En l'absence d'informations suffisantes sur les modalités des Transactions Comparables, aucun retraitement n'a été effectué au titre de la norme IFRS 16 (§ 3.6.3).

#### 3.1.5. Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres

L'Évaluation Multicritère intègre, dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres du Groupe, la trésorerie nette ajustée de certains actifs et/ou passifs<sup>80</sup> ayant une incidence sur la valeur de l'Action :

---

<sup>77</sup> Les données de marché ont été extraites en date du 24 juin 2022.

<sup>78</sup> Le choix de retraiter ou non les multiples dépend notamment (i) du poids des obligations locatives au bilan des Comparables Boursiers, (ii) de l'amélioration attendue de la pertinence des résultats en cas de retraitement, (iii) du risque d'erreur en cas de retraitement, plus ou moins élevé en fonction de la qualité de la communication financière des Comparables Boursiers et (iv) de l'agrégat exploité (EBITDA ou EBIT). Quel que soit le choix retenu, la méthode de calcul des multiples des Comparables Boursiers est appliquée de manière homogène aux agrégats du Groupe.

<sup>79</sup> Nous avons ainsi retraité les agrégats prévisionnels des Comparables Boursiers à partir des informations publiques disponibles et des informations issues de nos bases de données.

<sup>80</sup> Actifs et/ou passifs dont l'impact sur la valeur de l'Action n'est pas directement pris en compte au niveau du plan d'affaires.

### Trésorerie Nette Ajustée

M€	déc-21
Trésorerie et équivalents de trésorerie	190,0
Emprunts et dettes financières	(98,1)
<b>Trésorerie nette comptable (hors IFRS 16)</b>	<b>91,9</b>
Dividendes au titre de l'exercice 2021	(18,5)
Titres mis en équivalence	7,5
Autres titres immobilisés	3,7
Créances rattachées à des participations	3,4
Titres de participations	2,7
Intérêts minoritaires	(0,2)
<b>Trésorerie Nette Ajustée</b>	<b>90,5</b>

Sources : Société, analyses Ledouble

La trésorerie nette comptable de 91,9 M€<sup>81</sup> (§ 2.3.7) a été ajustée :

- du détachement du dividende de 8 € par Action décidé par l'assemblée générale du 14 juin 2022 au titre de l'exercice 2021, le Prix de l'Offre s'entendant dividende détaché<sup>82</sup> (-18,5 M€) ;
- des titres de participation Hitex<sup>83</sup>, que nous avons réévalués sur la base du multiple d'EBITDA implicite issu de notre évaluation de la Société selon la méthode de valorisation intrinsèque (7,5 M€) ;
- des titres immobilisés<sup>84</sup> (3,7 M€) ;
- des créances rattachées à des participations (3,4 M€) et des titres de participation comptabilisés au coût de revient (2,7 M€)<sup>85</sup> ;
- des intérêts minoritaires relatifs aux sociétés Astier Demarest et Robertet Africa (-0,2 M€)<sup>86</sup>.

La trésorerie nette ainsi ajustée (la « Trésorerie Nette Ajustée ») ressort à **90,5 M€**.

### 3.1.6. Éléments d'atterrissage au titre du premier semestre 2022

La Direction nous a confirmé, à l'appui des dernières données de gestion à sa disposition, que :

- les réalisations à date étaient meilleures que celles attendues au titre du premier semestre 2022 ;

<sup>81</sup> Hors dettes locatives liées à l'application de la norme IFRS 16 (§ 2.3.3).

<sup>82</sup> Le détachement du dividende est intervenu le 29 juin 2022.

<sup>83</sup> Titres acquis en 2014, comptabilisés selon la méthode de la mise en équivalence et inscrits au bilan consolidé pour une valeur nette comptable de 3,0 M€ (§ 2.3.4).

<sup>84</sup> Comprenant notamment des certificats de dépôts détenus par la filiale américaine Robertet Flavors (§ 2.3.4).

<sup>85</sup> La Direction nous a confirmé que la valeur réelle de ces titres était assimilable à leur valeur nette comptable (§ 2.3.4), en l'absence de plus-values latentes significatives.

<sup>86</sup> Compte tenu de leur caractère non significatif à l'échelle du Groupe, nous n'avons pas procédé à une réévaluation de ces intérêts minoritaires (§ 2.3.8). Nous rappelons que la juste valeur des puts sur minoritaires est directement intégrée au niveau de la trésorerie nette comptable (§ 2.3.7).

- l'avance observée ne remettait pas en cause le budget 2022 que nous avons pris en compte dans l'Évaluation Multicritère, compte tenu de ses anticipations du volume d'activité sur le second semestre.

Nous avons pris en compte l'aléa sur les performances budgétées au titre de l'exercice 2022 au travers d'une analyse de sensibilité spécifique.

### 3.1.7. Valeur d'actifs non rattachés à l'exploitation

La Direction nous a confirmé que le Groupe ne détient pas d'actifs non affectés à l'exploitation, dont la valeur serait susceptible d'avoir une incidence significative sur notre appréciation du Prix de l'Offre.

Nous avons toutefois tenu compte, dans la modélisation des flux prévisionnels de trésorerie, de la cession potentielle d'un ensemble immobilier localisé à Grasse dont le Groupe est propriétaire.

## 3.2. Critères et méthodes d'évaluation écartés

### 3.2.1. Actif net réévalué (ANR)

La méthode de l'actif net réévalué (ANR) consisterait à corriger l'actif net comptable (« **ANC** ») consolidé des plus ou moins-values latentes identifiées à l'actif, au passif ou hors bilan ; en l'absence d'actifs hors exploitation, nous n'avons pas retenu cette méthode, la valorisation des actifs d'exploitation étant réalisée par l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie (§ 3.6.1).

À titre d'information, l'ANC par Action s'établit à 236<sup>87</sup> € au 31 décembre 2021.

### 3.2.2. Actualisation des dividendes

En l'absence de prévisions de distribution de dividendes<sup>88</sup>, la méthode de valorisation de l'Action par l'actualisation des dividendes ne nous paraît pas appropriée.

Nous avons toutefois mis en œuvre à titre principal la méthode d'évaluation par actualisation des flux prévisionnels de trésorerie, intégrant par construction le potentiel de distribution de dividendes à long terme, et permettant de prendre en compte la part non distribuée de résultat (§ 3.6.1).

## 3.3. Références boursières

### 3.3.1. Analyse du cours de bourse de l'Action

L'Action est cotée sur le compartiment A du marché réglementé Euronext Paris<sup>89</sup>.

---

<sup>87</sup> Part des capitaux propres revenant au Groupe : 545,7 M€ (§ 2.3.8) rapportée au nombre de Titres : 2.315.697 (§ 3.1.2).

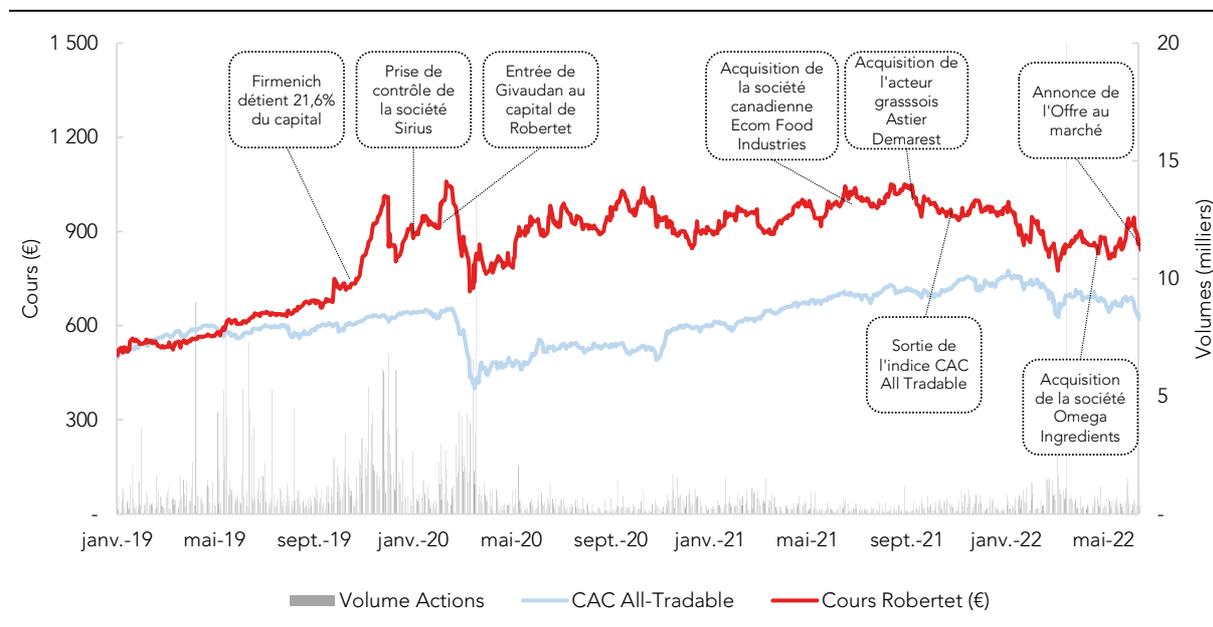
<sup>88</sup> Les Accords et Opérations Connexes intègrent des engagements en matière de politique de dividendes. Le plan d'affaires qui nous a été transmis n'intègre toutefois pas d'estimation du résultat net prévisionnel.

<sup>89</sup> Sous le code ISIN FR0000039091 ; mnémonique : RBT.

Nous nous référons, dans notre analyse du cours de bourse de l'Action, à la date du 30 juin 2022, dernier jour de cotation avant l'annonce de l'Offre intervenue postérieurement à la clôture du marché.

Nous présentons, ci-après, l'évolution depuis début 2019 du cours de l'Action parallèlement à celle de l'indice boursier français CAC All Tradable<sup>90</sup> :

### Cours de bourse de l'Action



Source : Bloomberg, analyses Ledouble

Plusieurs phases se dégagent de cette période d'observation de l'évolution de l'Action :

- au cours du premier semestre 2019, le cours de l'Action enregistre une progression de l'ordre de 26%, dans un contexte de marché porteur<sup>91</sup> ;
- au cours du second semestre 2019, le cours de l'Action surperforme nettement l'indice CAC All Tradable<sup>92</sup>, avec une hausse de son cours de 42%<sup>93</sup>, particulièrement marquée au dernier trimestre 2019, au cours duquel l'acteur Firmenich entre au capital de la Société ;
- début 2020, l'actionnariat de la Société évolue avec la prise de participation de Givaudan, et le cours de l'Action surperforme de nouveau le marché actions<sup>94</sup> ;

<sup>90</sup> L'évolution du cours de bourse de la Société par rapport aux Comparables Boursiers est présentée, à titre d'information, en **Annexe 9**.

<sup>91</sup> À titre de comparaison, l'indice CAC All Tradable enregistre sur la même période une hausse de 17%.

<sup>92</sup> Le cours de l'Action surperforme également sur cette période les rendements des actions des Comparables Boursiers (**Annexe 9**).

<sup>93</sup> Variation du cours de clôture entre le 1<sup>er</sup> juillet 2019 et le 31 décembre 2019. Sur la même période, l'indice CAC All Tradable progresse de seulement 7%.

<sup>94</sup> Entre début janvier et mi-février 2020, le cours de l'Action progresse de 19% tandis que l'indice CAC All Tradable affiche une variation inférieure à 1%.

- > entre mi-février et fin mars 2020, le cours de l'Action enregistre une chute similaire à celle du marché<sup>95</sup> du fait de la survenance de la crise sanitaire. Le cours de l'Action se redresse par la suite, dans des proportions toutefois moindres que celles observées sur le marché actions<sup>96</sup> ;
- > en 2021, le cours de l'Action, devenu moins volatile<sup>97</sup>, évolue dans une fourchette comprise entre 887 € et 1.049 €, dans un contexte boursier orienté très fortement à la hausse, les indices de la Bourse de Paris franchissant à plusieurs reprises les niveaux des plus hauts historiques en dépit des aléas économiques ;
- > en 2022, le cours de l'Action se replie, au même titre que les indices boursiers. À la Date de Référence Boursière, l'Action clôture à 845 €.

Nous présentons, ci-après, les cours moyens pondérés par les volumes<sup>98</sup> (« **CMPV** ») de l'Action à la Date de Référence Boursière (§ 3.1.3) :

<b>CMPV de l'Action</b>	
€	30-juin-22
<b>Spot (clôture)</b>	<b>845 €</b>
20 séances	863 €
60 séances	860 €
120 séances	853 €
180 séances	873 €
250 séances	889 €
12 mois	890 €
<b>Plus bas 12 mois</b>	<b>767 €</b>
<b>Plus haut 12 mois</b>	<b>1 042 €</b>

Source : Bloomberg

Nous présentons également, ci-après, la rotation de l'Action, exprimée par rapport au flottant sur les 12 derniers mois :

<b>Rotation de l'Action</b>	
	30-juin-22
Volume échangé 12 mois	137 735
Flottant	592 536
<b>Rotation du flottant (%)</b>	<b>23,2%</b>
<b>Rotation du flottant (années)</b>	<b>4,3</b>

Source : Bloomberg, analyses Ledouble

Les volumes échangés au cours des 12 derniers mois illustrent la liquidité restreinte de l'Action, avec une rotation annuelle qui représente environ 23% du flottant.

<sup>95</sup> Entre mi-février et fin mars 2020, le cours de l'Action et l'indice CAC All Tradable chutent respectivement de 26% et 28%.

<sup>96</sup> Entre le début du 2<sup>ème</sup> trimestre et la fin du 4<sup>ème</sup> trimestre 2020, le cours de l'Action et l'indice CAC All Tradable progressent respectivement de 18% et 33%.

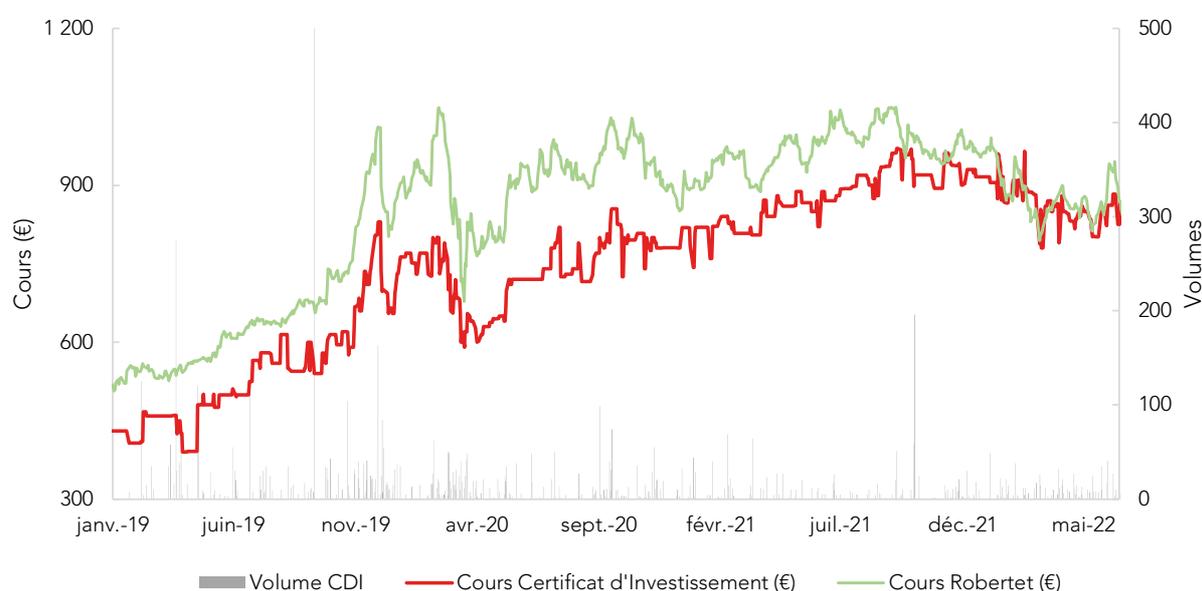
<sup>97</sup> En 2021, la volatilité moyenne annuelle du rendement de l'Action s'établit à 16%.

<sup>98</sup> Ajustés du dividende de 8 € détaché le 29 juin 2022.

### 3.3.2. Analyse du cours de bourse des Certificats

Nous présentons, ci-après, l'évolution depuis début 2019 du cours de bourse des Certificats d'Investissement<sup>99</sup> en comparaison avec celle du cours de l'Action :

#### Cours de bourse des Certificats d'Investissement et de l'Action



Source : Bloomberg, analyses Ledouble

À l'issue de notre examen du cours de bourse des Certificats, nous relevons que :

- les Certificats d'Investissement présentent une faible liquidité<sup>100</sup> et les Certificats de Droit de Vote une liquidité quasiment nulle<sup>101</sup>, de sorte que des arbitrages entre les différentes catégories de Titres ne peuvent que difficilement être réalisés, et que la pertinence de la référence boursière pour les Certificats est limitée ;
- les cours des Certificats d'Investissement et de l'Action présentent une forte corrélation ;
- toutefois, la décote implicite du cours du Certificat d'Investissement par rapport à celui de l'Action a varié de manière significative au cours du temps<sup>102</sup> ;
- les Certificats étant assimilables à des Actions démembrées, la décote implicite<sup>103</sup> observée historiquement sur le cours des Certificats d'Investissement correspond, en principe, à la valeur des Certificats de Droit de Vote. La liquidité quasiment nulle des Certificats de Droit de Vote ne permet toutefois pas de l'observer.

<sup>99</sup> Le graphe ne présente pas l'évolution du cours des Certificats de Droit de Vote, dont la cotation n'est intervenue que 5 jours sur l'ensemble de la période analysée.

<sup>100</sup> Sur les 12 mois antérieurs à la Date de Référence Boursière, le volume échangé représente environ 1% du nombre total des Certificats d'Investissement.

<sup>101</sup> Sur les 12 mois antérieurs à la Date de Référence Boursière, un seul Certificat de Droit de Vote a été échangé.

<sup>102</sup> Sur la période 2019-2022, le Cours du Certificat d'Investissement a oscillé dans une fourchette comprise entre 70% et 107% du cours de l'Action, sans que nous puissions identifier les facteurs susceptibles d'expliquer cette variation, en dehors du manque de liquidité des Certificats.

<sup>103</sup> Sur une période récente, le cours du Certificat d'Investissement a parfois extériorisé une légère prime par rapport au cours de l'Action. Seul le manque de liquidité des Titres nous semble pouvoir expliquer ce constat.

### 3.3.3. Cours cible des analystes

L'Action fait l'objet, à notre connaissance, d'un suivi par trois analystes<sup>104</sup>, dont les cours cibles publiés récemment sont recensés ci-après :

<b>Cours cibles des analystes</b>		
<b>Analyste</b>	<b>Date</b>	<b>Cours cible</b>
Midcap Partners	15-juin-22	1 100 €
Bryan, Garnier & Co	25-avr.-22	1 250 €
Tradition Securities & Futures	24-févr.-22	1 150 €
<b>Moyenne</b>		<b>1 167 €</b>

Sources : Notes d'analystes, Bloomberg, CIQ

Les cours cibles des analystes avant l'annonce de l'Offre s'échelonnent entre **1.100 €** et **1.250 €**, au-dessus du Prix de l'Offre et des résultats de l'Évaluation Multicritère (§ 3.7).

Nous relevons que :

- la trajectoire prévisionnelle retenue par Midcap Partners en termes de chiffre d'affaires, de marge opérationnelle et de *free cash flow*<sup>105</sup>, est proche de celle que nous avons modélisée à partir du plan d'affaires de la Société<sup>106</sup> ;
- la trajectoire prévisionnelle retenue par Bryan, Garnier & Co, table pour 2023<sup>107</sup> sur un *cash flow* opérationnel sensiblement supérieur en raison, d'une part, d'un chiffre d'affaires et d'un niveau de rentabilité légèrement supérieurs aux prévisions incluses dans le plan d'affaires de la Société et, d'autre part, d'une variation de BFR inférieure à celle estimée dans le plan d'affaires de la Société ;
- au-delà des prévisions de trésorerie à court et moyen terme, le positionnement des cours cibles publiés par les brokers est susceptible d'être influencé par plusieurs facteurs (e.g. prévisions à plus long terme, choix des méthodes d'évaluation, anticipations relatives à la politique de croissance externe de la Société).

Nous avons également pris connaissance des notes publiées par les analystes postérieurement à l'annonce de l'Offre. Midcap Partners a maintenu son cours cible, tandis que Tradition Securities & Futures a abaissé son cours cible à 1.071 €. À notre connaissance, Bryan Garnier n'a pas publié de nouvelle note.

### 3.4. Manifestations d'intérêt récentes

La Direction nous a confirmé l'absence, à sa connaissance, de manifestations d'intérêt récentes pour l'acquisition de tout ou partie du capital de la Société ou de sa holding de contrôle, formulées à des conditions plus favorables que le Prix de l'Offre.

<sup>104</sup> Nous avons eu accès aux notes publiées par Midcap Partners et Bryan, Garnier & Co.

<sup>105</sup> La note publiée par l'analyste détaille la trajectoire prévisionnelle jusqu'en 2024.

<sup>106</sup> Les informations contenues dans la note publiée par l'analyste sont insuffisantes pour comparer le cours cible et les résultats de l'Évaluation Multicritère. L'écart observé peut résulter de nombreux facteurs, en ce compris les paramètres d'actualisation et les méthodes et critères retenus par l'analyste pour déterminer le cours cible.

<sup>107</sup> Dernier exercice pour lequel les prévisions sont détaillées par l'analyste.

### 3.5. Valeur implicite de l'Action dans le cadre de la Transaction Subséquente

Dans le cadre de notre analyse des Accords et Opérations Connexes (§ 5), nous avons pris connaissance des modalités financières envisagées pour la Transaction Subséquente.

Nous relevons que le prix de rachat de l'action Maubert a été déterminé sur la base d'une valeur conventionnelle de l'Action de 860 €, en léger retrait par rapport au Prix de l'Offre.

### 3.6. Critères et méthodes d'évaluation retenus pour l'Action

Pour apprécier le Prix de l'Offre, nous nous référons, à titre principal, à la valorisation intrinsèque par actualisation des flux prévisionnels de trésorerie ou *Discounted Cash-flow* (DCF) (§ 3.6.1), et à la valorisation analogique par référence aux multiples boursiers (§ 3.6.2).

À titre de recoupement, nous avons mis en œuvre une valorisation analogique par les multiples transactionnels (§ 3.6.3).

#### 3.6.1. Valorisation intrinsèque par actualisation des flux de trésorerie prévisionnels ou *Discounted Cash-Flow* (DCF)

##### 3.6.1.1. Rappel des principes de la méthode DCF

La méthode DCF repose sur l'estimation de la valeur de l'actif économique d'une entreprise sur la base des flux de trésorerie d'exploitation disponibles<sup>108</sup> générés par son activité, lesquels sont actualisés à un taux correspondant à l'exigence de rendement attendu par les apporteurs de ressources.

Le calcul de la valeur terminale, estimée au-delà de la période explicite de prévisions, repose sur l'estimation d'un *cash-flow* libre durable et tient ainsi compte d'une hypothèse de continuité de l'exploitation et d'une estimation de croissance à long terme (croissance perpétuelle).

Afin d'obtenir la valeur de marché des fonds propres, la valeur des activités opérationnelles (valeur d'entreprise) est majorée de la trésorerie financière nette ou minorée de l'endettement financier net ; en l'occurrence le Groupe dispose d'un volant de trésorerie financière nette (§ 3.1.5).

##### 3.6.1.2. Plan d'Affaires de la Direction

Nous avons exploité le plan d'affaires établi par la Direction, présenté et approuvé par le Conseil d'Administration le 30 juin 2022 (le « **Plan d'Affaires** »). Les données prévisionnelles couvrent la période 2022 à 2027 (la « **Période Explicite** »).

Les trajectoires du Plan d'Affaires ont été établies sur la base d'un budget 2022<sup>109</sup> puis, sur la période subséquente, à partir d'une approche globale dite « *top-down* » par rapport aux tendances du marché et aux objectifs de la Direction.

---

<sup>108</sup> Résultat d'exploitation (EBIT) net d'impôt, retraité des charges calculées (dotations aux amortissements), déduction faite de la variation de Besoin en Fonds de Roulement (BFR) et des investissements (Capex).

<sup>109</sup> Budget réalisé sur les principales filiales du Groupe : Robertet Grasse et Robertet USA.

Bien que la Direction n'ait pas détaillé ses prévisions par secteur opérationnel ni par zone géographique, elle nous a indiqué que la trajectoire du Plan d'Affaires impliquait notamment le renforcement de la position du Groupe dans le domaine du naturel<sup>110</sup> et le développement de ses activités en Asie du Sud-Est, plus particulièrement en Chine, nécessitant des efforts en termes d'investissements industriels.

Le Plan d'Affaires repose sur les hypothèses clés suivantes :

- une croissance du chiffre d'affaires de 9% en 2022, en ligne avec les objectifs annoncés par la Société au marché dans son dernier rapport financier annuel et dans son communiqué de presse du [30 juin 2022](#). Cette croissance intègre l'impact en année pleine des variations de périmètre intervenues en 2021 ainsi que l'acquisition en 2022 de la société Omega Ingredients ;
- une croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires de près de 6% sur le reste de la Période Explicite, cohérente par rapport à la croissance enregistrée historiquement par le Groupe à taux de change et périmètre constants<sup>111</sup> ;
- une baisse temporaire<sup>112</sup> suivie d'un redressement de la rentabilité opérationnelle qui convergerait en fin de Période Explicite vers le niveau enregistré en 2021, exercice au cours duquel le Groupe a enregistré son plus haut niveau de rentabilité (§ 2.2.3) ;
- une enveloppe annuelle d'investissements représentant entre 3,3% et 3,9% du chiffre d'affaires, en ligne avec les réalisations des derniers exercices.

À partir des données prévisionnelles incluses dans le Plan d'Affaires et des informations complémentaires qui nous ont été transmises par la Direction, nous avons déterminé les flux prévisionnels de trésorerie en :

- prenant en compte le décaissement du prix d'acquisition d'Omega Ingredients pour l'estimation du flux de trésorerie 2022 ;
- retraitant l'incidence de la norme IFRS 16, afin de tenir compte de la charge de loyers prévisionnels dans les flux pour aboutir à une vision « cash »<sup>113</sup> ;
- tenant compte de la fiscalité, en postulant un taux d'imposition moyen de 25% des résultats futurs ;
- supposant que le Groupe poursuivrait l'optimisation de la gestion de ses stocks et bénéficierait d'un effet de taille, de telle sorte que le BFR représenterait, à terme, environ 35%<sup>114</sup> de son chiffre d'affaires annuel.

---

<sup>110</sup> Ce renforcement devrait se traduire par une augmentation des ventes de produits naturels et biologiques au sein de la division Matières Premières et le développement de nouvelles offres au sein des divisions Arômes et Parfumerie.

<sup>111</sup> Le Plan d'Affaires n'intègre pas l'impact des éventuelles opérations de croissance externe au-delà de 2022.

<sup>112</sup> Du fait de l'inflation attendue à court et moyen terme sur le prix des matières premières et sur certains coûts tels que l'énergie et les transports.

<sup>113</sup> La Direction nous a confirmé que le Plan d'Affaires reflétait une vision post IFRS 16, la charge de loyers n'étant pas déduite de la marge opérationnelle prévisionnelle.

<sup>114</sup> Soit une baisse d'environ 380 points de base par rapport à la clôture 2021 qui affiche un BFR de 38,8% du chiffre d'affaires (§ 2.3.6).

### 3.6.1.3. Construction de la valeur terminale

La valeur terminale est calculée sur un flux normatif déterminé à partir des estimations transmises par la Direction pour 2027, dernière année de la Période Explicite.

Le flux normatif repose sur les hypothèses clés suivantes :

- un niveau de chiffre d'affaires d'environ 900 M€<sup>115</sup>, auquel nous avons appliqué un taux de croissance perpétuelle de 2,5% (§ 3.6.1.7) ;
- un taux de marge d'EBITDA égal à 20,0% ;
- un taux de Capex normatif égal à 3,0% du chiffre d'affaires ;
- une variation du besoin en fonds de roulement liée exclusivement à la croissance perpétuelle, avec une hypothèse de maintien des délais de rotation des stocks ainsi que des délais de règlement des clients et de paiement des fournisseurs.

### 3.6.1.4. Traitement de la fiscalité

Nous avons retenu un taux d'impôt sur les sociétés de 25%, en lien avec les informations qui nous ont été transmises par la Direction et notre estimation du taux moyen d'imposition déterminé à partir des taux en vigueur dans chacune des zones d'implantation du Groupe<sup>116</sup>.

### 3.6.1.5. Coût du capital

Nous avons déterminé le coût du capital (« WACC ») à partir de la formule du Modèle d'Évaluation Des Actifs Financiers (MEDAF) ; nous avons privilégié la méthode directe<sup>117</sup> qui consiste à calculer le coût du capital à partir du beta de l'actif économique de l'entreprise.

Le taux d'actualisation a été calculé à partir des composants suivants :

- un taux sans risque de **1,5%** correspondant à la moyenne historique 3 mois des OAT 10 ans<sup>118</sup> ;
- un beta de l'actif économique sur une période de 5 ans, égal à **0,76**<sup>119</sup> ;
- une prime de risque du marché français estimée à **6,5%**<sup>120</sup> ;

---

<sup>115</sup> Cette hypothèse est compatible avec la volonté de la Direction, réaffirmée en 2021, de doubler son chiffre d'affaires en dix ans, étant précisé que :

- la Direction nous a confirmé que l'atteinte de cet objectif était conditionnée non seulement par le niveau de croissance organique, mais également par les opportunités de croissance externe susceptibles d'être identifiées et saisies par le Groupe ;
- le Plan d'Affaires n'intègre pas les effets des potentielles opérations de croissance externe futures, dont les conséquences et les modalités ne peuvent, par nature, être estimées.

<sup>116</sup>Taux pondérés par la contribution de ces zones au résultat opérationnel attendu sur la Période Explicite.

<sup>117</sup> La méthode indirecte consiste à déterminer de manière distincte le coût des fonds propres et le coût de la dette. Pour mémoire, il est d'usage de considérer que la structure de financement d'une entreprise n'a pas d'incidence significative sur sa valeur et sur son coût moyen pondéré du capital. Dès lors, les méthodes directe et indirecte de calcul du WACC conduisent en principe à un résultat identique ou très proche.

<sup>118</sup> Source : Banque de France.

<sup>119</sup> Le beta de l'actif économique a été déterminé à partir de notre panel de Comparables Boursiers (§ 3.6.2.2).

<sup>120</sup> Ledouble dispose de son propre modèle d'estimation du rendement de marché français. Sur la base d'un rendement attendu du marché français estimé à **8,0%**, qui, sous déduction d'un taux sans risque de 1,5%, induit une prime de risque de **6,5%**.

- une prime de taille de **1,0%**, pour tenir compte du différentiel de taille entre le Groupe et :
  - les Comparables Boursiers à partir desquels le beta de l'actif économique a été estimé<sup>121</sup> ;
  - les sociétés incluses dans l'indice CAC All Tradable à partir duquel la prime de risque du marché français a été estimée<sup>122</sup>.

Le coût moyen du capital que nous avons retenu pour actualiser les flux prévisionnels de trésorerie en DCF ressort ainsi à **7,45%** :

<b>Coût moyen pondéré du capital</b>	
<b>Composants</b>	<b>%</b>
Taux sans risque	1,5%
Beta de l'actif économique	0,76
Rendement de marché	8,0%
Prime de risque	6,5%
Prime de taille	1,0%
<b>Taux d'actualisation</b>	<b>7,45%</b>

Source : Bloomberg, analyses Ledouble

### 3.6.1.6. Taux de croissance perpétuelle

Nous avons appliqué un taux de croissance normatif intégrant les perspectives de croissance du secteur dans lequel opère le Groupe, au-delà de la Période Explicite.

À l'échelle du Groupe, nous retenons un taux de croissance perpétuelle de **2,5%** en ligne avec les prévisions des analystes en charge du suivi de la Société et des Comparables Boursiers.

### 3.6.1.7. Synthèse de la valorisation DCF

Nous présentons, ci-après, une analyse de sensibilité de la valeur de l'Action aux variations croisées<sup>123</sup> :

- du taux d'actualisation et du taux de croissance perpétuelle :

<b>Analyse de sensibilité de la valeur unitaire de l'Action (€)</b>					
<b>Taux de croissance</b>	<b>Taux d'actualisation</b>				
	<b>+100bp</b>	<b>+50bp</b>	<b>0bp</b>	<b>-50bp</b>	<b>-100bp</b>
<b>+50bp</b>	722 €	792 €	877 €	983 €	1 121 €
<b>+25bp</b>	701 €	<b>766 €</b>	<b>844 €</b>	<b>940 €</b>	1 063 €
<b>0bp</b>	682 €	<b>742 €</b>	<b>814 €</b>	<b>902 €</b>	1 012 €
<b>-25bp</b>	665 €	<b>720 €</b>	<b>787 €</b>	<b>867 €</b>	967 €
<b>-50bp</b>	649 €	701 €	762 €	836 €	927 €

<sup>121</sup> La capitalisation boursière moyenne des Comparables Boursiers est égale à 20,1 Md€ (§ 3.6.2.2).

<sup>122</sup> Nous constatons, au sein de l'indice CAC All Tradable, que le rendement implicite des grandes capitalisations boursières est, en moyenne, sensiblement inférieur à celui des sociétés cotées présentant une plus faible capitalisation boursière. À titre d'information, nous estimons le rendement implicite moyen des sociétés françaises cotées ayant une capitalisation boursière inférieure à 5 Md€ à plus de 10%.

<sup>123</sup> Variations exprimées en points de base (« pb »).

- du taux de marge d'EBITDA et du taux de capex normatif :

#### Analyse de sensibilité de la valeur unitaire de l'Action (€)

Taux de marge d'EBITDA	CAPEX normatif (% du CA)				
	+50bp	+25bp	0bp	-25bp	-50bp
+200bp	875 €	886 €	896 €	906 €	916 €
+100bp	834 €	<b>844 €</b>	<b>855 €</b>	<b>865 €</b>	875 €
0bp	793 €	<b>803 €</b>	<b>814 €</b>	<b>824 €</b>	834 €
-100bp	752 €	<b>762 €</b>	<b>773 €</b>	<b>783 €</b>	793 €
-200bp	711 €	721 €	732 €	742 €	752 €

La valeur centrale de l'Action ressort à **814 €**, dans une fourchette de valeurs de **720 €** à **940 €**.

Compte tenu des derniers éléments d'atterrissage qui nous ont été fournis par la Direction et de l'aléa sur les réalisations de l'exercice en cours (§ 3.1.6), nous avons mis en œuvre une analyse de sensibilité complémentaire en postulant que le Groupe parviendrait à maintenir son avance observée à date sur le budget 2022<sup>124</sup>. Cette analyse de sensibilité conduit à une valeur centrale de l'Action de **873 €**, dans une fourchette de valeurs de **772 €** à **1.010 €**.

### 3.6.2. Valorisation analogique par les Comparables Boursiers

Nous développons dans le présent chapitre la valorisation analogique de l'Action par référence aux multiples d'EBITDA et d'EBIT d'un panel de comparables boursiers (les « **Comparables Boursiers** »).

#### 3.6.2.1. Modalités de calcul des multiples de valeur d'entreprise

Nous avons écarté les multiples :

- de chiffre d'affaires, car il ne nous paraît pas pertinent de valoriser le Groupe selon le seul critère de volume d'activité sans tenir compte du critère de rentabilité d'exploitation ;
- de résultat net (PER), car les PER conduisent à des estimations biaisées du fait des écarts de structure financière et du différentiel de taux d'imposition applicable.

Nous avons ainsi examiné les multiples d'EBITDA et d'EBIT sur la période 2022 à 2023, couverte par les analystes. Pour déterminer les multiples de chacun des Comparables Boursiers, nous nous sommes référés :

- à leur capitalisation boursière en moyenne 3 mois ; l'endettement net financier (ou le cas échéant la trésorerie nette financière) s'intercale entre la capitalisation boursière et la valeur d'entreprise à partir de laquelle les multiples sont déterminés ;
- aux estimations d'EBITDA et d'EBIT issues des consensus d'analystes.

<sup>124</sup> Nous avons maintenu les taux de croissance estimés par la Direction au titre des exercices ultérieurs, de sorte que cette analyse de sensibilité implique une trajectoire rehaussée pour l'ensemble de la Période Explicite et pour le flux normatif sous-tendant le calcul de la valeur terminale.

Afin d'améliorer la fiabilité et la pertinence des résultats, nous avons tenu compte de l'incidence de la norme IFRS 16 (§ 3.1.4), et avons appliqué une décote de taille sur les multiples des Comparables Boursiers (§ 3.6.2.2).

### 3.6.2.2. Composition de l'échantillon de Comparables Boursiers

Il n'existe pas, à notre connaissance, de sociétés cotées strictement comparables à Robertet réunissant des caractéristiques parfaitement identiques en termes d'activité, de taille, de taux de marge d'exploitation et de zones d'implantation.

En considérant les critères de secteur d'activité, de taux de marge et de perspectives de croissance, nous avons constitué un panel composé de plusieurs sociétés cotées évoluant dans la fabrication des arômes et des parfums.

Notre échantillon de Comparables Boursiers est détaillé en **Annexe 8**. Nous en présentons, ci-après, les capitalisations boursières<sup>125</sup> :

<b>Capitalisation boursière des Comparables Boursiers (Md€)</b>		
<b>Société</b>	<b>Pays</b>	<b>Capitalisation boursière</b>
Givaudan	Suisse	32,5
IFF	Etats-Unis	30,0
Symrise	Allemagne	14,7
Sensient	Etats-Unis	3,3
<b>Moyenne</b>		<b>20,1</b>

Source : Bloomberg

L'examen du profil et des multiples de valeur d'entreprise des Comparables Boursiers appelle de notre part les commentaires suivants :

- Givaudan et IFF, qui sont les acteurs *leaders* cotés bénéficiant des plus fortes parts de marché au sein de l'échantillon (§ 2.1.3.1) et dont la taille est supérieure à celles des autres Comparables Boursiers, extériorisent les multiples les plus élevés. Symrise et Sensient, qui présentent une taille inférieure et occupent une part de marché moins importante, affichent corollairement des multiples en retrait ;
- les multiples d'EBITDA sont, toutes choses égales par ailleurs, plus élevés pour les entreprises ayant la capacité de transformer une part significative de leur marge en *cash flow*. Ce principe se vérifie au sein de l'échantillon : les Comparables Boursiers dont les besoins en investissements sont plus élevés affichent des multiples d'EBITDA inférieurs et inversement. Nous observons toutefois que globalement, la capacité du Groupe à transformer sa marge d'EBITDA en *cash flow* est équivalente à celle des Comparables Boursiers. Les multiples d'EBIT permettent par ailleurs de tenir compte des différents niveaux d'intensité capitalistique ;
- les Comparables Boursiers affichent dans l'ensemble des perspectives de croissance en ligne avec les tendances de marché et proches de celles attendues par la Direction pour le Groupe ;

<sup>125</sup> En moyenne 3 mois.

- les multiples des Comparables Boursiers, bien qu'ayant reculé par rapport aux niveaux constatés à la fin de l'année 2021<sup>126</sup>, se situent à un niveau élevé par rapport à la moyenne observée sur longue période (**Annexe 9**)<sup>127</sup>.

Nous relevons que la Société, bien que faisant partie des acteurs *leaders* des ingrédients naturels, présente une taille et une part de marché sensiblement inférieures à celles des Comparables Boursiers, justifiant l'application d'une décote de taille pour aboutir à des résultats plus pertinents<sup>128</sup>.

En appliquant une décote de taille de 20%<sup>129</sup>, les multiples de valeur d'entreprise ressortent en moyenne à :

- 15,1x EBITDA 2022<sup>e</sup> et 13,9x EBITDA 2023<sup>e</sup> ;
- 21,7x EBIT 2022<sup>e</sup> et 19,3x EBIT 2023<sup>e</sup>.

Ces multiples ont été appliqués aux agrégats du Plan d'Affaires. Au même titre que dans la méthode de valorisation intrinsèque, nous avons mené une analyse de sensibilité en tenant compte des derniers éléments d'atterrissage mis à notre disposition par la Direction (§ 3.1.6).

### 3.6.2.3. Synthèse de la valorisation par les Comparables Boursiers

La valeur analogique de l'Action par les Comparables Boursiers s'inscrit dans une fourchette de valeurs :

- de **791 €** à **855 €** en appliquant les multiples d'EBITDA ;
- de **906 €** à **1.031 €** en appliquant les multiples d'EBIT.

<sup>126</sup> Période à laquelle les multiples de marché avaient atteint des niveaux records.

<sup>127</sup> Ce constat est souligné à titre d'information, l'Évaluation Multicritère étant réalisée à la date d'émission du Rapport (§ 3.1.3).

<sup>128</sup> La taille d'une entreprise a une incidence directe sur ses multiples, en lien avec les bénéfices et/ou les facteurs de risques induits. Une taille restreinte est notamment susceptible d'impliquer :

- une plus forte exposition à l'environnement concurrentiel, aux aléas conjoncturels et aux incidents opérationnels ;
- un rapport de forces vis-à-vis des tiers défavorable ;
- une moindre diversification (portefeuille clients, activités, zones géographiques...) ;
- une plus grande difficulté à saisir certaines opportunités de croissance externe ;
- une structure managériale concentrée ;
- une structure de coûts fixes obérant la rentabilité opérationnelle ;
- une moindre liquidité du titre.

L'incidence de la taille doit toutefois être examinée au cas par cas, une entreprise de taille petite ou intermédiaire étant susceptible de bénéficier par exemple d'un positionnement sur un marché de niche ou d'une capacité d'innovation reconnue lui permettant de bénéficier de meilleures perspectives de croissance.

<sup>129</sup> Ce niveau de décote, que nous avons fixé à l'issue de notre examen comparatif du Groupe et des Comparables Boursiers, s'inscrit dans le bas de la fourchette des décotes de taille et d'illiquidité évoquées dans la littérature financière. Nous avons tenu compte à la fois des facteurs de risques propres à Robertet, mais également de son positionnement sur le segment porteur des ingrédients naturels. Le niveau de décote retenu est cohérent par rapport à la décote induite par la prime de taille de 1% dans le taux d'actualisation (§ 3.6.1.5).

### 3.6.3. Valorisation analogique par les Transactions Comparables

Nous avons également valorisé l'Action par référence aux transactions récentes intervenues dans les secteurs des arômes, des parfums et des ingrédients naturels (les « **Transactions Comparables** ») sur une période d'observation de 5 ans à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2017, présentées en **Annexe 10**.

Nous avons valorisé le Groupe sur la base des multiples d'EBITDA<sup>130</sup> issus de notre échantillon de Transactions Comparables, retraités des primes de contrôle susceptibles d'avoir été consenties par les acquéreurs<sup>131</sup>.

Les multiples médians retraités ressortent entre 14,2x et 15,5x EBITDA<sup>132</sup>. Compte tenu des variations de périmètre intervenues en 2021, nous avons appliqué ces multiples médians à l'agrégat 2022 du Plan d'Affaires<sup>133</sup>.

La valeur analogique de l'Action par les Transactions Comparables s'inscrit dans une fourchette de valeurs de **772 € à 901 €**.

### 3.7. Synthèse de l'Évaluation Multicritère

Les valeurs obtenues à l'issue de l'Évaluation Multicritère sont résumées dans le tableau ci-dessous, mentionnant le niveau de prime induit par le Prix de l'Offre de **885 €**, sur l'ensemble des critères et méthodes d'évaluation que nous avons examinés et mis en œuvre :

Méthode	Valeur / Action (€)			Prime / (Décote)		
	Min.	Centrale	Max.	Min.	Centrale	Max.
<b>Prix de l'Offre</b>		<b>885 €</b>				
<b>Références boursières</b>						
Spot au 30 juin 2022		845 €			5%	
20 séances		863 €			3%	
60 séances		860 €			3%	
120 séances		853 €			4%	
180 séances		873 €			1%	
250 séances		889 €			(0%)	
12 mois		890 €			(1%)	
Cours cible	1 100 €		1 250 €	(20%)		(29%)
<b>Approche intrinsèque</b>						
DCF	720 €	814 €	1 010 €	23%	9%	(12%)
<b>Approches analogiques</b>						
<b>Comparables Boursiers</b>						
Multiples d'EBITDA	791 €		855 €	12%		3%
Multiples d'EBIT	906 €		1 031 €	(2%)		(14%)
<b>Transactions Comparables</b>						
Multiples d'EBITDA	772 €		901 €	15%		(2%)

<sup>130</sup> Dans la mesure où l'information sur les agrégats d'EBIT est parcellaire.

<sup>131</sup> Le retraitement des primes de contrôle a été effectué sur la base d'études internes réalisées par Ledouble et des résultats de l'étude « Primes de contrôle » réalisée en 2018 par PwC sur 2.406 transactions recensées au cours de la dernière décennie en Europe de l'Ouest.

<sup>132</sup> Les bornes de la fourchette résultent du retraitement des primes de contrôle.

<sup>133</sup> En intégrant la même analyse de sensibilité que pour la valorisation intrinsèque (3.6.1.7) et la valorisation analogique basée sur les Comparables Boursiers (§ 3.6.2.2).

À l'issue de nos travaux d'évaluation de l'Action, nous constatons que le Prix de l'Offre :

- s'inscrit dans la fourchette des valeurs obtenues pour l'ensemble des critères examinés et des méthodes d'évaluation mises en œuvre, à l'exception des cours cibles publiés par les analystes ;
- extériorise une prime de 9% sur notre estimation de la valeur centrale de l'Action selon la méthode DCF, étant rappelé que :
  - la trajectoire du Plan d'Affaires traduit les perspectives opérationnelles attendues par la Direction selon une approche *stand alone*, sans tenir compte de l'incidence des éventuelles opportunités de croissance externe futures<sup>134</sup> ;
  - la consolidation de l'avance constatée par la Direction sur son budget à fin mai 2022 réduirait la prime induite par le Prix de l'Offre<sup>135</sup>.

---

<sup>134</sup> La Direction nous a confirmé qu'aucune opération de croissance externe n'était en cours.

<sup>135</sup> La prime implicite s'établirait le cas échéant à 1%.

## 4. Analyse des éléments de valorisation des Établissements Présentateurs

Nous avons analysé les travaux d'évaluation réalisés par Lazard Frères et Portzamparc, Établissements Présentateurs de l'Offre, dont la synthèse est exposée dans le Projet de Note d'Information.

Les principales convergences ou divergences constatées dans le choix des critères et méthodes d'évaluation, ainsi que dans leur mise en œuvre, peuvent se résumer comme suit.

### 4.1. Critères et méthodes d'évaluation retenus

Les critères examinés et les méthodes d'évaluation mises en œuvre par les Établissements Présentateurs et Ledouble sont identiques.

### 4.2. Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres

Notre estimation de la valeur de l'Action repose sur une trésorerie financière nette de 90,5 M€ (§ 3.1.5), tandis que les Établissements Présentateurs ont retenu une trésorerie financière nette de 80,0 M€ :

<u>Comparaison de la trésorerie financière nette</u>	
M€	
<b>Ledouble</b>	<b>90,5</b>
<b>Écarts au 31 décembre 2021</b>	
Dettes locatives	(14,7)
Provisions	(10,9)
Titres mis en équivalence	(4,4)
Dépôts et cautionnements	4,7
<b>Écarts sur le 1<sup>er</sup> semestre 2022</b>	
Acquisition d'Omega Ingredients	(13,6)
Estimation de trésorerie générée sur le S1 2022	28,5
<b>Établissements Présentateurs</b>	<b>80,0</b>

Sources : analyses Ledouble

L'examen comparé des éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres appelle de notre part les commentaires suivants :

- nous excluons les obligations locatives relatives à l'application de la norme IFRS 16 (14,7 M€), dans la mesure où nous avons intégré les charges locatives dans la modélisation des flux prévisionnels de trésorerie (§ 3.6.1.2)<sup>136</sup> ;
- les Établissements Présentateurs retiennent les provisions pour retraites<sup>137</sup> et d'autres provisions (10,9 M€). En l'absence d'élément exceptionnel concernant ces charges futures, nous considérons que leur décaissement est implicitement pris en compte dans les flux prévisionnels de trésorerie<sup>138</sup> ;

<sup>136</sup> Retraitement non effectué par les Établissements Présentateurs.

<sup>137</sup> Nettes des impôts différés actifs.

<sup>138</sup> Les prévisions du Plan d'Affaires ont été établies par la Direction à partir des résultats historiques qui intègrent ces natures de charges.

- les Établissements Présentateurs retiennent la valeur nette comptable des titres mis en équivalence. Nous avons procédé à une réévaluation de ces titres (4,4 M€) ;
- nous excluons les dépôts et cautionnements (4,7 M€), considérant qu'ils se rattachent à l'exploitation et ne sont donc pas mobilisables.

Par ailleurs, les Établissements Présentateurs ont estimé une trésorerie nette au 30 juin 2022, tandis que nous nous référons au 31 décembre 2021. Cette convention n'a toutefois pas d'incidence significative sur les résultats de nos travaux d'évaluation respectifs<sup>139</sup>.

#### 4.3. Paramètres d'actualisation

Les Établissements Présentateurs ont déterminé le coût moyen du capital de manière indirecte (7,25%) tandis que nous l'avons déterminé de manière directe (7,45%). Les différences relevées dans nos calculs respectifs conduisent à un écart faible de 20 points de base.

Compte tenu de la sensibilité de la valeur de l'Action au taux d'actualisation, les écarts relevés sur les coefficients d'actualisation ont un impact de 21 € par Action.

Les Établissements Présentateurs et Ledouble ont retenu un taux de croissance perpétuelle identique de 2,5%.

#### 4.4. Références boursières

En synthèse des éléments d'appréciation du Prix de l'Offre, les Établissements Présentateurs retiennent les CMPV 1 mois et 3 mois au 24 juin 2022.

Nos références boursières ont été arrêtées en date du 30 juin 2022 et ont été examinées sur une période de 12 mois.

#### 4.5. Valorisation intrinsèque par actualisation des flux prévisionnels de trésorerie

La valeur centrale de l'Action selon l'approche intrinsèque s'établit à **875 €** pour les Établissements Présentateurs et à **814 €** pour Ledouble, soit un écart de **61 €** qui se décompose comme suit<sup>140</sup> :

<b>Bridge de la valeur centrale de l'Action selon la méthode DCF</b>	
<b>En euros</b>	
<b>Ledouble</b>	<b>814 €</b>
Taux et coefficients d'actualisation	21 €
Retraitement IFRS 16	49 €
Estimation de la trésorerie nette ajustée	(5 €)
Modélisation des flux prévisionnels de trésorerie	(4 €)
<b>Etablissements Présentateurs</b>	<b>875 €</b>

Source : analyses Ledouble

<sup>139</sup> En particulier :

- nous valorisons dans l'approche intrinsèque le flux 2022 dans sa totalité. Compte tenu de leur date de référence, les Établissements Présentateurs ne retiennent que 50% du flux 2022 ;
- nous avons tenu compte du décaissement du prix d'acquisition d'Omega Ingrédients directement dans les flux prévisionnels de trésorerie modélisés dans l'approche intrinsèque (§ 3.6.1.2).

<sup>140</sup> La décomposition de l'écart résulte d'estimations Ledouble, et est par conséquent mentionnée à titre purement indicatif.

L'écart relevé sur les estimations de la valeur centrale de l'Action résulte :

- du choix des paramètres d'actualisation (+21 €) ;
- du retraitement des charges locatives susmentionné (+49 €<sup>141</sup>) ;
- des écarts constatés dans l'estimation de la trésorerie nette ajustée<sup>142</sup> (-5 €) ;
- des écarts divers de modélisation des flux prévisionnels de trésorerie (-4 €).

Les analyses de sensibilité que nous avons mises en œuvre (§ 3.6.1.7) nous conduisent par ailleurs à des fourchettes de valeurs plus larges que celles obtenues par les Établissements Présentateurs.

#### 4.6. Valorisation analogique par les Comparables Boursiers

Les Établissements Présentateurs et Ledouble ont retenu le même panel de comparables boursiers, composé d'acteurs opérant dans la fabrication de parfums et d'arômes.

Nous avons néanmoins relevé les différences méthodologiques suivantes :

- les Établissements Présentateurs ont privilégié les multiples d'EBITDA ; nous présentons également les résultats obtenus à partir des multiples d'EBIT qui présentent l'intérêt de limiter les biais liés aux degrés d'intensité capitalistique ;
- nous appliquons une décote de taille de 20% sur les multiples des Comparables Boursiers, tandis que les Établissements Présentateurs retiennent :
  - en bas de fourchette, une décote de 22% résultant de leurs observations de marché ;
  - en haut de fourchette, les multiples moyens de leur échantillon non décotés ;
- les autres différences méthodologiques<sup>143</sup> ont globalement une incidence limitée.

En définitive, notre estimation de la valeur de l'Action par l'application des multiples d'EBITDA se recoupe avec les valeurs obtenues en bas de fourchette par les Établissements Présentateurs, après application de la décote de marché.

---

<sup>141</sup> Impact net entre les charges locatives que nous avons prises en compte dans les flux (55 € par Action) et les obligations locatives prises en compte par les Établissements Présentateurs (6 € par Action).

<sup>142</sup> Hors impact IFRS 16 susmentionné et hors écarts liés à la date retenue pour le calcul de la trésorerie nette (sans incidence sur la valeur de l'Action).

<sup>143</sup> Parmi les autres différences méthodologiques relevées :

- les Établissements Présentateurs déterminent les multiples sur la base d'une capitalisation boursière en moyenne 1 mois, tandis que nous retenons une moyenne 3 mois ;
- Ledouble applique les multiples moyens aux agrégats estimés au titre des exercices 2022 et 2023. Les Établissements Présentateurs appliquent un multiple moyen à l'EBITDA NTM (*Next Twelve Months*) au 30 juin 2022 ;
- nous effectuons des retraitements au titre de la norme IFRS 16.

## 4.7. Valorisation analogique par les Transactions Comparables

L'examen comparé de la valorisation analogique par les Transactions Comparables appelle de notre part les commentaires suivants :

- les transactions analysées respectivement par les Établissements Présentateurs et Ledouble se recoupent partiellement. Nous nous sommes limités à la période 2017 à 2022 ; les Établissements Présentateurs ont retenu des transactions intervenues depuis 2014 ;
- au même titre que les Établissements Présentateurs, nous avons tenu compte des primes de contrôle susceptibles d'avoir été consenties par les acquéreurs ; nos résultats sont présentés après retraitement des primes de contrôle, ceux des Établissement Présentateurs avant et après ce retraitement ;
- nous appliquons les multiples retraités des primes de contrôle à l'EBITDA estimé pour l'exercice 2022, tandis que les Établissements Présentateurs les appliquent à l'EBITDA LTM<sup>144</sup> au 30 juin 2022.

En définitive, les différences méthodologiques que nous avons relevées ont globalement une incidence limitée sur les estimations respectives de la valeur de l'Action.

## 4.8. Synthèse de la comparaison des éléments de valorisation

La comparaison chiffrée de nos travaux avec ceux des Établissements Présentateurs est exposée ci-après :

<b>Comparaison avec les Établissements Présentateurs</b>						
€/Action	Ledouble			Établissements Présentateurs		
	Min.	Centrale	Max.	Min.	Centrale	Max.
<b>Références boursières</b>						
Spot		845 €			859 € (*)	
20 séances		863 €			878 € (*)	
60 séances		860 €			863 € (*)	
120 séances		853 €			857 € (*)	
180 séances		873 €			n.c.	
250 séances		889 €			n.c.	
12 mois		890 €			892 € (*)	
Cours cible	1 100 €		1 250 €	1 100 €		1 250 €
<b>Approche intrinsèque</b>						
DCF	720 €	814 €	1 010 €	804 €	875 €	961 €
<b>Approches analogiques</b>						
<b>Comparables Boursiers</b>						
Multiples d'EBITDA	791 €		855 €	771 €		974 €
Multiples d'EBIT	906 €		1 031 €			
<b>Transactions Comparables</b>						
Multiples d'EBITDA (sans primes de contrôle)	772 €		901 €	803 €		884 €
Multiples d'EBITDA (avec primes de contrôle)	n.c.		n.c.	1 039 €		1 145 €

(\*) Les références boursières des Établissements Présentateurs et de Ledouble sont arrêtées respectivement en dates du 24 juin 2022 et du 30 juin 2022. Par simplification, les CMPV 1 mois, 3 mois et 6 mois déterminés par les Établissements Présentateurs sont assimilés dans le tableau ci-dessus aux CMPV 20 séances, 60 séances et 120 séances.

<sup>144</sup> Last Twelve Months.

## 5. Analyse des Accords et Opérations Connexes

Sur la base du Projet de Note d'information et des informations qui nous ont été transmises dans le cadre de la Mission, nous avons identifié les Accords et Opérations Connexes suivants :

- Accord de liquidité conclu entre les actionnaires de Maubert en date du 30 juin 2022 (l' « **Accord de Liquidité** ») (§ 5.1) ;
- Pacte d'actionnaires conclu à la même date entre les actionnaires de Maubert (le « **Pacte d'Actionnaires** ») (§ 5.2)<sup>145</sup>.

### 5.1. Accord de Liquidité

L'Accord de Liquidité a pour objet la mise en place d'une fenêtre exceptionnelle de liquidité au bénéfice de certaines parties signataires, facilitée par la mise en œuvre de l'Offre à laquelle Maubert apporterait une partie de ses actions Robertet sans perdre le contrôle de la Société.

Nous avons examiné en particulier les modalités de détermination du prix de rachat de l'action Maubert par les parties signataires de l'Accord de Liquidité. Nous relevons que :

- le patrimoine de Maubert est essentiellement composé d'Actions et de Certificats de Droits de Vote<sup>146</sup> ;
- le prix de rachat de l'action Maubert a été déterminé sur la base notamment :
  - d'une valeur conventionnelle de l'Action Robertet égale à 860 € ;
  - d'une valorisation des Certifications de Droit de Vote à hauteur de 10% de la valeur conventionnelle de l'Action ;
- la valeur conventionnelle retenue pour l'Action est proche du Prix de l'Offre ;
- la valeur retenue pour les Certificats de Droit de Vote s'inscrit dans la fourchette des valeurs induites par le cours de bourse historique des Certificats (§ 3.3.2). Compte tenu du poids relatifs des Actions et des Certificats détenus par Maubert, la valeur de l'Action induite par le prix de rachat de l'action Maubert est en tout état de cause inférieure au Prix de l'Offre, quelle que soit l'hypothèse retenue pour la valorisation des Certificats<sup>147</sup>.

À l'issue de notre examen de l'Accord de Liquidité, nous n'avons pas relevé de disposition susceptible de préjudicier aux intérêts des Actionnaires Minoritaires.

### 5.2. Pacte d'Actionnaires

Les actionnaires de Maubert ont conclu le Pacte d'Actionnaires qui comprend notamment des dispositions usuelles en matière de gouvernance et les règles de transfert des actions Maubert.

---

<sup>145</sup> Nous avons également pris connaissance du projet de statuts de Maubert et n'y avons pas relevé de dispositions susceptibles d'avoir une incidence significative sur le Prix de l'Offre.

<sup>146</sup> À la date de signature de l'Accord de Liquidité, Maubert détenait 970.578 Actions, 14 Certificats d'Investissement et 137.223 Certificats de Droit de Vote.

<sup>147</sup> Y compris dans l'hypothèse où les Certificats de Droit de Vote ne seraient pas valorisés.

Le Pacte d'Actionnaires prévoit en outre :

- des engagements en matière de politique de dividende, mentionnés dans le Projet de Note d'Information, conformément à la politique adoptée et annoncée par le Conseil d'Administration le 30 juin 2022, sans incidence sur notre appréciation du Prix de l'Offre<sup>148</sup> ;
- la possibilité, pour le conseil d'administration de Maubert, de mettre en place à compter du quatrième anniversaire de la signature du Pacte d'Actionnaires, des fenêtres de liquidité dites « au fil de l'eau », au bénéfice des parties signataires au Pacte d'Actionnaires. Le cas échéant, ces fenêtres de liquidité seront réalisées à un prix déterminé par transparence et par référence au prix moyen pondéré par les volumes de l'action Robertet suivant les 10 jours de négociation postérieurs à l'annonce des résultats annuels de la Société, après application d'une décote de 15%.

À l'issue de notre examen du Pacte d'Actionnaires et des modalités financières de l'Offre, nous relevons que :

- la fenêtre exceptionnelle de liquidité offerte aux actionnaires de Maubert dans le cadre de l'Accord de Liquidité sera facilitée par la mise en œuvre de l'Offre, et ses modalités ont été fixées par référence à une valeur conventionnelle de l'Action inférieure au Prix de l'Offre ;
- les fenêtres de liquidité « au fil de l'eau » prévues par le Pacte d'Actionnaires sont susceptibles d'intervenir à une période ultérieure, déconnectée de l'Offre et dont les conditions de marché ne peuvent être anticipées.

À l'issue de notre examen du Pacte d'Actionnaires, nous n'avons pas relevé de disposition susceptible de préjudicier aux intérêts des Actionnaires Minoritaires.

## 6. Observations formulées par les Actionnaires Minoritaires

Nous avons relayé le communiqué de presse faisant part de la désignation de Ledouble en qualité d'Expert Indépendant dès le [1<sup>er</sup> juillet 2022](#) sur notre site d'informations.

Nous n'avons pas reçu de courrier de la part d'Actionnaires Minoritaires, et il ne nous en a pas été signalé par la Direction ou par l'AMF.

---

<sup>148</sup> Pour mémoire, nous avons mis en œuvre à titre principal la méthode d'évaluation par actualisation des flux prévisionnels de trésorerie, intégrant par construction le potentiel de distribution de dividendes à long terme (§ 3.2.2).

## 7. Synthèse

Conformément au champ de saisine de l'Expert Indépendant (§ 1.4.1), nous nous sommes attachés à vérifier :

- le caractère équitable des conditions financières de l'Offre au regard de la valeur de l'Action issue de l'Évaluation Multicritère ;
- l'absence de dispositions dans les Accords et Opérations Connexes susceptibles de préjudicier aux intérêts des Actionnaires Minoritaires.

Nous rappelons que nous apprécions le Prix de l'Offre par référence aux conditions financières de l'Offre et à l'évaluation de l'Action dans les circonstances actuelles, lesquelles, par définition, diffèrent des conditions dans lesquelles les Actionnaires Minoritaires ont pu, au cas par cas, acquérir leurs Actions.

Les Actionnaires Minoritaires bénéficient d'une liquidité de leurs Actions au Prix de l'Offre de 885 €, que nous avons examiné dans le contexte du programme de rachat d'Actions dans lequel s'inscrit l'Offre.

Le Prix de l'Offre se positionne dans les fourchettes de valeurs obtenues à l'issue de notre Évaluation Multicritère et extériorise une légère prime par rapport à la valeur conventionnelle de l'Action retenue pour les besoins de la Transaction Subséquente. L'absence de prime significative extériorisée par le Prix de l'Offre sur les estimations de la valeur de l'Action permet de limiter l'incidence du rachat d'actions sur :

- la trésorerie nette de la Société ;
- la valeur unitaire des Titres restant en circulation à l'issue de l'Offre.

Les Accords et Opérations Connexes n'emportent pas de conséquence sur notre appréciation de l'équité du Prix de l'Offre (§ 5).

Nous n'avons pas reçu de courrier, ni de courriel, de la part d'actionnaires minoritaires et il ne nous en a pas été signalé par la Direction ou par les services de l'AMF (§ 6).

## 8. Conclusion

À l'issue de nos travaux d'évaluation, nous sommes d'avis que le Prix de l'Offre de l'Action de 885 € est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de Robertet apportant leurs Actions à l'Offre.

Nous n'avons pas relevé dans les Accords et Opérations Connexes de disposition susceptible de porter préjudice aux intérêts des Actionnaires Minoritaires dont les Actions sont visées par l'Offre.

Paris, le 6 juillet 2022

LEDOUBLE SAS

Agnès PINIOT

Présidente, Associée

Romain DELAFONT

Associé

## ANNEXES

> Lettre de mission	Annexe 1
> Programme de travail et rémunération de Ledouble	Annexe 2
> Principales étapes de l'expertise	Annexe 3
> Principaux interlocuteurs de Ledouble	Annexe 4
> Principales sources d'information exploitées	Annexe 5
> Composition de l'équipe Ledouble	Annexe 6
> Expertises financières réalisées par Ledouble	Annexe 7
> Présentation des Comparables Boursiers	Annexe 8
> Évolution du cours et des multiples des Comparables Boursiers	Annexe 9
> Présentation des Transactions Comparables	Annexe 10
> Principes de la revue qualité	Annexe 11

## ANNEXE 1 : LETTRE DE MISSION



**ROBERTET**  
GROUPE

**Ledouble SAS**  
8 Rue Halévy,  
75009 Paris

Paris, le 9 mars 2022

A l'attention de Madame Agnès Piniot et Monsieur Romain Delafont

**Projet d'offre publique d'achat simplifiée de Robertet sur ses actions - Nomination de l'expert indépendant**

Madame, Monsieur,

Nous vous confirmons par la présente que, sur proposition du Comité ad hoc composé en son sein formulée le 22 février 2022, le Conseil d'Administration de Robertet (ci-après la « Société ») a décidé, lors de sa réunion du 22 février 2022, de vous désigner en qualité d'expert indépendant dans le cadre du projet d'offre publique d'achat simplifiée qui pourrait être déposée par la Société sur ses actions (l'« OPAS ») si le Conseil d'Administration décidait d'initier une telle opération.

Nous précisons que le Conseil d'Administration a ainsi décidé de désigner le cabinet Ledouble, représenté par Madame Agnès Piniot et Monsieur Romain Delafont, en qualité d'expert indépendant aux fins d'établir un rapport sur les conditions financières de l'OPAS qui viserait les actions de la Société, en application des articles 261-1 et suivants du règlement général de l'Autorité des marchés financiers, et en particulier :

- en raison du fait que l'opération serait susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein du Conseil d'Administration de la Société, compte tenu de la présence au Conseil d'Administration de plusieurs membres ayant un intérêt financier dans la société Maubert qui apporterait ses actions à l'OPAS (article 261-1 I) ; et
- en raison des éventuelles opérations connexes à l'OPAS susceptibles d'avoir un impact significatif sur l'appréciation du prix de l'OPAS (alinéa 4° de l'article 261-1 I).

Les termes et modalités de votre mission seront conformes à ceux que vous avez soumis au Conseil d'Administration de la Société dans votre proposition d'intervention.

Cordialement,

**Philippe Maubert**  
Président-Directeur Général de Robertet

15785267.1

## ANNEXE 2 PROGRAMME DE TRAVAIL ET RÉMUNÉRATION DE LEDOUBLE

### > Travaux préliminaires et prise de connaissance

- Revue de presse
- Analyse des communiqués de presse de la Société
- Recherches documentaires
- Analyse de l'Opération et de son corpus juridique
- Étude de marché et du positionnement de Robertet
- Examen de l'évolution historique de la cotation de l'Action et des Certificats
- Requêtes documentaires et exploitation des réponses de la Direction et du conseil juridique de la Société
- Revue des procès-verbaux du Conseil d'Administration et des Assemblées Générales
- Lecture d'ensemble du Projet de Note d'Information
- Analyse des Accords et Opérations Connexes

### > Travaux de valorisation

- Revue des résultats historiques, de la structure financière et des évènements marquants du Groupe au cours des derniers exercices
- Recherches d'informations sectorielles et financières dans nos bases de données
- Analyse détaillée du Plan d'Affaires
- Constitution d'un panel de Comparables Boursiers et de Transactions Comparables
- Évaluation Multicritère de l'Action et comparaison avec les éléments de valorisation des Établissements Présentateurs

### > Élaboration du Rapport

- Réunions et entretiens téléphoniques
- Rédaction de la lettre de mission
- Soumission d'une lettre de représentation à la Direction
- Rédaction du Rapport présenté au Comité Ad Hoc
- Administration et supervision de la Mission

### > Rémunération

Le montant des honoraires de Ledouble s'établit à 130.000 € hors taxes, en fonction du temps estimé pour la réalisation de la Mission, correspondant à une enveloppe d'environ 500 heures.

## ANNEXE 3 : PRINCIPALES ÉTAPES DE L'EXPERTISE

### > Février 2022

- Désignation de l'Expert Indépendant par le Conseil d'Administration (22 février 2022)

### > Mars - avril 2022

- Prise de connaissance des informations publiques relatives à la Société
- Requêtes documentaires
- Réunions et échanges avec la Direction et les Établissements Présentateurs
- Étude de marché et analyse des performances du Groupe
- Démarrage des travaux liés à l'Évaluation Multicritère
- Examen des éléments d'appréciation du Prix de l'Offre en projet préparés par les Établissements Présentateurs

### > Mai 2022

- Requêtes documentaires complémentaires
- Réunions et/ou échanges avec la Direction et le conseil juridique de la Société
- Poursuite de l'Évaluation Multicritère

### > Juin 2022

- Réunions et échanges avec la Direction, le conseil juridique de la Société et les Établissements Présentateurs
- Visite des sites industriels à Grasse
- Réunion avec le Comité Ad Hoc sur l'étendue de la Mission, les modalités de sa mise en œuvre et l'approche envisagée par l'Expert Indépendant pour l'Évaluation Multicritère<sup>149</sup>
- Réunions avec le Comité Ad Hoc sur la revue du Plan d'Affaires<sup>150</sup> et sur les premiers résultats de l'Évaluation Multicritère<sup>151</sup>
- Obtention des derniers éléments d'appréciation du Prix de l'Offre préparés par les Établissements Présentateurs
- Examen du Projet de Note d'Information
- Analyse des Accords et Opérations Connexes
- Obtention des dernières données de gestion à fin mai 2022
- Finalisation de l'Évaluation Multicritère
- Prise de connaissance du communiqué de l'annonce de l'Offre au marché
- Rédaction du projet de Rapport
- Revue indépendante

---

<sup>149</sup> Réunion en date du 20 juin 2022.

<sup>150</sup> Réunion en date du 22 juin 2022.

<sup>151</sup> Réunion en date du 24 juin 2022.

## ANNEXE 3 : PRINCIPALES ÉTAPES DE L'EXPERTISE (suite)

### > Juillet 2022

- Présentation du projet de Rapport au Comité Ad Hoc<sup>152</sup>
- Obtention de la dernière version du Projet de Note d'Information et des derniers éléments complétant le corpus juridique de l'Opération
- Finalisation de la rédaction du Rapport
- Réception de la lettre de représentation
- Présentation du Rapport au Conseil d'Administration

---

<sup>152</sup> Réunion en date du 4 juillet 2022.

## ANNEXE 4 : PRINCIPAUX INTERLOCUTEURS DE LEDOUBLE

### > Société

- Philippe MAUBERT Président
- Jérôme BRUHAT Directeur Général
- Christophe MAUBERT Directeur Division Parfumerie
- Isabelle PARDIES Directrice Financière
- Hervé BELLON Directeur des Opérations Groupe
- Jordi TORRADEFLOT *Managing Director* Division Parfumerie
- Laurent GALLET *Manager* Division Matières Premières

### > Comité Ad Hoc

- Alain MOYNOT Président du Comité Ad Hoc
- Gilberte LOMBARD Membre du Comité Ad Hoc

### > Conseil juridique de la Société

#### *Darros Villey Maillot Brochier A.A.R.P.I*

- Bertrand CARDI Associé
- Olivier HUYGHUES DESPOINTES Associé
- Dafna DAVIDOVA Avocate
- Léonor BOULANGER Avocate

### > Établissements Présentateurs

#### *Lazard Frères*

- Bertrand MOULET *Managing Director*
- Carole DAOU SFEIR *Managing Director*
- Tristan DE LUSSY *Director*
- Marielle BOUSTANY *Senior Associate*
- Waffa BOUAKA *Junior Associate*

#### *Portzamparc*

- Cyrille GONTHIER *Managing Director - Head of Corporate Finance*
- Loic BONNEVILLE *Director - Corporate Finance*

## ANNEXE 5 : PRINCIPALES SOURCES D'INFORMATION EXPLOITÉES

### > Documentation relative à l'Opération

- Procès-verbal du Conseil d'Administration prenant acte de la désignation de l'Expert Indépendant et constituant le Comité Ad Hoc (22 février 2022)
- Procès-verbal du Conseil d'Administration approuvant le Plan d'Affaires
- Corpus juridique lié à l'Opération :
  - Projet de Note d'Information
  - Pacte d'Actionnaires
  - Accord de Liquidité
  - Projet de mise à jour des statuts de Maubert
- Rapport d'évaluation des Établissements Présentateurs

### > Documentation relative à Robertet

#### Documentation juridique

- Extrait Kbis
- Organigramme du Groupe
- Répartition du capital et des droits de vote
- Procès-verbaux du Conseil d'Administration (2020 à 2022)
- Procès-verbaux des Assemblées Générales (2020 à 2022)

#### Informations comptables et financières

- Rapports financiers semestriels et annuels (2017 à 2021)
- Communiqués sur les comptes, les résultats et le chiffre d'affaires
- Plan d'Affaires établi par la Direction
- Données d'atterrissage à fin mai 2022
- Détail des tests d'*impairment* réalisés au titre des exercices 2020 et 2021 dans le cadre de l'établissement des comptes consolidés
- Synthèse des investissements réalisés par le Groupe au cours des 5 derniers exercices (2017 à 2021)
- Synthèse des modalités relatives au complément de prix portant sur la société Bionov
- Synthèse des modalités relatives aux *puts* sur minoritaires

## ANNEXE 5 : PRINCIPALES SOURCES D'INFORMATION EXPLOITÉES (suite)

### > Documentation sectorielle

- Journal officiel de l'Union européenne (2008), [Règlement No 1334/2008 du parlement européen et du conseil du 16 décembre 2008](#), décembre
- Le Monde (2022), [L'industrie du parfum s'organise pour éviter la pénurie de matières premières](#), 24 avril
- Office des publications de l'Union européenne (2020), [Bio-based flavours and fragrances](#), mai
- SNIAA (2020), [Les arômes alimentaires en France \(2019-2020\)](#), mai
- Statista (2022), [Market share of the global flavors and fragrances industry in 2021, by leading vendors](#), février
- The Fragrance Foundation (2021), [La parfumerie française est en pleine expansion](#), 19 mars
- Xerfi (2022), La fabrication de parfums et cosmétiques, février
- Xerfi (2022), La fabrication d'arômes et d'huiles essentielles, janvier

### > Sites d'informations

#### **Société et Comparables boursiers**

- Robertet, <https://www.robertet.com/>
- Givaudan, <https://www.givaudan.com/>
- IFF, <https://www.iff.com/>
- Sensient, <https://www.sensient.com/>
- Symrise, <https://www.symrise.com/>

#### **Autres sites**

- AMF, <http://www.amf-france.org/>
- Banque de France, <https://www.banque-france.fr/>
- Euronext, <https://live.euronext.com/>

#### **Bases de données**

- Bloomberg
- Mergermarket
- S&P Capital IQ
- Xerfi

## ANNEXE 6 : COMPOSITION DE L'ÉQUIPE LEDOUBLE

Ledouble est un cabinet spécialisé dans l'expertise financière. À ce titre, il a réalisé de nombreuses missions d'expertise indépendante, notamment dans le cadre d'offres publiques. Les principales missions d'expertise et d'analyse financière indépendante effectuées dans ce domaine sur la période la plus récente (2016 à 2022) figurent en **Annexe 7**.

Ledouble est membre fondateur de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI), association professionnelle agréée par l'AMF en application de l'article 263-1 de son règlement général, de la Société Française des Évaluateurs (SFEV), et suit les règles déontologiques décrites sur son site Internet : <http://www.ledouble.fr>.

Les membres de l'équipe Ledouble conduisent régulièrement des missions d'expertise indépendante et d'évaluation.

- **Agnès PINIOT, Associée, Présidente de Ledouble**
  - Expert-comptable et commissaire aux comptes
  - Expert près la Cour d'appel de Paris
  - MSTCF, Université Paris IX – Dauphine
  - Présidente de l'APEI
  - Membre de la SFEV
  - Membre de la Commission Évaluation, Commissariat aux apports et à la fusion de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes (CNCC)
  - Membre de la Commission Évaluation de l'Ordre des Experts Comptables
  
- **Romain DELAFONT, Associé**
  - Master 225 « Finance d'entreprise et d'ingénierie financière » de l'Université Paris IX – Dauphine
  - Diplôme Supérieur de Comptabilité et de Gestion
  - Membre de l'APEI
  - Membre de la SFEV
  
- **Jonathan NILLY, Directeur de mission**
  - EM Lyon Business School – Mastère Spécialisé en Ingénierie Financière
  - École Nationale Supérieure des Mines de Douai – Grade de Master en Ingénierie
  - Membre de la SFEV
  
- **Nicolas MICHEL, Analyste**
  - IESEG School of Management – Master en Finance d'Entreprise
  - Faculté de Droit de Lille – Diplôme Universitaire en Droit des Affaires
  
- **Bastien CANOVAS, Analyste**
  - KEDGE Business School – Master Grande École spécialisé en Finance d'Entreprise

## ANNEXE 6 : COMPOSITION DE L'ÉQUIPE LEDOUBLE (suite)

### > Olivier CRETTE, Associé, Revue indépendante

Olivier Crette n'a pas pris part directement aux travaux diligentés dans le cadre de l'expertise indépendante ; il est intervenu au titre de contrôleur qualité interne au sein de Ledouble conformément à l'article 3-12 de l'instruction AMF n°[2006-08](#), et selon les principes exposés en **Annexe 11**

- Expert-comptable et commissaire aux comptes
- EM Lyon, docteur en sciences de gestion
- Membre de l'APEI et de la SFEV
- Membre de la Commission des Normes Professionnelles de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes (CNCC)
- Membre de l'association nationale des Directeurs Financiers et de Contrôle de Gestion (DFCG)
- Professeur associé au Conservatoire National des Arts et Métiers (CNAM)

## ANNEXE 7 : EXPERTISES FINANCIÈRES RÉALISÉES PAR LEDOUBLE<sup>153</sup>

Année	Société	Établissement(s) présentateur(s)
2022	Albioma	Société Générale
2022	CNP Assurances	Barclays, BNP Paribas, Morgan Stanley, Natixis
2021	L'Oréal	*
2021	Europcar Mobility Group	Bank of America, BNP Paribas
2021	Baccarat	Mediobanca
2021	XPO Logistics Europe	Rothschild Martin Maurel
2021	Natixis	JP Morgan
2021	EPC Groupe	Natixis
2021	Selectirente	Natixis
2021	Spir Communication	Kepler Cheuvreux
2020	EasyVista	Natixis
2020	Lafuma	Société Générale
2020	Ingenico	BNP Paribas, Morgan Stanley, Natixis, Société Générale
2019	Terreïs (2)	Goldman Sachs Paris Inc. et Cie, Natixis
2019	Terreïs	Goldman Sachs Paris Inc. et Cie, Natixis
2019	MBWS	**
2019	Selectirente	Rothschild Martin Maurel
2019	Locindus	Natixis
2018	Baccarat	Société Générale
2018	Aufeminin (2)	Rothschild
2018	Direct Energie	Lazard Frères Banque, Société Générale CIB
2018	Altamir	CA-CIB
2018	Spir Communication	Kepler Cheuvreux
2018	Business & Decision	Portzamparc - Groupe BNP Paribas
2018	Aufeminin	Rothschild
2018	A2micile	Swiss Life Banque Privée
2017	Assystem	CA-CIB, BNP Paribas, Société Générale
2017	CGG	**
2017	Eurosic	Deutsche Bank, Natixis
2017	Etam Développement	Natixis, Rothschild
2016	Radiall	Oddo Corporate Finance
2016	Octo Technology	Société Générale
2016	Maurel et Prom	Crédit Agricole
2016	Tronics Microsystems	Kepler Cheuvreux
2016	Medtech	BNP Paribas
2016	Cegid	Natixis
2016	Technofan	Banque Degroof Petercam France
2016	Cegereal	JP Morgan

\* : Rachat d'actions propres

\*\* : Restructuration financière / Augmentation de capital réservée

<sup>153</sup> Depuis 2016.

## ANNEXE 8 : COMPARABLES BOURSIERS

### Présentation des Comparables Boursiers

#### Présentation des Comparables Boursiers

Société	Pays	Description	Place de cotation principale
		Givaudan fabrique des parfums et des saveurs à partir d'ingrédients naturels et synthétiques. La société vend ses produits aux fabricants de parfums, boissons, aliments préparés et biens de consommation. Elle a des activités dans le monde entier.	SIX Group
		International Flavors & Fragrances Inc. crée, prépare et distribue des saveurs et des parfums pour les industries alimentaires, des boissons, des soins personnels et des produits ménagers. Ses saveurs et parfums sont des composants individuels ou des composés servant à produire des formules exclusives.	New York Stock Exchange
		Symrise produit des essences de parfum, bases parfumantes, matières premières pour cosmétiques, extraits de plantes, arômes et saveurs artificielles, poudres de fruits et assaisonnements, destinés aux fabricants de parfums, cosmétiques, savons, produits ménagers, aliments, boissons et produits pharmaceutiques.	Frankfurt Stock Exchange
		Sensient Technologies Corporation vend des couleurs, des saveurs et des parfums. La société fabrique une variété d'encre pour jet d'encre, des additifs pour les cosmétiques et produits pharmaceutiques ainsi que des essences pour aliments et boissons.	New York Stock Exchange

Source : Bloomberg

### Profil financier et multiples des Comparables Boursiers

#### Profil financier des Comparables Boursiers

Société	Croissance CA		Marge d'EBITDA		Marge d'EBIT	
	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e
Givaudan	7,1%	5,5%	21,2%	21,8%	15,9%	16,9%
IFF	9,7%	3,6%	20,1%	21,4%	11,7%	13,3%
Symrise	12,6%	6,2%	20,6%	21,0%	14,2%	14,7%
Sensient	4,3%	5,1%	17,8%	18,0%	14,1%	14,6%
<b>Moyenne</b>	<b>8,4%</b>	<b>5,1%</b>	<b>19,9%</b>	<b>20,6%</b>	<b>14,0%</b>	<b>14,9%</b>

Source : Bloomberg

#### Multiples des Comparables Boursiers

Société	VE/EBITDA		VE/EBIT	
	2022e	2023e	2022e	2023e
Givaudan	25,0x	22,9x	33,3x	29,7x
IFF	16,7x	15,1x	29,1x	24,7x
Symrise	18,4x	17,0x	26,3x	23,8x
Sensient	15,6x	14,6x	19,7x	18,2x
<b>Moyenne</b>	<b>18,9x</b>	<b>17,4x</b>	<b>27,1x</b>	<b>24,1x</b>

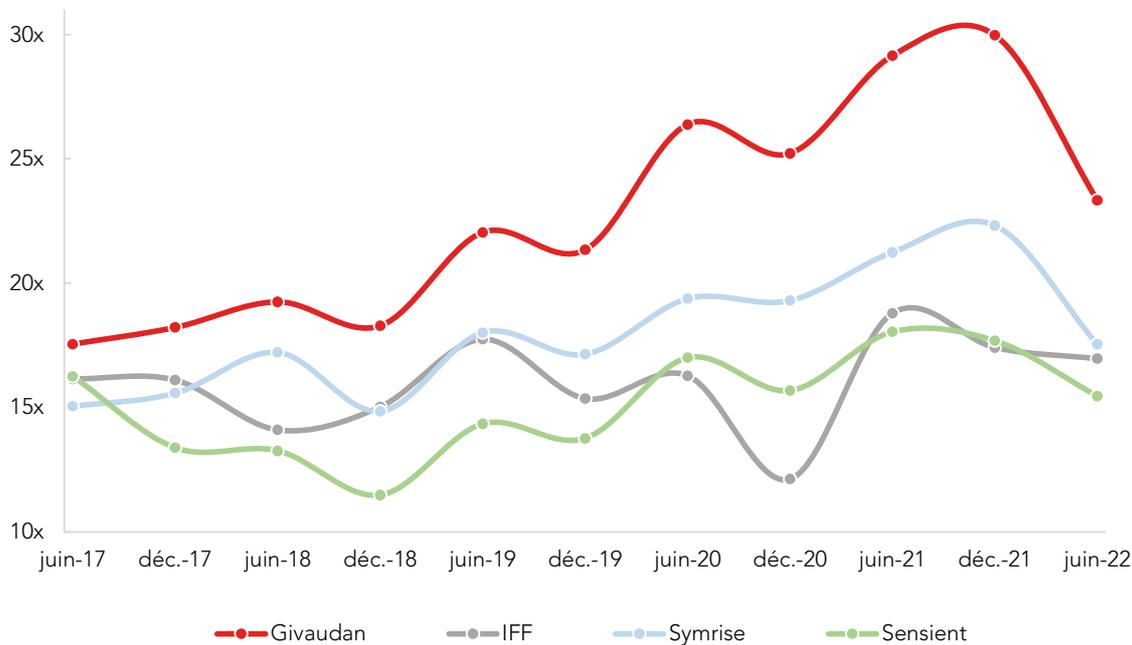
Source : Bloomberg

## ANNEXE 9 : ÉVOLUTION DU COURS ET DES MULTIPLES DES COMPARABLES BOURSIERS

### Cours de bourse de la Société et des Comparables Boursiers



### Évolution des multiples des Comparables Boursiers



## ANNEXE 10 : TRANSACTIONS COMPARABLES

### Transactions Comparables

Date	Acquéreur	Cible	Multiples d'EBITDA hors primes de contrôle	
			Min	Max
mai-22	Royal DSM	Firmenich	18,2x	17,0x
sept.-21	Royal DSM	First Choice Ingredients	15,5x	14,2x
juin-21	Kerry Group	Niacet	12,0x	11,1x
mai-21	Astorg	Solina	13,3x	12,2x
nov.-20	Croda	Iberchem	16,0x	14,7x
mars-20	Firmenich	DRT	13,3x	12,2x
déc.-19	IFF	Dupont (N&B business)	15,3x	14,6x
mai-18	IFF	Frutarom	15,5x	14,2x
mars-18	Givaudan	Naturex	18,4x	17,2x
nov.-17	Ardian	DRT	11,7x	10,8x
juil.-17	Eurazeo	Iberchem	15,6x	15,4x
<b>Médiane</b>			<b>15,5x</b>	<b>14,2x</b>

Sources : MergerMarket, CapitalIQ, Communiqués de presse

## ANNEXE 11 : PRINCIPES DE LA REVUE QUALITÉ

L'article 3-12 de l'instruction AMF n°[2006-08](#) prévoit que le rapport d'expertise comporte « une description de la mission, du rôle et des diligences effectuées par la personne en charge de la revue qualité du rapport d'expertise, ainsi que la description des garanties d'indépendance dont celle-ci bénéficie ».

En l'espèce, le contrôleur qualité :

- n'a pas pris part directement à la réalisation de la Mission et est intervenu en totale indépendance à l'égard des deux signataires du Rapport, ainsi que des autres membres de l'équipe Ledouble ;
- a été consulté lors de l'acceptation de la Mission sur l'indépendance de Ledouble et sa propre indépendance ;
- est intervenu pour :
  - valider la structure du Rapport et en tester la cohérence avec le champ de la Mission tel que défini dans la lettre de mission de la Société en **Annexe 1** ;
  - procéder à l'examen des points de saisine de Ledouble ;
  - s'assurer, dans le contexte de la Mission, de la prise en compte des dispositions du règlement général de l'AMF, de l'instruction AMF n°2006-07, de l'instruction AMF n°2006-08 et de la recommandation AMF n°2006-15 ;
  - vérifier le respect des procédures internes à Ledouble applicables en matière d'expertise indépendante ;
  - s'informer de la nature de la documentation exploitée au cours de la Mission ;
  - questionner les signataires du Rapport sur les hypothèses et paramètres structurant l'évaluation de l'Action, leur appréciation de l'incidence des Accords et Opérations Connexes, ainsi que la synthèse de leurs échanges avec les interlocuteurs de Ledouble en **Annexe 4** ;
  - examiner le contenu des fichiers de synthèse sous-tendant l'Évaluation Multicritère ;
  - suivre la rédaction du Rapport sur le plan formel en relation avec les signataires, par la formalisation de « questions-réponses » ;
  - vérifier *in fine* la cohérence entre le contenu du Rapport et en conclusion l'Attestation d'Équité.