

NOTE ÉTABLIE PAR LA SOCIÉTÉ



EN RÉPONSE

A L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIÉE VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIÉTÉ PCAS INITIÉE PAR LA SOCIÉTÉ

SEQENS



En application de l'article L. 621-8 du code monétaire et financier et de l'article 231-26 de son règlement général, l'Autorité des marchés financiers (« l'AMF ») a apposé le visa n°23-455 en date du 31 octobre 2023 sur la présente note en réponse (la « **Note en Réponse** »). Cette Note en Réponse a été établie par PCAS et engage la responsabilité de son signataire. Le visa, conformément aux dispositions de l'article L. 621-8-1, I, du code monétaire et financier a été attribué après que l'AMF a vérifié « *si le document est complet et compréhensible, et si les informations qu'il contient sont cohérentes.* » Il n'implique ni approbation de l'opportunité de l'opération, ni authentification des éléments comptables et financiers présentés.

AVIS IMPORTANT

En application des dispositions des articles 231-19 et 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet BM&A, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans la présente Note en Réponse.

La Note en Réponse est disponible sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de PCAS (<http://www.pcas.com>) et peut être obtenue sans frais auprès de PCAS (21 chemin de la Sauvegarde - 21 Ecully Parc - CS 33 167 - 69 134 Ecully Cedex).

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

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

TABLE DES MATIERES

1.	PRESENTATION DE L’OFFRE	4
2.	CONTEXTE ET CARACTERISTIQUES DE L’OFFRE	5
2.1	Contexte et motif de l’offre.....	5
2.2	Termes de l’Offre.....	7
2.3	Procédure d’apport à l’Offre	9
2.4	Calendrier indicatif de l’Offre.....	10
2.5	Restrictions concernant l’Offre à l’étranger.....	12
3.	AVIS MOTIVE DU CONSEIL D’ADMINISTRATION DE LA SOCIETE	13
4.	INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D’ADMINISTRATION DE LA SOCIETE.....	24
5.	INTENTIONS DE LA SOCIETE RELATIVES AUX ACTIONS AUTODETENUES	24
6.	ACCORDS POUVANT AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L’APPRECIATION OU L’ISSUE DE L’OFFRE	25
7.	ELEMENTS SUSCEPTIBLES D’AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D’OFFRE PUBLIQUE.....	25
7.1	Structure et répartition du capital de la Société.....	25
7.2	Restrictions statutaires à l’exercice du droit de vote et au transfert d’Actions ou clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l’article L. 233-11 du code de commerce.....	26
7.3	Participations directes ou indirectes dans le capital de la Société dont elle a connaissance en vertu des articles l. 233-7 et l. 233-12 du code de commerce	26
7.4	Liste des détenteurs de tout titre PCAS comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci	27
7.5	Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d’actionnariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier.....	28
7.6	Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance pouvant entraîner des restrictions sur le transfert d’Actions ou à l’exercice des droits de vote.....	28
7.7	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d’administration et à la modification des statuts de la Société	28
7.8	Pouvoirs du conseil d’administration en matière d’émission et de rachat de titres	29
7.9	Accords significatifs conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société	31
7.10	Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d’administration, de la direction générale ou les salariés, s’ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d’une offre publique	31
8.	RAPPORT DE L’EXPERT INDÉPENDANT – ATTESTATION D’ÉQUITÉ.....	31
9.	MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES AUTRES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE	31

10. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE	31
ANNEXE 1 RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	32

1. PRESENTATION DE L'OFFRE

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 233-1, 1° et suivants du règlement général de l'AMF, Seqens, société par actions simplifiée de droit français au capital de 359 794 140,66 euros, dont le siège social est situé 21 chemin de la Sauvegarde - 21 Ecully Parc - CS 33 167 - 69 134 Ecully Cedex, immatriculée sous le numéro unique d'identification 444 465 736 RCS Lyon (l'« **Initiateur** » ou « **Seqens** »), propose de manière irrévocable à l'ensemble des actionnaires de PCAS, société anonyme à conseil d'administration au capital de 15 141 725 euros, dont le siège social est situé 21 chemin de la Sauvegarde - 21 Ecully Parc - CS 33 167 - 69 134 Ecully Cedex, immatriculée sous le numéro unique d'identification 622 019 503 RCS Lyon (« **PCAS** » ou la « **Société** »), d'acquérir, dans les conditions décrites dans la note d'information de l'Initiateur (la « **Note d'Information** »), la totalité des actions de PCAS (les « **Actions** ») non détenues par l'Initiateur au prix de 8 euros par Action (le « **Prix de l'Offre** ») dans le cadre d'une offre publique d'achat simplifiée dont les conditions sont décrites ci-après (l'« **Offre** »).

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

L'Initiateur est une société détenue indirectement à 100% par Sirona Bidco, elle-même contrôlée indirectement par des fonds conseillés par SK Capital Partners LP.

À la date de la Note en Réponse et à la connaissance de la Société, à la suite d'acquisitions sur le marché en application de l'article 231-38, IV du règlement général de l'AMF (telles que décrites à la section 7.3 de la Note en Réponse), l'Initiateur détient directement 12 667 873 Actions et 24 196 676 droits de vote représentant 83,66% du capital et 90,66% des droits de vote théoriques de la Société¹. En prenant en compte les 1 400 052 Actions autodétenues par la Société, que le conseil d'administration réuni le 11 octobre 2023 a décidé d'apporter à l'Offre, Seqens détient au total, directement et indirectement, conformément à l'article L. 233-9 I, 2° du code de commerce, 14 067 925 Actions et 25 596 728 droits de vote représentant 92,91% du capital et 95,91% des droits de vote théoriques de la Société¹.

Conformément à l'article 231-6 du règlement général de l'AMF, l'Offre porte sur la totalité des Actions existantes non détenues par l'Initiateur (y compris les actions auto-détenues) soit, à la connaissance de la Société à la date de la Note en Réponse, un nombre maximum de 2 473 852 Actions (dont les 1 400 052 Actions autodétenues).

A la date de la Note en Réponse, il n'existe aucun 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.

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF. La durée de l'Offre sera de 12 jours de négociation.

¹ Sur la base d'un nombre total de 15 141 725 actions et de 26 688 567 droits de vote théoriques de la Société (informations au 30 septembre 2023 publiées sur le site internet de la Société). Conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de toutes les actions auxquelles sont rattachés des droits de vote, en ce compris les actions dépourvues de droit de vote telles que les actions auto-détenues.

A l'issue de l'Offre, sous réserve que le nombre d'actions non présentées par les actionnaires minoritaires de la société PCAS ne représente effectivement pas plus de 10% du capital et des droits de vote de PCAS, l'Initiateur a indiqué avoir l'intention de solliciter la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire visant les actions de la Société non apportées à l'Offre, en application des dispositions de l'article L. 433-4, II du code monétaire et financier et des articles 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, Portzamparc BNP Paribas a, en tant qu'établissement présentateur de l'Offre (la « **Banque Présentatrice** ») agissant pour le compte de l'Initiateur, déposé auprès de l'AMF le projet d'Offre et le projet de note d'information le 7 septembre 2023. Il est précisé que seule Portzamparc BNP Paribas 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 l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

L'Initiateur a indiqué ne pas agir de concert avec un tiers ou un actionnaire de la Société.

2. CONTEXTE ET CARACTERISTIQUES DE L'OFFRE

2.1 CONTEXTE ET MOTIF DE L'OFFRE

Créée dans l'Orme en 1962 par deux ingénieurs, PCAS s'implante en Isère avec l'achat d'une usine à Bourgoin-Jallieu dès 1977.

Après avoir rejoint le groupe américain Stauffer Chemicals Company en 1982, la Société est finalement rachetée par le Group Akzo en 1987.

Par la suite, PCAS est vendue au groupe Dynaction en 1992 et se développe au Canada avec l'acquisition de Saint Jean Photochimie au Québec l'année suivante.

En 1995, PCAS est introduite sur le second marché de la bourse de Paris.

Les acquisitions d'entreprises s'enchaînent ensuite durant la fin des années 90 et les années 2000. Plus particulièrement, acquisition de la société Seloc France (site de Limay) en 1998, des sociétés Expansia (site d'Aramon) et PCAS Finland (site de Turku) en 2001, de la société VLG Chem (site de Villeneuve-la-Garenne) en 2004 et de la Société Protéus (site de Nîmes) en 2006. Pour information, les sociétés Expansia, VLG Chem et Protéus ont fait l'objet d'une Transmission Universelle de Patrimoine au bénéfice de PCAS en 2021.

En 2013, PCAS fusionne avec le groupe Dynaction.

L'année 2017 marque un tournant pour la Société avec la prise de contrôle de PCAS par Seqens.

En effet, Seqens (à cette époque dénommée Novacap) a procédé à l'acquisition, le 20 juin 2017, d'une participation majoritaire, représentant 51,80% du capital et 50,96% des droits de vote de la Société.

A la suite de cette acquisition du contrôle de PCAS et, en application des articles 234-2 et 233-1 2° du règlement général de l'AMF, Seqens a déposé une offre publique d'achat simplifiée visant les titres de PCAS. A l'issue de cette offre publique d'achat simplifiée, Seqens détenait, le 21 juillet 2017, 11 496 968 actions PCAS représentant 75,93% du capital et au moins 74,76% des droits de vote.

Le 16 décembre 2021, la société Sirona Bidco a pris le contrôle du groupe Seqens et en conséquence de l'Initiateur ; elle a en conséquence déclaré avoir franchi, indirectement en hausse, par l'intermédiaire des sociétés qu'elle contrôle, les seuils de 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 1/3, 50% et 2/3 du capital et des droits de vote de la Société et détenir 11 607 652 actions de la Société représentant 23 129 791 droits de vote, soit 76,66% du capital et 86,66% des droits de vote de PCAS. Dans ce cadre, Sirona Bidco a sollicité et obtenu de l'AMF une dérogation à l'obligation de déposer une offre publique d'achat, sur le fondement des articles 234-8, 234-9, 8° et 234-10 du règlement général de l'AMF.

L'Initiateur a indiqué que l'Offre s'inscrit dans un contexte économique et financier complexe pour la Société, qui a fait face à d'importantes difficultés opérationnelles et financières depuis un certain nombre d'années :

- des difficultés opérationnelles sur plusieurs sites de production de principes actifs pharmaceutiques et qui ont conduit à :
 - o des retards de productions importants,
 - o des coûts de non qualité et des dépréciations de produits non conformes,
 - o des investissements pour la remise à niveau des outils de production et le renforcement des processus de fabrication ;
- durant la période de pandémie COVID-19, des difficultés d'approvisionnement de matières premières, un ralentissement de la demande sur les activités lubrifiant et chimie fine ainsi qu'un retard dans la mise en service de nouveaux ateliers (notamment pour la fabrication de l'Estetrol) ;
- une génération de trésorerie fortement dégradée au cours des 3 derniers exercices du fait (i) d'un niveau d'activité toujours insuffisant pour couvrir les coûts fixes sur plusieurs sites en Synthèse Pharmaceutique et (ii) du litige avec le client Mithra dont les créances échues impayées s'élèvent à 31m€ à ce jour. Ce litige a par ailleurs entraîné un arrêt temporaire d'activité sur les ateliers dédiés à la production d'Estetrol depuis le deuxième trimestre 2023. Face à cette réduction d'activité, PCAS a d'ailleurs décidé lors de la réunion du conseil d'administration du 6 septembre 2023 de lancer un projet de réorganisation du site afin d'en augmenter la polyvalence pour le repositionner sur une activité flexible de production à façon de principes actifs et d'intermédiaires pharmaceutiques et ainsi d'en assurer la pérennité. Ce projet de réorganisation et de repositionnement nécessite le lancement d'un plan de sauvegarde de l'emploi qui fait actuellement l'objet d'une procédure d'information-consultation des instances représentatives du personnel.

L'Initiateur a indiqué que l'Offre a également pour objectif de sortir PCAS de la cote, en vue de mettre fin à l'application à PCAS des dispositions législatives et réglementaires auxquelles sont assujetties les sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché, qui constituent des contraintes pour PCAS sans bénéficier des avantages liés à une cotation.

A l'issue de l'Offre, sous réserve que le nombre d'actions non présentées par les actionnaires minoritaires de la société PCAS ne représente effectivement pas plus de 10% du capital et des droits de vote de PCAS, il est dans l'intention de l'Initiateur de demander à l'AMF la mise en œuvre de la procédure de retrait obligatoire tel que décrit à la section 2.2.4 ci-dessous.

Par ailleurs, l'Initiateur a indiqué que, compte tenu de la situation financière de la Société, il a l'intention de procéder, dans les semaines qui suivront l'Offre, à une augmentation de capital de la Société d'un montant total (prime d'émission incluse) d'environ 200 millions d'euros, afin de réduire significativement son endettement, renforcer ses capitaux propres et améliorer ses ratios financiers. En renforçant les capitaux propres de PCAS, cette opération permettra de faciliter les relations entre la société et ses fournisseurs, dont la couverture par des assureurs crédit est devenue de plus en plus compliquée.

L'Initiateur a indiqué qu'il procédera à cette augmentation de capital immédiatement après mise en œuvre du retrait obligatoire (retrait obligatoire sous réserve qu'à l'issue de l'Offre le nombre d'actions non présentées par les actionnaires minoritaires de la société PCAS ne représente effectivement pas plus de 10% du capital et des droits de vote de PCAS), afin d'en faciliter l'exécution. Le prix de souscription sera égal au prix de l'Offre.

La Banque Présentatrice a déposé le 7 septembre 2023, pour le compte de l'Initiateur, le projet d'Offre de ce dernier auprès de l'AMF.

Comme annoncé par communiqué en date du 7 septembre 2023 et détaillé à la section 3 de la Note en Réponse :

- le conseil d'administration de la Société a constitué un comité ad hoc conformément aux dispositions de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF, composé de trois membres dont une majorité de membres indépendants, chargé de superviser les travaux de l'expert indépendant et d'émettre des recommandations au conseil d'administration de la Société concernant l'Offre ; et
- dans le cadre de la préparation du projet d'Offre, le conseil d'administration de la Société a en outre procédé, en application des dispositions de l'article 261-1, I et II du règlement général de l'AMF et sur recommandation de son comité ad hoc, à la désignation du cabinet BM&A, représenté par Pierre Béal, en qualité d'expert indépendant, chargé de porter une appréciation sur l'évaluation du prix des Actions de la Société, y compris dans le cadre d'un éventuel retrait obligatoire (et dont le rapport est reproduit en Annexe 1 de la Note en Réponse).

2.2 TERMES DE L'OFFRE

2.2.1 *Principaux termes de l'Offre*

En application des dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, Portzamparc BNP Paribas, agissant en qualité d'établissement présentateur pour le compte de l'Initiateur, a déposé le 7 septembre 2023, le projet d'Offre auprès de l'AMF. Un avis de dépôt a été publié par l'AMF sur son site Internet (www.amf-france.org) le 7 septembre 2023.

Portzamparc BNP Paribas, en qualité d'établissement garant, garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre, et, le cas échéant du retrait obligatoire, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF.

Dans le cadre de l'Offre, laquelle sera réalisée selon la procédure simplifiée régie par les articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF, l'Initiateur s'engage irrévocablement à acquérir pendant la durée de l'Offre la totalité des Actions apportées à l'Offre au Prix de l'Offre, soit 8 euros par Action.

Selon la Note d'Information, l'Offre sera ouverte pendant une période de 12 jours de négociations.

L'attention des actionnaires de la Société est attirée sur le fait qu'étant réalisée selon la procédure simplifiée, l'Offre ne sera pas ré-ouverte à la suite de la publication par l'AMF du résultat de l'Offre.

2.2.2 Modalités de l'Offre

Conformément à l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, la Banque Présentatrice, agissant pour le compte de l'Initiateur, a déposé le projet d'Offre et le projet de note d'information auprès de l'AMF le 7 septembre 2023. L'AMF a publié le même jour un avis de dépôt relatif au projet de note d'information sur son site Internet (www.amf-france.org).

La Société a déposé le projet de note en réponse auprès de l'AMF le 12 octobre 2023. Un avis de dépôt a été publié le même jour par l'AMF sur son site Internet (www.amf-france.org).

Le projet de note en réponse tel que déposé auprès de l'AMF est tenu gratuitement à la disposition du public au siège social de la Société et a été mis en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (www.pcas.com). Conformément aux dispositions de l'article 231-26 du règlement général de l'AMF, un communiqué de presse comportant les principaux éléments du projet de note en réponse a été diffusé par la Société.

Par décision de conformité en date du 31 octobre 2023, l'AMF a déclaré l'Offre conforme après s'être assurée de sa conformité aux dispositions légales et réglementaires qui lui sont applicables et a apposé le visa n°23-455 en date du 31 octobre 2023 sur la Note en Réponse. L'AMF a publié la déclaration de conformité sur son site Internet (www.amf-france.org).

La Note en Réponse ayant ainsi reçu le visa de l'AMF ainsi que le document contenant les « Autres 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, tenus gratuitement à la disposition du public, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre, au siège social de la Société. Ces documents seront également mis en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (www.pcas.com).

Un communiqué de presse précisant les modalités de mise à disposition de ces documents sera diffusé au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre conformément aux dispositions des articles 231-27 et 231-28 du règlement général de l'AMF.

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF publiera un avis d'ouverture et le calendrier de l'Offre et Euronext Paris publiera un avis rappelant la teneur de l'Offre et précisant le calendrier et les modalités de sa réalisation.

2.2.3 Nombre et nature des titres visés par l'Offre

À la date de la Note d'Information, et compte tenu des 1 060 221 Actions de la Société acquises depuis le dépôt du projet d'Offre en application des dispositions de l'article 231-38, IV du règlement général de l'AMF, l'Initiateur détient directement 12 667 873 Actions et 24 196 676 droits de vote représentant 83,66% du capital et 90,66% des droits de vote théoriques de la Société². En prenant en compte les 1 400 052 Actions autodétenues par la Société, que le conseil d'administration réuni le 11 octobre 2023 a décidé d'apporter à l'Offre, l'Initiateur détient au total, directement et indirectement, conformément à l'article L. 233-9 I, 2° du code de commerce, 14 067 925 Actions et 25 596 728 droits de vote représentant 92,91% du capital et 95,91% des droits de vote théoriques de la Société¹.

² Sur la base d'un nombre total de 15 141 725 actions et de 26 688 567 droits de vote théoriques de la Société (informations au 30 septembre 2023 publiées sur le site internet de la Société). Conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de toutes les actions auxquelles sont rattachés des droits de vote, en ce compris les actions dépourvues de droit de vote telles que les actions auto-détenues.

L'Offre porte sur la totalité des Actions autres que celles détenues par l'Initiateur (y compris les Actions auto-détenues par la Société).

Il n'existe à la date de la Note en Réponse aucun titre de capital ni aucun instrument financier émis par la Société ou droit conféré par la Société pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société.

2.2.4 Intention de l'Initiateur concernant la mise en œuvre d'un retrait obligatoire et le maintien de la cotation de la Société à l'issue de l'Offre

La Note d'Information indique que conformément aux dispositions de l'article L. 433-4, II du code monétaire et financier et des articles 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, l'Initiateur a l'intention de demander à l'AMF, dès que possible suivant la publication des résultats définitifs de l'Offre, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire visant les Actions de la Société non présentées à l'Offre par les actionnaires minoritaires de la Société sous réserve que celles-ci ne représentent effectivement pas, à l'issue de l'Offre, plus de 10% du capital et des droits de vote de la Société.

Le retrait obligatoire serait effectué moyennant une indemnisation unitaire égale au Prix de l'Offre, nette de tous frais. La mise en œuvre de cette procédure entraînera la radiation des Actions du marché réglementé d'Euronext Paris.

2.3 PROCEDURE D'APPORT A L'OFFRE

La Note d'Information indique que l'Offre sera ouverte pendant une période de 12 jours de négociation. L'attention des actionnaires de la Société est attirée sur le fait que l'Offre étant réalisée selon la procédure simplifiée, conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF, elle ne sera pas ré-ouverte à la suite de la publication du résultat définitif de l'Offre.

La Note d'Information indique également que les Actions apportées à l'Offre devront être librement négociables et libres de tout privilège, gage, nantissement ou autre sûreté ou restriction de quelque nature que ce soit au libre transfert de leur propriété. L'Initiateur se réserve le droit d'écarter, à sa seule discrétion, toute Action apportée à l'Offre qui ne répondrait pas à cette condition.

L'Offre et tous les contrats y afférents sont soumis au droit français. Tout différend ou litige, quel qu'en soit l'objet ou le fondement, se rattachant à l'Offre, sera porté devant les tribunaux compétents.

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

Les actionnaires dont les Actions sont inscrites sur un compte géré par un intermédiaire financier et qui souhaitent apporter leurs Actions à l'Offre devront remettre à l'intermédiaire financier dépositaire de leurs Actions un ordre d'apport ou de vente irrévocable au Prix de l'Offre, en utilisant le modèle mis à leur disposition par cet intermédiaire en temps utile afin que leur ordre puisse être exécuté et au plus tard le jour de la clôture de l'Offre, en précisant s'ils optent soit pour la cession de leurs Actions directement sur le marché, soit pour l'apport de leurs Actions dans le cadre de l'Offre semi-centralisée par Euronext Paris afin de bénéficier de la prise en charge des frais de courtage par l'Initiateur dans les conditions décrites ci-dessous. Les actionnaires qui apporteront leurs Actions à l'Offre devront se rapprocher de leurs intermédiaires financiers respectifs afin de se renseigner sur les éventuelles contraintes de chacun de ces intermédiaires ainsi que sur leurs procédures propres de prise en compte

des ordres de vente ou d'apport afin d'être en mesure d'apporter leurs Actions à l'Offre selon les modalités décrites aux sections ci-dessous.

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

Selon la Note d'Information, les actionnaires de la Société qui souhaiteraient apporter leurs actions à l'Offre peuvent :

- soit céder leurs actions sur le marché, auquel cas le règlement-livraison des actions cédées (y compris le paiement du prix) interviendra le deuxième jour de bourse suivant l'exécution des ordres, et les frais de négociation (y compris les frais de courtage et de TVA correspondants) afférents à ces opérations resteront alors en totalité à la charge des actionnaires cédants (la « **Procédure Non-Centralisée** »). Dans ce cas, Portzamparc, prestataire de services d'investissement habilité en tant que membre du marché, se portera acquéreur, pour le compte de l'Initiateur, des Actions qui seront cédées sur le marché, conformément à la réglementation applicable ;
- soit céder leurs actions dans le cadre de la procédure semi-centralisée coordonnée par Euronext Paris, auquel cas le règlement-livraison des actions cédées (y compris le paiement du prix) interviendra après l'achèvement des opérations de semi-centralisation après le dernier jour d'ouverture de l'Offre (la « **Procédure Semi-Centralisée** »). Dans ce cas, l'Initiateur remboursera les frais de négociation (frais de courtage et TVA afférente) supportés par les actionnaires ayant apporté à l'Offre dans le cadre de la Procédure Semi-Centralisée, dans la limite de 0,30% (hors taxes) du montant de l'ordre avec un maximum de 150 euros (toutes taxes incluses) par opération. Euronext Paris versera directement aux intermédiaires financiers les montants dus au titre du remboursement des frais mentionnés ci-dessous et ce à compter de la date de règlement livraison de la semi-centralisation. Les actionnaires de la Société sont invités à se rapprocher de leurs intermédiaires financiers concernant les modalités d'apport à l'Offre semi-centralisée et de révocation de leurs ordres.

2.4 CALENDRIER INDICATIF DE L'OFFRE

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

Le calendrier ci-dessous est indicatif :

Dates	Principales étapes de l'Offre
7 septembre 2023	<p>Dépôt du projet d'Offre et du projet de note d'information de l'Initiateur auprès de l'AMF.</p> <p>Mise à disposition du public aux sièges de Seqens et de la Banque Présentatrice et mise en ligne du projet de note d'information sur le site internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de l'Initiateur (https://www.seqens.com/fr/)</p> <p>Diffusion du communiqué de dépôt et de mise à disposition du projet de note d'information.</p>
12 octobre 2023	<p>Dépôt auprès de l'AMF du projet de note en réponse de la Société, comprenant l'avis motivé du conseil d'administration de la Société et le rapport de l'expert indépendant</p> <p>Mise à disposition du public au siège de la Société et mise en ligne sur les sites Internet de la Société (www.pcas.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) du projet de note en réponse de la Société.</p> <p>Diffusion du communiqué de dépôt et de mise à disposition du projet de note en réponse de la Société.</p>
31 octobre 2023	<p>Décision de conformité de l'Offre par l'AMF emportant visa de la Note d'Information de l'Initiateur et de la Note en Réponse de la Société.</p>
2 novembre 2023	<p>Publication de la décision de conformité de l'Offre par l'AMF emportant visa de la Note d'Information de l'Initiateur et de la Note en Réponse de la Société</p> <p>Mise à disposition du public aux sièges de Seqens et de la Banque Présentatrice et mise en ligne sur le site Internet de Seqens (https://www.seqens.com/fr/) et de l'AMF (www.amf-france.org) de la Note d'Information visée.</p> <p>Mise à disposition du public au siège de la Société et mise en ligne sur les sites Internet de la Société (www.pcas.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) de la Note en Réponse visée.</p>
2 novembre 2023	<p>Mise à disposition du public aux sièges de l'Initiateur et de la Banque Présentatrice et mise en ligne sur le site Internet de l'Initiateur (https://www.seqens.com/fr/) et de l'AMF (www.amf-france.org) des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur.</p> <p>Mise à disposition du public au siège de la Société et mise en ligne sur les sites Internet de la Société (www.pcas.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société.</p>
2 novembre 2023	<p>Diffusion par l'Initiateur d'un communiqué précisant les modalités de mise à disposition de la Note d'Information visée</p> <p>Diffusion par l'Initiateur du communiqué de mise à disposition de la Note d'Information visée et des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur.</p> <p>Diffusion par la Société d'un communiqué précisant les modalités de mise à disposition de la Note en Réponse visée</p> <p>Diffusion par la Société du communiqué de mise à disposition de la Note en Réponse visée et des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société</p>
2 novembre 2023	<p>Publication par l'AMF de l'avis d'ouverture de l'Offre</p> <p>Publication par Euronext Paris de l'avis relatif à l'Offre et ses modalités</p>
3 novembre 2023	<p>Ouverture de l'Offre</p>
20 novembre 2023	<p>Clôture de l'Offre</p>
21 novembre 2023	<p>Publication des résultats de l'Offre par l'AMF</p>

27 novembre 2023	Règlement-livraison de l'Offre semi-centralisée avec Euronext Paris
Dans un bref délai à compter de la publication des résultats de l'Offre	Mise en œuvre du retrait obligatoire (sous réserve que le nombre d'actions non présentées par les actionnaires minoritaires de la société PCAS ne représente effectivement pas plus de 10% du capital et des droits de vote de PCAS) et radiation des Actions d'Euronext Paris

Il est à noter que conformément aux dispositions de l'article 231-32 du règlement général de l'AMF, les dates d'ouverture, de clôture et de publication des résultats de l'Offre seront publiées par l'AMF. Pendant la durée de l'Offre, l'AMF peut en reporter la date de clôture et est seule compétente à cet égard.

2.5 RESTRICTIONS CONCERNANT L'OFFRE A L'ETRANGER

La section 2.10 de la Note d'Information indique que :

- L'Offre n'a fait l'objet d'aucune autre demande d'enregistrement ou de demande de visa auprès d'une autorité de contrôle des marchés financiers en dehors de France et aucune mesure ne sera prise en vue d'un tel enregistrement ou d'un tel visa.
- La Note d'Information et les autres documents relatifs à l'Offre ne constituent pas une offre de vente ou 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 actionnaires de la Société situés en dehors de France ne pourront pas participer à l'Offre sauf si le droit étranger auquel ils sont soumis le leur permet. En effet, l'Offre, la participation à l'Offre et la distribution de la Note d'Information peuvent faire l'objet d'une réglementation spécifique ou de restrictions dans certains pays.
- 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.

Les restrictions concernant l'Offre à l'étranger décrites à la section 2.10 de la Note d'Information s'appliquent à la présente Note en Réponse.

En conséquence, les personnes venant à entrer en possession de la Note d'Information et/ou de la Note en Réponse sont tenues de se renseigner sur les restrictions qui leur sont 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 certaines de ces juridictions.

La Société décline toute responsabilité en cas de violation par toute personne des règles et restrictions qui lui sont applicables.

Etats-Unis

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

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

La Note d'Information et la Note en Réponse ne constituent ni une offre d'achat ou de vente ni une sollicitation d'un ordre d'achat ou de vente de valeurs mobilières aux États-Unis et n'a pas été soumise à la Securities and Exchange Commission des États-Unis.

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

3. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE

À la date de la Note en Réponse, le conseil d'administration de la Société est composé comme suit :

- M. Pierre Luzeau (Président)
- M. Vincent Milhau
- Mme Jacqueline Lecourtier (membre indépendant)
- Mme Janine Cossy (membre indépendant)
- M. Jean-Louis Martin.

Conformément aux dispositions de l'article 231-19, 4° du Règlement général de l'AMF, le conseil d'administration de PCAS s'est réuni le 11 octobre 2023 sur convocation de son président à l'effet d'examiner le projet d'Offre et de rendre un avis motivé sur l'intérêt et les conséquences de ce projet d'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Tous les membres du conseil d'administration étaient présents à cette réunion ; ainsi étaient présents : M. Pierre Luzeau (Président), M. Vincent Milhau, Mme Jacqueline Lecourtier (membre indépendant), Mme Janine Cossy (membre indépendant) et M. Jean-Louis Martin.

Les débats et le vote sur l'avis motivé ont été menés par Mesdames Cossy et Lecourtier sous la présidence de M. Pierre Luzeau en sa qualité de président de la Société. L'Expert Indépendant, en la personne de Monsieur Pierre Béal, était présent pour présenter son rapport au conseil.

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

- le projet de note d'information établi par l'Initiateur, comportant les caractéristiques du projet d'Offre et notamment les éléments d'appréciation du prix de l'Offre établis par la Banque Présentatrice,
- le rapport du cabinet BM&A, expert indépendant,
- le projet de note en réponse préparé par PCAS conformément aux dispositions de l'article 231-19 et 231-26 du Règlement général de l'AMF et le projet de communiqué annonçant le dépôt du projet de note en réponse, et
- le projet d'avis motivé recommandé par le comité ad hoc.

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

Tous les administrateurs présents et réputés présents ont pris part au vote sur l'avis motivé étant précisé que, afin de concilier les règles du Code de commerce avec les principes de bonne gouvernance, les administrateurs non indépendants ont voté dans le même sens que les administratrices indépendantes.

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

Le Conseil d'administration de la Société, lors de sa réunion du 11 octobre 2023, a rendu l'avis motivé suivant :

*« Le Président rappelle aux membres du Conseil d'administration qu'ils ont été convoqués ce jour dans le cadre du projet d'offre publique d'achat simplifiée (suivie d'un retrait obligatoire si les conditions sont réunies) qui a été déposé par Seqens (l'« **Initiateur** ») visant les actions de la Société à un prix de 8 euros par action (l'« **Offre** ») à l'effet, conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (« **AMF** »), de rendre un avis motivé sur l'intérêt que représente l'Offre, ainsi que sur les conséquences qu'elle aurait pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.*

Le Président rappelle que le projet d'Offre a été déposé par l'Initiateur auprès de l'AMF le 7 septembre 2023.

Préalablement à la réunion de ce jour, les membres du Conseil d'administration ont pu prendre connaissance des documents suivants, afin de leur permettre d'émettre un avis motivé :

- *le projet de note d'information de Seqens, déposé auprès de l'AMF le 7 septembre 2023, contenant notamment les motifs de l'Offre, les intentions de l'Initiateur, les termes et modalités de l'Offre (dont un calendrier indicatif), ainsi que les éléments d'appréciation du prix de l'Offre établis par l'établissement présentateur de l'Offre ;*
- *le projet de note d'information en réponse de la Société, destiné à être déposé auprès de l'AMF le 12 octobre 2023 ;*
- *le rapport du cabinet BM&A, agissant en qualité d'expert indépendant, qui conclut au caractère équitable des conditions financières de l'Offre, y compris dans la perspective d'un éventuel retrait obligatoire ; et*

- le projet d'avis motivé recommandé par le comité ad hoc.

Processus et fondement de la désignation de l'Expert Indépendant.

Le Président rappelle que, lors de sa réunion du 6 septembre 2023, et conformément au règlement général et à la doctrine de l'AMF, le conseil d'administration a mis en place en son sein un comité ad hoc (le « comité ad hoc ») ayant pour mission, dans le cadre du projet d'Offre de l'Initiateur, de :

- choisir l'expert indépendant puis soumettre sa désignation à l'approbation du conseil d'administration ;
- effectuer les diligences visées par les recommandations de l'AMF:
 - remise du plan d'affaires validé par le conseil d'administration ;
 - définition avec l'expert indépendant du temps nécessaire à l'étude du dossier ;
 - surveillance du bon déroulement de la mission d'expertise des diligences de l'expert ;
 - s'assurer que la qualité des informations données par l'expertise est satisfaisante ;
 - permettre aux actionnaires minoritaires qui le souhaitent d'obtenir des compléments d'information ;
- préparer l'avis motivé du conseil d'administration, qui figurera dans le projet de note en réponse qui devra être publié par l'AMF.

Conformément à la lettre de mission proposée par le comité ad hoc, approuvée par le conseil d'administration du 8 septembre et signée par le Directeur Général le 11 septembre 2023, le fondement de la désignation d'un expert indépendant résulte des articles 236-1 I 1° (l'initiateur détient déjà le contrôle de la cible) et 236-1 II (l'initiateur souhaite mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire) du règlement général de l'AMF. Par ailleurs, Monsieur Pierre Luzeau est Président de la Société et Président de Sirona Bidco (Président de Seqens), Monsieur Jean-Louis Martin est Directeur Général de la Société et Vice-Président du Groupe Seqens – Direction Industrielle et Ressources Humaines – et tous les deux sont indirectement associés minoritaires de Seqens, ce qui est susceptible d'affecter leur indépendance au sens du paragraphe 2° de l'article 261-1 I du règlement général de l'AMF. Enfin, le projet d'augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription de PCAS de l'ordre de 200 millions d'euros qui sera initié à l'issue de l'Offre (qu'il y ait ou non retrait obligatoire) compte tenu de la situation financière de PCAS, est un élément à aborder par l'expert indépendant dans le cadre de sa mission afin de déterminer si cette augmentation relève des opérations connexes à l'offre susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix ou la parité de l'offre visées au paragraphe 4° de l'article 261-1 I du règlement général de l'AMF.

Le Président passe la parole à Madame Lecourtier afin qu'elle rappelle les étapes qui ont conduit à la désignation de l'expert indépendant.

Madame Lecourtier rappelle que le comité ad hoc a procédé à un appel d'offres au cours duquel quatre cabinets d'expertise (tous reconnus et habitués à travailler avec l'AMF et à échanger avec des actionnaires minoritaires) ont été informés de manière précise et complète de la mission envisagée, des termes et modalités de cette mission, de son fondement réglementaire, ainsi que des situations de conflit d'intérêt identifiées. L'un des quatre cabinets d'expertise s'étant estimé en situation d'incompatibilité, trois cabinets ont chacun préparé un document présentant (i) une déclaration d'indépendance, (ii) les moyens humains qu'ils déploieraient pour cette mission, (iii) les moyens matériels dont ils disposent, incluant notamment l'accès à des bases de données financières et des

études sectorielles, (iv) leur adhésion à une association reconnue par l'AMF en application des articles 263-1 et suivants de son règlement général, (v) leur expérience en matière d'expertise indépendante et (vi) leur proposition d'honoraires. Ils ont tous les trois été auditionnés.

A l'issue de ces auditions, le comité ad hoc s'est réuni et Mesdames Jacqueline Lecourtier et Janine Cossy et Monsieur Vincent Milhau ont proposé, à l'unanimité, de désigner le cabinet BM&A, compte tenu de son expérience, son analyse très pertinente des enjeux, sa réputation professionnelle, des moyens humains qu'il a proposé de mettre à la disposition de la mission et de l'expérience de ce cabinet en matière d'échanges avec les actionnaires minoritaires. Le comité ad hoc a également arrêté le projet de lettre de mission à adresser à l'expert indépendant.

Compte tenu des recommandations du comité ad hoc, le conseil d'administration réuni le 8 septembre 2023, à l'unanimité, a décidé de désigner le cabinet BM&A en qualité d'expert indépendant et a approuvé les termes du projet de lettre de mission qui lui a été soumis.

Principales diligences accomplies aux fins de la préparation de cet avis motivé et plan d'affaires transmis

Madame Cossy précise que le comité ad hoc a été tenu quotidiennement informé des documents et informations transmis à l'expert indépendant ; il a notamment veillé à ce que l'expert dispose de l'ensemble des documents qu'il demandait ; par mise à disposition sur une plate-forme dédiée (à l'exception d'un document confidentiel qui a été mis à la disposition de l'expert indépendant dans les bureaux du conseil juridique de la Société). Ces documents ont inclus le plan d'affaires de la Société sur la période 2023-2028, préparé en juillet 2023 et finalisé en août 2023 par la direction de la Société puis approuvé par le conseil d'administration le 8 septembre après examen par le comité ad hoc. Le Comité relève que ces projections, qu'il estime raisonnablement optimistes, sont cohérentes avec les performances passées de la Société et les échanges sur les enjeux de l'entreprise.

Le 28 septembre 2023, Mesdames Janine Cossy et Jacqueline Lecourtier, administratrices indépendantes, ont eu une réunion téléphonique avec l'expert indépendant, afin de surveiller le bon déroulement de la mission d'expertise et de s'assurer que la qualité des informations données par l'Initiateur et la Société était satisfaisante. Lors de cette réunion, le cabinet BM&A a présenté la manière dont se déroulerait sa mission en faisant un point d'étape concernant les travaux de collecte de documents auprès de l'Initiateur et de la Société. Il a également présenté ses travaux sur l'évaluation de la Société et notamment l'analyse des méthodologies de valorisation et informé les administratrices indépendantes qu'il avait des échanges avec des actionnaires minoritaires. L'expert indépendant a précisé qu'à la suite de demandes de l'AMF et d'actionnaires minoritaires, des questions restaient en suspens et devaient faire l'objet d'analyses complémentaires. L'expert a également indiqué que la date initialement anticipée de remise de son rapport (le 6 octobre) lui semblait difficile à atteindre.

A la suite de cette réunion téléphonique, le comité ad hoc a décidé de permettre à l'expert indépendant de disposer de plusieurs jours supplémentaires pour remettre son rapport ; la réunion du conseil d'administration appelé à statuer sur ce rapport et sur l'avis motivé a ainsi été fixée au 11 octobre en vue d'un dépôt du projet de note en réponse le 12 octobre 2023.

Le comité ad hoc a été contacté le 3 octobre par un actionnaire minoritaire qui souhaitait faire part à ses membres des courriers qu'il avait adressés à l'expert et à l'AMF ainsi que des aspects extra-financiers qu'il souhaitait voir pris en compte. Le comité ad hoc lui a confirmé qu'il veillerait à ce que ses commentaires soient traités.

Le comité ad hoc s'est réuni le 9 octobre aux fins d'entendre les conclusions préliminaires de l'expert indépendant puis le 10 octobre pour préparer le projet d'avis motivé et le projet de note en réponse.

Le comité ad hoc indique ne pas avoir été informé, et ne pas avoir relevé d'éléments de nature à remettre en cause le bon déroulement des travaux de l'expert indépendant.

Conclusions du rapport de l'expert indépendant

L'expert indépendant conclut :

« Le tableau ci-après récapitule les fourchettes de valeurs de l'action PCAS auxquelles nous parvenons ainsi que les primes et décotes extériorisées par le prix de 8,0 € par action proposé dans le cadre de la présente Offre :

PCAS Méthodes/Référence		Valeur (en € par action)			Prime/ (Décote) vs Offre
		basse	centrale	haute	
Cours de bourse	36 mois	5,8	10,2	15,6	(21,2)%
	24 mois	5,8	8,6	13,7	(7,3)%
	12 mois	5,8	7,1	8,0	12,5 %
	6 mois	5,8	7,2	8,0	11,7 %
	3 mois	6,4	7,4	8,0	7,5 %
	20j	6,4	7,0	7,8	14,2 %
DCF	2033+Projet X	(5,2)	(3,9)	(2,3)	n.s.
	2038+ProjetX	1,0	2,9	5,1	180,3 %
	2033-Projet X	(9,6)	(7,5)	(6,2)	n.s.
	2038-Projet X	(2,2)	(0,7)	1,2	n.s.
	SOTP	(9,4)	(2,2)	5,5	n.s.
Comparables boursiers	+ProjetX/CA	5,8	7,3	9,3	9,7 %
	+ProjetX/EBITDA	(0,7)	2,0	4,8	293,8 %
	-ProjetX/CA	5,6	5,9	6,3	35,0 %
	-ProjetX/EBITDA	(10,2)	(8,7)	(7,2)	n.s.
Transactions comparables	+ProjetX/CA	3,7	4,8	6,7	65,9 %
	+ProjetX/EBITDA	4,2	4,2	4,2	91,5 %
ANC	30/06/2023	0,5	0,5	0,5	1 431,7 %

En premier lieu, nous tenions à souligner les difficultés que présente l'évaluation de la Société.

Tout d'abord, il apparaît que le cours de bourse de PCAS ne peut constituer à lui seul un critère pertinent d'évaluation. En effet, les faibles flottant (14 %) et rotation (capital : moins de 2 %, flottant : de l'ordre de 14 %), l'absence régulière de cotation (entre 25 % et 33 % des jours de cotation), atténuent la pertinence du cours de bourse dans l'approche multicritères.

Ensuite, PCAS est une société qui a enregistré de lourdes pertes au cours des dernières années, y compris en termes d'Ebitda, et le retour à l'équilibre à moyen terme est un défi pour le management. Dès lors, la mise en œuvre des méthodes analogiques se révèle délicate, l'application des multiples aux agrégats traduisant la profitabilité conduisant à des valeurs négatives. Compte tenu de l'activité de la Société, l'approche consistant à appliquer les multiples au chiffre d'affaires est, au mieux, un expédient qui ne saurait traduire la valeur réelle de la Société. Les valeurs présentées ci-dessus sont par conséquent maximalistes en l'absence de prise en compte, par cette méthode, des pertes prévues au cours des prochains exercices.

Nous avons donc privilégié la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie (DCF), seule susceptible de tenir compte des opportunités et des risques que présentent le plan d'affaire dans un contexte de retournement. Dans ce contexte, nous avons prolongé le plan d'affaires jusqu'en 2033 et jusqu'en 2038 afin de faire converger les niveaux de marge, respectivement, avec les taux observés (i) historiquement chez PCAS et (ii) avec ceux atteints en moyenne dans l'industrie. Par ailleurs, nous avons intégré dans ces deux scénarios la réalisation d'un projet majeur qui est encore en cours de discussion.

Pour compléter cette approche consolidée, nous avons développé une approche DCF par site et calculé la valeur de la Société sur cette base, en simulant un retour rapide à un niveau de rentabilité significatif pour les sites en difficulté. Enfin, nous avons présenté une variante de cette approche qui simule, en plus des hypothèses retenues précédemment, la réactivation à long terme du contrat Mithra (ce qui n'était pas prévu à l'origine).

La totalité de ces simulations ont été réalisées en retenant le même taux d'actualisation, i.e. sans tenir compte de l'accroissement des risques d'exécution liés aux différents scénarios d'exploitation (amélioration des taux marge, réalisation du Projet X, réactivation du contrat Mithra), ce qui constitue une hypothèse favorable aux actionnaires minoritaires. Le taux d'actualisation retenu tient compte des effets bénéfiques en termes de réduction du risque de l'augmentation de capital prévue par la Société (prise en compte dans le taux d'actualisation d'un levier sectoriel possible seulement après effacement de la dette).

Il ressort de nos travaux une large fourchette de valeurs, de -7,5 € à 2,9 € en valeur centrale, qui traduit le haut niveau d'incertitude pesant sur l'activité de la Société, sur laquelle le Prix d'Offre extériorise une prime quel que soit le scénario retenu, y compris les plus volontaristes.

Compte tenu de l'ensemble de ces éléments, notre opinion est que le prix de 8 € par action PCAS proposé dans le cadre de l'offre publique d'achat simplifiée et dans l'hypothèse de la mise en œuvre d'un retrait obligatoire, est équitable, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de la Société. ».

Mesures susceptibles de faire échouer l'Offre mises en place par PCAS

Madame Lecourtier indique que la Société n'a pas pris de décisions pouvant être qualifiées de mesures susceptibles de faire échouer l'Offre.

Principales observations écrites d'actionnaires reçues dans les conditions prévues par la réglementation boursière

Madame Lecourtier rappelle que, depuis l'annonce du projet d'Offre de l'Initiateur le 6 septembre 2022, le comité ad hoc a reçu les observations écrites d'un actionnaire minoritaire, transmises par le biais de l'expert indépendant, le 3 octobre 2023 contestant le prix de l'offre ainsi que la dérogation obtenue par Segens à l'obligation de déposer une offre publique d'achat fin 2021. Le comité ad hoc a répondu à l'actionnaire minoritaire le 6 octobre 2023.

Sur le fond, le comité ad hoc s'est assuré que l'expert indépendant avait pris en compte les questionnements et interrogations de cet actionnaire minoritaire :

- *les questions financières ont été intégralement traitées par l'expert indépendant :*
 - *caractère discutable du cours de bourse retenu comme principale méthode d'évaluation par la banque présentatrice : l'expert indépendant a retenu comme méthode principale la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie consolidés ;*
 - *demande tendant à ce que ce soient les 24 derniers mois du cours de bourse qui soient retenus : l'expert indépendant a pris en compte cette demande tout en indiquant qu'il n'apparaît pas méthodologiquement acceptable de mener une analyse sur une période antérieure à 2 ans ou de ne retenir que la période la plus favorable, marquée par une spéculation sur le titre PCAS ;*
 - *proposition de reprendre le prix de l'offre de 2017 corrigé des pertes ultérieures : l'expert indépendant explique les raisons pour lesquelles cette méthode de calcul ne peut pas aboutir à une valorisation de l'action ;*

- ANR suggéré par la vente de PCAS Canada : l'expert indépendant explique que la prise en compte de la référence à la cession de PCAS Canada pour estimer l'« ANR » de PCAS n'est pas pertinent compte tenu des différences très significatives en termes de dynamique de croissance et de rentabilité entre les deux entités ;
 - méthode biaisée des comparables boursiers : l'expert indépendant a significativement étendu le périmètre des comparables boursiers par rapport à la banque présentatrice ;
 - demande de complément de prix au titre du litige Mithra : l'expert indépendant a étudié un nombre significatif d'hypothèses, toutes favorables à PCAS, dont une hypothèse (« blue sky ») très optimiste de paiement par Mithra de l'intégralité de ses dettes, et de reprise de la collaboration avec Mithra conduisant à des chiffres d'affaires d'avant litige, sur une durée non limitée dans le temps ; malgré ces hypothèses, le prix de l'Offre est jugé équitable ;
 - complément de prix lié à la revente de PCAS : l'expert indépendant a obtenu confirmation d'absence de projet de vente de PCAS à échéance 18 mois ;
 - caractère minoré des perspectives de croissance dans le plan d'affaires : l'expert indépendant a retenu des hypothèses très optimistes, en rendant favorables à PCAS toutes les tendances récentes : malgré ces hypothèses, le prix de l'Offre est jugé équitable ;
 - « transferts » de PCAS vers Seqens : l'expert indépendant a obtenu confirmation du Directeur Général de PCAS que les flux intragroupes entre PCAS et Seqens étaient facturées à des prix dans des conditions normales de concurrence ;
- les questions non financières ont été traitées comme suit par le comité ad hoc :
- l'actionnaire minoritaire a qualifié de « très litigieuse » sur le fond et quant à sa dissimulation la dérogation à lancer une offre de retrait à l'automne 2021 alors que le titre cotait 12 à 13 euros. Le comité ad hoc a souligné que cette dérogation avait fait l'objet d'un recours devant la Cour d'appel de Paris, qui l'a rejeté. Sur l'allégation de dissimulation, le comité ad hoc a souligné que cette question ne relevait pas de l'étude du projet d'Offre déposé le 7 septembre. Le comité a également souligné que la demande de dérogation avait été déposée dans un contexte différent, il y a quasiment deux ans. Les membres du comité ad hoc présents au conseil d'administration du 18 octobre 2021 ont également confirmé que le conseil d'administration n'avait pas abordé la demande de dérogation ;
 - indépendance des administratrices indépendantes :
PCAS a adhéré au code Middlednext. Les deux administratrices remplissent les critères fixés par le Code Middlednext. Par ailleurs, comme l'indique le Document d'enregistrement universel de PCAS, « Le 8 septembre 2022, le Conseil d'Administration a confirmé la qualité d'administratrice indépendante de Madame Jacqueline Lecourtier et de Madame Janine Cossy, conformément aux critères retenus par le Code MiddleNext auquel se réfère PCAS ».
- 1/ Madame Lecourtier est administratrice depuis mars 2014, soit depuis un peu plus de 9 ans. La durée totale du mandat n'est pas un critère de disqualification de l'indépendance au sens du Code Middlednext (étant précisé à toutes fins utiles que même si la société avait adhéré au code Afep/Medef, ce n'est qu'au bout de 12 ans que l'administrateur perd son indépendance). Il faut à cet égard souligner que Madame Lecourtier était administratrice de PCAS avant l'entrée de Seqens à son capital.

2/ Madame Cossy est membre du comité scientifique de Seqens. Le Conseil scientifique du groupe Seqens est composé exclusivement de personnes externes au groupe (non-salariées) qui apportent une caution scientifique aux projets et un regard externe ou des recommandations sur les sujets scientifiques et techniques à enjeu. Par principe, les membres d'un comité scientifique (au même titre que les membres d'un comité éthique) sont indépendants. Le fait de disposer d'un conseil scientifique indépendant composé de 100% d'externes (experts, professeurs, docteurs...) est relativement courant dans cette industrie. Le statut d'expert indépendant du comité scientifique de PCAS n'a pas été jugé de nature à remettre en cause l'indépendance de Mme Cossy.

Recommandation du Comité ad hoc

Madame Lecourtier indique que le 10 octobre 2023 le comité ad hoc a finalisé sa recommandation au conseil d'administration, sur la base du projet de rapport de l'expert indépendant. Il en communique les termes aux membres du conseil d'administration.

- L'Initiateur détient à ce jour directement 12 212 100 actions de la Société, auxquelles sont attachés 23 740 903 droits de vote théoriques, représentant 80,65% du capital social et 88,96% des droits de vote de la Société.

En incluant les actions autodétenues, cette participation représenterait 89,90% du capital et 94,20% des droits de vote.

- Le prix de l'Offre est de 8 euros par action et la durée de l'Offre est fixée à 12 jours de négociation.
- Si l'Initiateur vient à détenir plus de 90% du capital et des droits de vote de la Société à l'issue de l'Offre, l'Initiateur sollicitera le retrait obligatoire visant la totalité des actions de la Société non encore détenues par l'Initiateur, selon la procédure prévue aux articles L.433-4 II du Code monétaire et financier, et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF.
- L'expert indépendant, l'AMF et le comité ad hoc ont reçu des commentaires d'actionnaires minoritaires, qui, à la connaissance du conseil d'administration, ont été traités.
- Ni l'Initiateur ni la Société n'a connaissance d'un accord et n'est partie à un accord susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'Offre ou son issue ; étant précisé que l'augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription au prix de 8 euros par action n'a pas été jugée par l'expert indépendant comme présentant d'éléments susceptibles de remettre en cause le principe d'équité de traitement entre les actionnaires.
- L'Initiateur a fait part de ses intentions concernant l'intérêt de l'Offre pour la Société et les salariés pour les 12 prochains mois.

Avis motivé recommandé à l'unanimité par le comité ad hoc

Sur la base des objectifs et intentions exprimés par l'Initiateur, des conclusions du rapport de l'Expert Indépendant, le comité ad hoc recommande à l'unanimité l'avis motivé suivant quant à l'intérêt de l'Offre et les conséquences de celle-ci pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

- *S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour la Société*

Le conseil d'administration a pris acte des éléments qui résultent des intentions et objectifs déclarés par Seqens dans son projet de note d'information et notamment les éléments suivants :

- L'Offre s'inscrit dans un contexte économique et financier complexe pour la Société, qui a fait face à d'importantes difficultés opérationnelles et financières depuis un certain nombre d'années.*
- L'Offre s'inscrivant dans une logique de poursuite de l'activité de la Société et de sa stratégie, elle ne devrait pas avoir d'impact sur la politique en matière d'emploi et sur la gestion des ressources humaines de la Société.*
- L'Initiateur se réserve la faculté de demander la mise en œuvre d'un retrait obligatoire visant les titres de la société non présentés à l'offre si les conditions requises sont remplies.*

Le conseil d'administration s'est attaché à analyser le financement mis en place par l'Initiateur dans le cadre de l'offre et ses conséquences pour la Société. Il a, à ce titre, constaté les éléments suivants :

- l'Offre est financée par l'Initiateur sur ses ressources propres ;*
- l'Offre précède une augmentation de capital très significative qui permettra à la Société de retrouver un ratio d'endettement raisonnable compte tenu des investissements à venir.*

Le conseil d'administration considère ainsi que l'Offre s'inscrit dans la pleine continuité du développement stratégique et opérationnel de la Société et que les modalités de financement ainsi que l'augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription illustrent la volonté de Seqens d'accompagner la croissance des activités de la Société sur le long terme, en désendettant la Société.

Au vu de ce qui précède, le conseil d'administration considère que l'Offre est dans l'intérêt de la Société.

- *S'agissant du prix de l'Offre et de l'intérêt de l'Offre pour les actionnaires*

Le conseil d'administration a pris acte que le prix de l'Offre proposé pour les actions de PCAS offre une prime de 8,9% par rapport au cours de clôture moyen pondéré par les volumes quotidiens des 60 derniers jours de bourse précédant l'annonce de l'Offre et de 7,4% par rapport au cours de clôture précédant l'annonce de l'Offre.

Le conseil d'administration a pris connaissance des éléments d'appréciation du prix d'offre de 8 euros par action présentés par l'établissement présentateur de l'Offre dans le projet de note d'information de l'Initiateur.

Le conseil d'administration a examiné le rapport établi par le cabinet BM&A et l'analyse multicritères mise en œuvre par l'expert indépendant, conduisant le cabinet BM&A à conclure que le prix de l'offre proposé par l'Initiateur est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de la Société et que cette conclusion s'applique également à l'indemnité prévue, le cas échéant dans le cadre du retrait obligatoire égal au prix d'Offre.

Le conseil d'administration note que selon le Cabinet BM&A la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie consolidés mise en œuvre à partir du plan d'affaires établi par la direction de la Société, retenue à titre principal par l'expert indépendant, extériorise une prime sur la valeur centrale quels que soient les scénarios retenus.

Le conseil d'administration relève que même en retenant des hypothèses encore plus optimistes que celle du plan d'affaires (déjà jugées optimistes), notamment en prenant des hypothèses d'un retour à moyen terme à un niveau de profitabilité dans la moyenne de l'industrie, en prenant pour hypothèse une résolution totale du litige Mithra avec une reprise non limitée dans le temps des relations contractuelles avec Mithra et un taux d'actualisation très favorable, l'expert indépendant conclu au caractère équitable du prix de l'Offre.

Le conseil d'administration relève que le cabinet BM&A conclut son attestation d'équité en indiquant que : « compte tenu de l'ensemble de ces éléments, notre opinion est que le prix de 8 € par action PCAS proposé dans le cadre de l'offre publique d'achat simplifiée et dans l'hypothèse de la mise en œuvre d'un retrait obligatoire, est équitable, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de la Société. »

Enfin, le conseil d'administration souligne que l'Offre permet aux actionnaires d'obtenir une liquidité immédiate, les actionnaires devant également intégrer le risque de voir la liquidité du marché de l'action PCAS, déjà très peu liquide, diminuer encore fortement après l'Offre si le seuil du retrait obligatoire n'est pas atteint.

Le conseil d'administration souligne à cet égard que compte tenu de la nécessité de procéder à une augmentation de capital significative de la Société, l'Initiateur a décidé de proposer, avant celle-ci, une offre publique d'achat simplifiée afin de permettre aux actionnaires qui le souhaitent de trouver une liquidité. Les actionnaires qui le souhaitent peuvent ainsi vendre leurs actions au prix de 8 euros par action ou participer à l'augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription, au prix de 8 euros.

Le conseil d'administration considère par conséquent que l'Offre représente une opportunité pour les actionnaires minoritaires de bénéficier d'une liquidité immédiate, dans des conditions de prix considérées comme équitables par l'expert indépendant, y compris en cas de mise en œuvre du retrait obligatoire.

- S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour les salariés

Le conseil d'administration note que l'Initiateur a indiqué que le projet d'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et du développement de la Société selon son plan stratégique actuel.

Par ailleurs, l'Initiateur a indiqué que l'Offre ne présentera pas d'incidence particulière sur les effectifs de la Société et sur sa politique salariale et de gestion des ressources humaines.

Le conseil d'administration retient également que l'Offre permettra de supprimer des coûts divers liés à la cotation, qu'ils soient financiers ou en termes de mobilisation du management et des équipes internes, de reporting financier périodique et de gestion des relations investisseurs.

Le conseil d'administration retient par ailleurs que demeureront inchangés les conventions, accords d'entreprise, engagements unilatéraux, usages en vigueur au sein de la Société ou sur les institutions représentatives du personnel.

Au vu de ce qui précède, le conseil d'administration considère que l'Offre est conforme aux intérêts des salariés de la Société et ne devrait pas avoir d'incidences spécifiques en matière d'emploi.

Actions autodétenues

Concernant le sort des 1 400 052 actions autodétenues par la Société est visées par l'Offre, le comité ad hoc note que :

- la Société n'a émis aucun instrument donnant accès au capital ni aucun instrument d'intéressement des salariés tels que des actions gratuites ou des options de souscription ;
- la Société n'a pas mis en œuvre de contrat de liquidité et n'a pas l'intention de procéder à des opérations de croissance externe par remise d'actions autodétenues ;
- l'apport à l'offre des actions autodétenues permettra de désendetter la Société à hauteur de 11 200 416 euros, alors qu'une annulation de ces actions n'aurait aucun impact positif sur la situation financière de la Société.

et recommande en conséquence l'apport des actions autodétenues à l'Offre.

Conclusion et avis du conseil d'administration

Le conseil d'administration, après en avoir délibéré, sur recommandation du comité ad hoc, et connaissance prise de l'ensemble des éléments mis à la disposition de ses membres et notamment : les objectifs et intentions exprimés par l'Initiateur, les éléments de valorisation préparés par l'établissement présentateur de l'Offre, les conclusions du rapport de l'expert indépendant le cabinet BM&A représenté par Monsieur Pierre Béal, et les conclusions des travaux du comité ad hoc, à l'unanimité des membres présents ou représentés :

- **prend acte** :
 - o des termes de l'Offre et des éléments d'appréciation du prix de l'Offre figurant dans le projet de note d'information de l'Initiateur ;
 - o des motifs et intentions de l'Initiateur tels que figurant dans le projet de note d'information de l'Initiateur ;
 - o des conclusions de l'expert indépendant sur les conditions financières de l'Offre considérant que le prix de l'Offre proposé par l'Initiateur est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de la Société, y compris dans la perspective d'un retrait obligatoire,
 - o des travaux et recommandations du comité ad hoc ;
- **décide** de reprendre à son compte les travaux et la recommandation d'avis motivé du comité ad hoc en date du 10 octobre 2023 ;
- **considère** à ce titre, dans les conditions de cette recommandation, que l'Offre et ses conséquences sont conformes aux intérêts de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés ;
- **recommande** aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre ;
- **prend acte** que les actions auto détenues par la Société sont visées par l'Offre et **décide** que la Société les apportera à l'Offre ;
- **approuve** le projet de note en réponse de la Société ;
- **autorise**, en tant que de besoin, le Directeur Général, avec faculté de subdélégation, à l'effet de :
 - o finaliser le projet de note en réponse 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 ;
 - o préparer, signer et déposer auprès de l'AMF toute la documentation requise dans le cadre de l'Offre ;
 - o 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. »*

4. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE

Les membres du conseil d'administration de la Société ayant participé à la réunion au cours de laquelle le conseil d'administration a émis son avis motivé reproduit à la section 3 ont fait part de leurs intentions comme suit :

Nom	Fonction	Nombre d'Actions détenues à la date de l'avis motivé	Intention
M. Pierre Luzeau	Président du conseil d'administration	-	-
M. Vincent Milhau	Membre du conseil d'administration	-	-
Mme Jacqueline Lecourtier	Membre du conseil d'administration	100	Apport des actions
Mme Janine Cossy	Membre du conseil d'administration	-	-
M. Jean-Louis Martin	Membre du conseil d'administration	-	-

5. INTENTIONS DE LA SOCIETE RELATIVES AUX ACTIONS AUTODETENUES

À la date de la Note en Réponse, la Société détient 1 400 052 de ses propres Actions.

Le conseil d'administration du 11 octobre 2023 a pris acte du fait que les 1 400 052 Actions autodétenues par la Société sont visées par l'Offre et a décidé que la Société les apporterait à l'Offre pour les raisons suivantes :

- la Société n'a émis aucun instrument donnant accès au capital ni aucun instrument d'intéressement des salariés tels que des actions gratuites ou des options de souscription ;
- la Société n'a pas mis en œuvre de contrat de liquidité et n'a pas l'intention de procéder à des opérations de croissance externe par remise d'actions autodétenues ;
- l'apport à l'offre des actions autodétenues permettra de désendetter la Société à hauteur de 11 200 416 euros, alors qu'une annulation de ces actions n'aurait aucun impact positif sur la situation financière de la Société.

6. ACCORDS POUVANT AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRECIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE

La Société n'est pas partie et n'a connaissance d'aucun accord pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.

Il est rappelé que l'Initiateur a indiqué avoir l'intention de procéder à une augmentation de capital d'un montant total (prime d'émission incluse) de l'ordre de 200 millions d'euros, au prix de 8 euros par action, à laquelle il souscrirait essentiellement par compensation de créances.

Le 13 septembre 2023, le comité économique et social de la Société a émis un avis favorable sur le projet d'augmentation de capital.

Le 26 octobre 2023, les associés de la Société ont délégué leur compétence, avec faculté de subdélégation dans les conditions fixées par la loi, pour 26 mois à compter de la date de l'assemblée générale, au conseil d'administration de la Société à l'effet de procéder à ladite augmentation de capital, avec maintien du droit préférentiel de souscription.

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

7.1 STRUCTURE ET REPARTITION DU CAPITAL DE LA SOCIETE

A la connaissance de la Société et à la date du dépôt de la Note en Réponse, le capital social de la Société s'élève à 15 141 725 euros, divisé en 15 141 725 Actions d'une valeur nominale de 1 euro chacune, entièrement libérées et toutes de même catégorie.

A la date de la Note en Réponse, et à la connaissance de la Société, la répartition du capital social et des droits de vote de la Société est la suivante (sur la base d'un nombre total de 15 141 725 actions représentant un nombre total de 26 688 567 droits de vote théoriques au 30 septembre 2023) :

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% des droits de vote
Seqens	12 667 873	83,66%	24 196 676	90,66%
Actions autodétenues ³	1 400 052	9,25%	1 400 052	5,25%
Sous-total Seqens (avec prise en compte des Actions autodétenues)	14 067 925	92,91%	25 596 728	95,91%
Flottant	1 073 800	7,09%	1 091 839	4,09%
TOTAL	15 141 725	100%	26 688 567	100%

³ Actions autodétenues qui seront apportées à l'Offre conformément à la décision du conseil d'administration de PCAS en date du 11 octobre 2023.

7.2 RESTRICTIONS STATUTAIRES A L'EXERCICE DU DROIT DE VOTE ET AU TRANSFERT D' ACTIONS OU CLAUSES DES CONVENTIONS PORTEES A LA CONNAISSANCE DE LA SOCIETE EN APPLICATION DE L'ARTICLE L. 233-11 DU CODE DE COMMERCE

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

Obligations de déclaration en matière de franchissements de seuils

Les obligations légales prévues à l'article L. 233-7 du code de commerce sont applicables. En outre, l'article 11.3.2 des statuts de la Société prévoit l'obligation de déclarer tout franchissement de seuil 0,5% du capital ou des droits de vote de la Société à la Société.

Transferts d'Actions

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

7.2.2 Clauses des conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'Actions et portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote de la Société

Il n'existe pas de clauses conventionnelles de la nature de celles visées à l'article L. 233-11 du Code de commerce ayant été portées à la connaissance de la Société en application de cet article.

7.3 PARTICIPATIONS DIRECTES OU INDIRECTES DANS LE CAPITAL DE LA SOCIETE DONT ELLE A CONNAISSANCE EN VERTU DES ARTICLES L. 233-7 ET L. 233-12 DU CODE DE COMMERCE

A la connaissance de la Société, à la date de la Note en Réponse, le capital social de PCAS est réparti ainsi qu'il est indiqué au paragraphe 7.1.

La Note d'Information précise que l'Initiateur n'a pas procédé à l'acquisition d'Actions au cours des douze mois précédant le dépôt du projet de note d'information.

Comme indiqué à la section 2.6 de la Note d'Information, l'Initiateur s'est réservé la possibilité de procéder à l'acquisition d'Actions, dans les limites visées à l'article 231-38, IV du règlement général de l'AMF, correspondant au maximum de 30% du nombre d'Actions visées par l'Offre au Prix de l'Offre. Dans ce cadre, l'Initiateur a acquis un total de 1 060 221 actions correspondant au nombre maximum d'Actions pouvant être acquises jusqu'à l'ouverture de l'Offre conformément aux dispositions de l'article 231-38, IV du règlement général de l'AMF et a procédé aux déclarations de franchissement de seuils statutaires correspondantes. Le tableau récapitulatif de ces achats à la date de la Note d'Information est reproduit ci-après :

Date	Nombre d'Actions acquises	Prix total (en €)
8 septembre 2023	437 198	3 497 584 €
11 septembre 2023	26 084	208 672 €
12 septembre 2023	64	512 €
13 septembre 2023	2 152	17 216 €
14 septembre 2023	5 982	47 856 €
20 septembre 2023	1 666	13 328 €
21 septembre 2023	30	240 €
25 septembre 2023	14 942	119 536 €
2 octobre 2023	116 330	930 640 €
12 octobre 2023	448 214	3 585 712 €
13 octobre 2023	7 559	60 472 €
TOTAL	1 060 221	8 481 768 €

Le 13 octobre 2023, en conséquence des acquisitions intervenues en vertu de l'article 231-38, IV du règlement général de l'AMF et conformément aux dispositions des articles L. 233-7 et suivants du Code de commerce et des articles 223-11 et suivants du règlement général de l'AMF, l'Initiateur a déclaré auprès de l'AMF et de la Société, qu'il avait franchi à la hausse, le 12 octobre 2023, les seuils de (i) 90% en capital et (ii) 90% et 95% en droits de vote de la Société et qu'il détenait, directement et indirectement, 14 060 366 Actions représentant 25 589 169 droits de vote, soit 92,86% du capital et 95,88% des droits de vote de la Société⁴. Cette déclaration a fait l'objet d'un avis publié par l'AMF sous le numéro 223C1632 le 16 octobre 2023.

7.4 LISTE DES DETENTEURS DE TOUT TITRE PCAS COMPORTANT DES DROITS DE CONTROLE SPECIAUX ET DESCRIPTION DE CEUX-CI

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

Cet article précise qu'en cas d'augmentation de capital par incorporation de réserves, bénéfices ou primes d'émission, ce droit de vote double est conféré, dès leur émission, aux actions nominatives attribuées gratuitement à un actionnaire à raison d'actions anciennes pour lesquelles il bénéficie déjà de ce droit.

Le droit de vote double attaché à une action donnée est perdu en cas de conversion au porteur ou de transfert en propriété de cette action propriété, sous réserve des exceptions prévues par la loi.

⁴ Sur la base d'un nombre total de 15 141 725 actions et 26 688 567 droits de vote théoriques de la Société au 30 septembre 2023. Conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de toutes les actions auxquelles sont rattachés des droits de vote, en ce compris les actions dépourvues de droit de vote telles que les actions auto-détenues.

Les actionnaires significatifs bénéficiant de droits de vote double au 31 décembre 2022 sont les suivants :

Actionnaires significatifs bénéficiant de droits de votes doubles	Nombres d'actions assorties d'un droit de vote double
Seqens	11 528 803

7.5 MECANISMES DE CONTROLE PREVUS DANS UN EVENTUEL SYSTEME D'ACTIONNARIAT DU PERSONNEL QUAND LES DROITS DE CONTROLE NE SONT PAS EXERCES PAR CE DERNIER

A la date de la Note en Réponse, il n'existe aucun système d'actionnariat du personnel au sein de la Société.

7.6 ACCORDS ENTRE ACTIONNAIRES DONT LA SOCIETE A CONNAISSANCE POUVANT ENTRAINER DES RESTRICTIONS SUR LE TRANSFERT D' ACTIONS OU A L'EXERCICE DES DROITS DE VOTE

A la date de la Note en Réponse, la Société n'a connaissance d'aucun accord en vigueur pouvant entraîner des restrictions au transfert des actions et à l'exercice des droits de vote de la Société.

7.7 REGLES APPLICABLES A LA NOMINATION ET AU REMPLACEMENT DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION ET A LA MODIFICATION DES STATUTS DE LA SOCIETE

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

Conformément à l'article 12 des statuts de la Société, la Société est administrée par un conseil d'administration composé de trois membres au moins et de dix-huit membres au plus, sous réserve de la dérogation prévue par la loi en cas de fusion.

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

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

7.7.2 *Règles applicables à la modification des statuts*

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

7.8 POUVOIRS DU CONSEIL D'ADMINISTRATION EN MATIERE D'EMISSION ET DE RACHAT DE TITRES

Le conseil d'administration détermine les orientations de l'activité de la Société et veille à leur mise en œuvre. Sous réserve des pouvoirs expressément attribués par la loi aux assemblées d'actionnaires de la Société et dans la limite de l'objet social, le conseil d'administration se saisit de toute question intéressant la bonne marche de la Société et règle par ses délibérations les affaires qui la concernent. Le conseil d'administration procède aux contrôles et vérifications qu'il juge opportuns. Le conseil d'administration peut consentir à tous les mandataires de son choix toutes délégations de pouvoirs dans la limite de ceux qui lui sont conférés par la loi et les statuts.

Dans les rapports avec les tiers, la Société est engagée même par les actes du conseil d'administration qui ne relèvent pas de l'objet social, à moins qu'elle ne prouve que le tiers savait que l'acte dépassait cet objet et qu'il ne pouvait l'ignorer compte tenu des circonstances.

Dans le cadre de son organisation interne, le conseil d'administration n'a pas constitué de comités spécialisés, les fonctions de comité d'audit, comité des rémunérations et comité RSE étant exercées par le conseil d'administration.

En sus des opérations visées par la loi et les règlements en vigueur, et conformément au règlement intérieur du conseil d'administration, la direction générale de la Société doit s'assurer de l'autorisation préalable du conseil d'administration notamment pour les opérations ou éléments suivants :

- les opérations d'importance stratégique de la Société ou de ses filiales ;
- les opérations de croissance externe de la Société ou de ses filiales ;
- toute opération significative de nature à modifier sa structure financière ou la stratégie de la Société ;
- dans la mesure où ils excèdent 1 000 000 € et ne figurent pas dans le budget Annuel du Groupe PCAS, (x) toute acquisition, tout accroissement ou toute cession d'une participation dans toute entité existante ou future et (y) toute acquisition ou cession de tout actif, entité ou fonds de commerce; tout projet d'opération dont le montant d'investissement ou de désinvestissement ainsi que les autres dépenses en capital excèdent 1 000 000 € et ne figurent pas dans le budget annuel du groupe,
- toute vente ou cession de titres pour un prix qui dépasserait 4 000 000 € et toute acquisition d'une Entité ou d'un fonds de Commerce pour un prix qui dépasserait 4 000 000 €,
- toute décision relative à une fusion, une scission, un apport partiel d'actifs et toute opération connexe en relation avec une société du groupe impliquant un fusion, une scission ou un apport partiel d'actifs et toutes opérations liées à une société du Groupe impliquant un tiers ou Groupe.

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

Date de l'assemblée générale	Objet de la délégation ou de l'autorisation accordée par l'assemblée générale au conseil d'administration	Plafond	Durée	Utilisation
9 juin 2022 (13 ^{ème} résolution)	Délégation de compétence à donner au conseil d'administration en vue d'émettre des actions ordinaires et/ou des valeurs mobilières donnant accès immédiatement et/ou à terme au capital de la société ou de l'une de ses filiales avec suppression du droit préférentiel de souscription, par voie d'offre au public (autre que celles visées au 1° de l'article L. 411-2 du code monétaire et financier)	Le montant nominal maximal des augmentations de capital susceptibles d'être réalisées est fixé à 1 514 172 euros.	26 mois	Néant
9 juin 2022 (14 ^{ème} résolution)	Délégation de compétence à donner au conseil d'administration en vue d'émettre des actions ordinaires et/ou des valeurs mobilières donnant accès immédiatement et/ou à terme au capital de la société ou de l'une de ses filiales avec suppression du droit préférentiel de souscription, par voie d'offre au public visée au 1° de l'article L. 411-2 du code monétaire et financier, s'adressant exclusivement à des investisseurs qualifiés et/ou à un cercle restreint d'investisseurs	Le montant nominal maximal des augmentations de capital susceptibles d'être réalisées est fixé à 1 514 172 euros.	26 mois	Néant
9 juin 2022 (16 ^{ème} résolution)	Autorisation accordée au conseil d'administration à l'effet de réduire le capital social par annulation d'actions de la Société dans le cadre du dispositif de l'article L. 22-10-62 du code de commerce	10 % du capital social calculé au jour de la décision d'annulation, ajusté des éventuelles opérations affectant le capital social	26 mois	Néant
26 octobre 2023 (1 ^{ère} résolution)	Délégation de compétence à donner au conseil d'administration à l'effet d'augmenter le capital social par émission d'actions ordinaires et/ou de valeurs mobilières donnant accès, immédiatement ou à terme, au capital de la Société, avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires	Le montant nominal maximal des augmentations de capital susceptibles d'être réalisées en vertu de la présente délégation est fixé à 27 500 000 d'euros.	26 mois	Néant à date (cette résolution a été adoptée aux fins d'être utilisée pour procéder à l'augmentation de capital mentionnée à la section 2.1.

7.9 ACCORDS SIGNIFICATIFS CONCLUS PAR LA SOCIETE QUI SONT MODIFIES OU PRENNENT FIN EN CAS DE CHANGEMENT DE CONTROLE DE LA SOCIETE

Il existe 8 conventions significatives conclues par la Société, dont une convention de prêt (financement) de Seqens à PCAS, deux contrats de fabrication et cinq contrats de façonnage et de prestations associées ou liées à des activités de R&D, qui comportent une clause de changement de contrôle.

L'Offre n'emporte pas changement de contrôle. Par conséquent, aucune de ces 8 conventions ne sera modifiée ou résiliée du fait de la réalisation de l'Offre.

7.10 ACCORDS PREVOYANT DES INDEMNITES POUR LES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION, DE LA DIRECTION GENERALE OU LES SALARIES, S'ILS DEMISSIONNENT OU SONT LICENCIES SANS CAUSE REELLE ET SERIEUSE OU SI LEUR EMPLOI PREND FIN EN RAISON D'UNE OFFRE PUBLIQUE

Il n'existe pas d'accord prévoyant le versement d'une indemnité aux dirigeants, aux salariés ou aux administrateurs s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leurs fonctions prennent fin en raison d'une offre publique.

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

En application de l'article 261-1, I et II du règlement général de l'AMF, le cabinet BM&A, représenté par Pierre Béal, a été désigné en qualité d'expert indépendant par le conseil d'administration de la Société le 8 septembre 2023 afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre et du retrait obligatoire.

Ce rapport, en date du 11 octobre 2023, est reproduit dans son intégralité en Annexe 1 et fait partie intégrante de la Note en Réponse.

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

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du Règlement général de l'AMF, les « autres informations » relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société feront l'objet d'une note spécifique déposée auprès de l'AMF au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. Elles seront, à la même date, disponibles sur les sites internet de la Société (www.pcas.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) et pourront être obtenues sans frais auprès de PCAS (21 chemin de la Sauvegarde - 21 Ecully Parc - CS 33 167 - 69 134 Ecully Cedex).

10. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE

« Conformément à l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, à ma connaissance, les informations figurant dans la présente Note en Réponse sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

M. Jean-Louis Martin
Directeur Général

ANNEXE 1

RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

[VOIR DOCUMENT PAGE SUIVANTE]

BMA

AUDIT
CONSEIL FINANCIER
CONSEIL ET SUPPORT OPERATIONNELS
MAÎTRISE DES RISQUES & COMPLIANCE



| PCAS

Expertise indépendante

Projet d'offre publique d'achat simplifiée

Octobre 2023

SOMMAIRE

1 	CONTEXTE DE L'OPERATION.....	5
2 	PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT	7
2.1	Missions d'expertise indépendante réalisées au cours des 36 derniers mois.....	7
2.2	Déclaration d'indépendance	7
2.3	Rémunération de l'expert	7
2.4	Diligences effectuées par l'expert	7
3 	PRESENTATION DE LA SOCIETE.....	11
3.1	Activité et historique	11
3.1.1	Présentation générale de la société	11
3.1.2	Historique de la Société.....	11
3.1.3	Présentation des activités	12
3.1.4	Présentation synthétique du modèle économique	13
3.1.5	Présentation des sites de production	13
3.1.6	Positionnement stratégique	14
3.2	Analyse historique des comptes publiés	16
3.2.1	Evolution des résultats	16
3.2.1.1	Revenus & chiffre d'affaires.....	16
3.2.1.2	Ebitda (hors charges et produits exceptionnels)	17
3.2.1.3	Résultat opérationnel (Ebit).....	17
3.2.1.4	Résultat financier	17
3.2.1.5	Produits et charges exceptionnels	17
3.2.1.6	Résultat net.....	18
3.2.2	Evolution de la situation bilancielle.....	18
3.3	Présentation des plans d'affaires	19
3.3.1	Plan d'affaires consolidé.....	20
3.3.2	Contributions par site	21
3.3.3	Frais de siège	22
4 	TRAVAUX D'EVALUATION	24
4.1	Opérations liées à l'Offre	24
4.2	Données financières servant de base aux méthodes d'évaluation	24
4.2.1	Nombre de titres	24
4.2.2	Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres	25
4.2.3	Taux d'actualisation.....	26
4.3	Méthodes ou références non retenues.....	27
4.3.1	Actif net comptable	27
4.3.2	Méthode de l'actif net réévalué	28
4.3.3	Méthodes basées sur le dividende	28
4.3.4	Approche par référence aux objectifs de cours des analystes financiers	29
4.3.5	Approche par référence à des multiples de transactions comparables	29
4.3.5.1	Focus sur la transaction PCAS Canada	29
4.3.5.2	Focus sur la transaction Seqens.....	30
4.3.5.3	Mise en œuvre de l'approche de valeur par les transactions comparables	31
4.3.5.4	Conclusion sur les résultats issus de cette approche.....	31
4.3.6	Approche par référence à des transactions intervenues sur le capital de la Société.....	32

4.4	Critères et méthodes retenus.....	32
4.4.1	Approche par référence au cours de bourse.....	32
4.4.1.1	Revue historique du cours de bourse	33
4.4.2	Approches par l'actualisation des flux de trésorerie consolidés	35
4.4.2.1	Scénario testés et prolongement du plan d'affaires.....	35
4.4.2.2	Hypothèses normatives	36
4.4.2.3	Actualisation des flux consolidés : scénario 1.....	37
4.4.2.4	Actualisation des flux consolidés : scénario 2.....	37
4.4.2.5	Actualisation des flux consolidés : scénario 3.....	38
4.4.2.6	Actualisation des flux consolidés : scénario 4.....	39
4.4.3	Approche de valeur par la somme des parties	39
4.4.3.1	Prolongement des plans d'affaires et hypothèses normatives.....	40
4.4.3.2	Résultats de l'approche par la somme des parties	40
4.4.3.3	Scénario « blue sky » Mithra.....	41
4.4.3.4	Analyse de sensibilités	41
4.4.4	Approche par les multiples de sociétés cotées comparables.....	43
5 	ANALYSE DES TRAVAUX DE L'ÉVALUATEUR.....	45
5.1	Données financières servant de base aux méthodes d'évaluation	45
5.1.1	Nombre de titres	45
5.1.2	Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres.....	45
5.2	Comparaison des méthodes d'évaluation non retenues.....	46
5.2.1	Actif net réévalué	46
5.2.2	Actualisation de dividendes.....	46
5.2.3	Objectifs de cours des analystes	46
5.2.4	Transactions comparables.....	46
5.2.5	Référence à une opération significative sur le capital de la Société	47
5.3	Comparaison des méthodes d'évaluation présentées à titre indicatif.....	47
5.3.1	Actif net comptable	47
5.3.2	Actualisation de flux de trésorerie	47
5.3.2.1	Démarche méthodologique	47
5.3.2.2	Taux d'actualisation	47
5.3.2.3	Hypothèse normatives et prolongation du plan d'affaires	48
5.3.2.4	Résultats de l'approche DCF	48
5.3.3	Multiple de société cotées comparables.....	49
5.4	Comparaison des méthodes d'évaluation retenues à titre principal	49
6 	REPONSES AUX OBSERVATIONS DES ACTIONNAIRES MINORITAIRES	50
6.1	Éléments de réflexion transmis par les Actionnaires Minoritaires	50
6.2	Éléments de réponse issus de nos travaux.....	51
7 	CONCLUSION	53
8 	ANNEXES.....	55
8.1	Lettre de mission.....	55
8.2	Niveaux de frais de siège relevés chez les comparables boursiers.....	58
8.3	Bêta moyen de l'échantillon de comparables boursiers	58
8.4	Somme des parties : sensibilités individuelles par site	59
8.4.1	Aramon.....	59
8.4.2	Turku.....	59
8.4.3	Couterne.....	60

8.4.4	Villeneuve la garenne	60
8.4.5	Limay	60
8.4.6	Bourgoin	60
8.4.7	Porcheville (R&D)	61
8.4.8	Proteus (R&D)	61
8.4.9	Siège	61
8.5	Activités et principales caractéristiques des sociétés retenues dans l'échantillon des comparables boursiers.....	62
8.5.1	Activités	62
8.5.2	Principaux agrégats	64

1 | CONTEXTE DE L'OPERATION

Le 6 septembre 2023, après la fermeture des marchés, la société Seqens (ci-après « **Seqens** » ou l'« **Initiateur** ») a publié un communiqué de presse indiquant son intention de déposer un projet d'offre publique d'achat simplifiée (ci-après l'« **Offre** » ou l'« **OPAS** ») visant les actions de PCAS (ci-après « **PCAS** » ou la « **Société** »).

Le 7 septembre 2023, la cotation des actions PCAS a été suspendue avant bourse par Euronext Paris et, le même jour, Seqens a déposé un projet d'Offre auprès de l'Autorité des marchés financiers (ci-après l'« **AMF** ») visant les actions de la Société qu'elle ne possède pas encore, soit 3 534 073 actions¹, au prix unitaire de 8 € (ci-après le « **Prix d'Offre** »).

Seqens (ex. Novacap) est une société créée en 2003 par scission de certaines activités du groupe Rhodia et s'est ensuite spécialisée dans la production de bases pharmaceutiques et dans la fabrication en sous-traitance de molécules pour les groupes pharmaceutiques. D'abord détenue par Bain Capital, le contrôle de Seqens a ensuite été transféré à Ardian (2011), puis Eurazeo (2016) avant d'être cédé en 2021 au fonds d'investissement SK Capital Partners. En 2017, Seqens avait acquis le contrôle de PCAS auprès d'un groupe d'investisseurs représentant près de 52 % du capital de la Société, avant d'initier une offre publique d'achat simplifiée sans intention de demander le retrait obligatoire à l'issue de laquelle Seqens détenait 75,9 % du capital.

Au 6 septembre 2023, préalablement à l'annonce de l'Offre, Seqens possède 76,66 % du capital et 86,69 % des droits de vote théoriques de PCAS, comme détaillé ci-dessous :

PCAS	Pré-apport			
	Actionnariat au 7 septembre 2022		# DDV ¹	
	# actions	%	# DDV ¹	%
Seqens SAS	11 607 652	76,66%	23 136 455	86,69%
Actions auto-détenues	1 400 052	9,25%	1 400 052	5,25%
Public	2 134 021	14,09%	2 152 060	8,06%
Total	15 141 725	100,00%	26 688 567	100,00%

¹ Droits de vote théoriques. Le nombre de droits de vote exécables est de 25 288 515

Dans le délai de trois mois à compter de la clôture de l'Offre et dans l'hypothèse où les conditions seraient réunies², l'Initiateur a l'intention de demander à l'AMF la mise en œuvre de la procédure de retrait obligatoire à un prix par action égal au Prix d'Offre. Si le retrait obligatoire n'était pas mis en œuvre, l'Initiateur se réserve la possibilité de déposer un nouveau projet d'offre publique suivie d'un retrait obligatoire après la réalisation de l'augmentation de capital projetée (cf. infra). Selon l'Initiateur, l'Offre a pour objectif de mettre fin à la cotation des actions PCAS afin d'alléger les contraintes législatives et réglementaires applicables à la Société dans un contexte de difficultés opérationnelles importantes. Par ailleurs, l'Initiateur précise que, compte tenu de la structure actuelle de l'actionnariat, du faible volume d'échanges et du financement assuré quasi exclusivement par Seqens, le maintien de la cotation ne présente que peu d'intérêt.

L'Initiateur explique qu'il entend poursuivre la stratégie actuellement mise en œuvre et qu'il a l'intention de procéder à une augmentation de capital d'un montant d'environ 200 m€³ afin de réduire significativement l'endettement de la Société.

L'Offre n'aura pas d'incidence en matière d'emploi. En termes de gouvernance et si l'Offre est suivie d'un retrait obligatoire, la Société sera transformée en société par actions simplifiée entraînant la suppression du conseil

¹ Y compris 1 400 052 actions autodétenues.

² i.e. si à la clôture de l'Offre, l'Initiateur détient au moins 90 % du capital et des droits de vote en application de l'art. 237-1 du règlement général de l'AMF, le retrait obligatoire entraînant la radiation des actions PCAS de la cote.

³ Effectuée principalement sous forme de compensation de créances, l'augmentation de capital sera mise en œuvre que le retrait obligatoire soit réalisé ou non.

d'administration. S'agissant des synergies attendues par l'opération, l'Initiateur n'anticipe pas d'autres gains économiques que ceux découlant des économies liées à la sortie de cote. Enfin, l'Initiateur précise qu'il n'entend pas fusionner avec la Société et qu'il n'a pas l'intention de modifier la politique de distribution de dividendes.

Dans ce contexte, le cabinet BM&A Advisory & Support a été mandaté le 8 septembre 2023 par le Conseil d'Administration de la Société en qualité d'expert indépendant afin d'apprécier le caractère équitable du prix proposé pour les actions PCAS visées par l'Offre.

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

- le paragraphe I, alinéa 1°, dans la mesure où la société visée est contrôlée au sens de l'article L 233-3 du code de commerce avant le lancement de l'opération par l'Initiateur ;
- le paragraphe I, alinéa 2°, dans la mesure où des dirigeants ou actionnaires qui contrôlent la société visée au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce ont conclu des accords avec l'Initiateur de l'Offre susceptibles d'affecter leur indépendance ;
- le paragraphe II, dans la mesure où un retrait obligatoire est envisagé.

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

2 | PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT

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

Au cours des 36 derniers mois, le cabinet a produit les attestations d'équité et les rapports d'expertise indépendante suivants :

Date	Opération	Cible	Initiateur/Bénéficiaire	Banque présentatrice
oct-20	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Genkyotex	Calliditas Therapeutics AB	Bryan Garnier
août-21	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Iliad	Holdco II	BNP Paribas & CACIB & Société Générale
oct-21	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Ivalis	RGIS	Invest Securities
déc-21	Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire	Visiodent	Groupe Visiodent & Hivista	Portzamparc
janv-22	Offre Publique d'Achat Simplifiée	SMTPC	Eiffage & Vinci Concessions	Portzamparc
mars-22	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Groupe Open	New Go	Oddo BHF
oct-22	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Groupe IRD	IRD et Associés	DegroofPetercam
nov-22	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Oncodesign	Cancer Buster Bidco	Société Générale

2.2 Déclaration d'indépendance

En application de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF, nous attestons que notre cabinet et le signataire du présent rapport ne se trouvent pas, vis-à-vis de la Société, de leurs conseils et de leurs actionnaires, dans une des situations de conflit d'intérêts décrites dans l'instruction AMF n°2006-08 du 28 septembre 2006. En particulier, nous attestons que le cabinet et ses associés :

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

Pour information, nous précisons que des associés du cabinet sont intervenus dans le cadre de missions de conseil au bénéfice de deux actionnaires minoritaires de Seqens : Eximium et Bpifrance. Pour autant, nous ne nous estimons pas en situation de conflit d'intérêt dans la mesure où ces interventions ont représenté des montants d'honoraires négligeables au regard du chiffre d'affaires du cabinet (de l'ordre de 0,1%) et ont été menées par des intervenants (associés et équipes) distinctes de celle ayant réalisé la présente mission.

2.3 Rémunération de l'expert

La rémunération perçue par BM&A au titre de la présente opération s'élève à 82 000 € hors taxes et débours.

2.4 Diligences effectuées par l'expert

La présente mission a été réalisée par Pierre Béal, associé, et Stéphane Marande, directeur exécutif, assistés de Bastien Casasnovas et Christopher Roussillon, chefs de mission, et de Jessica Zhang et Arthur Mizzi assistants.

La revue indépendante a été effectuée par Eric Blache, associé du cabinet, qui n'est pas directement intervenu dans les travaux menés par l'équipe susmentionnée.

Nous avons effectué nos diligences conformément aux dispositions des articles 262-1 et suivants du règlement général de l'AMF, de son instruction d'application AMF DOC-2006-08 du 28 septembre 2006 et de la recommandation AMF DOC-2006-15 du 28 septembre 2006, toutes deux modifiées le 10 février 2020.

Nous avons été informés de l'Offre envisagée le 5 septembre 2023. À la suite de notre nomination en qualité d'expert indépendant, intervenue le 8 septembre 2023, nous avons commencé nos travaux le 11 septembre 2023 et les avons achevés le 11 octobre 2023, date à laquelle nous avons remis la version définitive de notre rapport.

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

- PCAS/Seqens – Management :
 - Janine Cossy, administratrice indépendante de PCAS, membre du comité ad hoc ;
 - Jacqueline Lecourtier, administratrice indépendante de PCAS, membre du comité ad hoc;
 - Vincent Milhau, administrateur de PCAS et Directeur administratif et financier du groupe Seqens ;
 - Eric Moissenot, directeur-général adjoint Finance & Administration de PCAS ;
 - Yoann Petrou, contrôleur de gestion.

- Portzamparc – Banquier évaluateur, conseil de l'Initiateur :
 - Loïc Bonneville, director ;
 - Maxence Dhoury, co-responsable Analyse Financière ;
 - Jérémy Sallée, equity research analyst ;
 - Gino GOGO, ECM associate ;
 - Enzo Mousset, ECM analyst.

- VGG Associés – Conseil de la Société :
 - Pascale Girard, avocat associé ;
 - Aurélie Damaggio, avocat.

- Actionnaires minoritaires :
 - Au cours de notre mission, nous avons été contactés par un groupe de trois actionnaires minoritaires de PCAS, avec lesquels (pour deux d'entre eux) nous avons échangé sur les conditions de l'Offre. Par ailleurs, un autre actionnaire minoritaire nous a fait part de ses remarques concernant l'Offre par courrier électronique. Nous développons leurs observations et nos réponses à ces dernières dans la partie 6 du présent rapport.

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

- i) la présentation de l'opération envisagée et son contexte ;
- ii) la description de l'activité de la Société et de son marché et en particulier, l'analyse des pertes récurrentes de PCAS depuis 2018 ;

- iii) les éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres et notamment le contentieux Mithra ;
- iv) les hypothèses structurantes sur lesquelles s'appuie le plan d'affaires produit par le management et validé par le Conseil d'administration de PCAS, et notamment les déterminants de la croissance et la dynamique commerciale.

Nos travaux ont principalement consisté à :

- i) prendre connaissance de l'activité et de l'historique de la Société ;
- ii) étudier le contexte général de l'Offre ;
- iii) étudier les accords conclus avant et dans le cadre de l'Offre et analyser les conditions des opérations réalisées dans l'environnement immédiat de la Société (offre publique de 2017, acquisition du Groupe Seqens par SK Capital et cession de PCAS Canada) ;
- iv) analyser les comptes historiques de la Société et étudier l'évolution de sa situation financière ;
- v) analyser les données financières prévisionnelles de la Société produites par son management ;
- vi) mettre en œuvre les méthodes d'évaluation des capitaux propres de la Société, jugées pertinentes au cas d'espèce et analyser la sensibilité des valeurs aux variations des hypothèses structurantes et à l'introduction de scénarios alternatifs ;
- vii) étudier les travaux d'évaluation mis en œuvre par BNP Paribas Portzamparc afin de réaliser leur analyse ;
- viii) rédiger notre projet de rapport.

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

- du projet de note d'information relative à l'Offre ;
- du projet de note en réponse ;
- des rapports financiers annuels et les documents d'enregistrement universel de la Société de 2017 à 2022 ;
- des comptes semestriels de la Société à fin juin 2023 ;
- des comptes consolidés 2021 et 2022 de Seqens ;
- des comptes sociaux 2018 à 2022 de PCAS Canada ;
- des valeurs d'assurance des actifs corporels exploités par PCAS estimées par le cabinet Galtier ;
- du plan d'affaires 2023-2028 produit par le management et validé par le Conseil d'Administration du 8 septembre 2023 ;
- de la documentation juridique relative à la contestation devant la Cour d'Appel de Paris de la décision n° 221C3420 de l'AMF concernant la dérogation à déposer une offre publique sur PCAS à la suite de l'acquisition de Seqens par SK Capital.
- de la documentation juridique publique produite dans le cadre de l'Offre publique d'achat simplifiée initiée par Novacap sur PCAS en 2017 complétée du plan d'affaires ayant servi de support aux travaux d'évaluation du banquier évaluateur et de l'expert indépendant.

- du *Share Purchase Agreement* du 15 octobre 2021 et de son avenant du 8 décembre 2021 (ci-après ensemble, le « **SPA Seqens** ») conclu entre Eurazeo et SK Capital portant sur la cession de Seqens⁴ ;
- des courriers et annexes transmis par les actionnaires minoritaires ;

Nous avons principalement utilisé la base de données financières Eikon de LSEG/Refinitiv⁵ et les outils développés par le cabinet sous la marque Fairness Finance. Afin de compléter nos analyses, nous avons également collecté toute information de source publique dont l'exploitation nous a semblé pertinente. Enfin, nous avons examiné les rapports annuels et les notes d'analyse disponibles relatifs aux sociétés que nous avons étudiées dans le cadre de la recherche des échantillons de sociétés comparables ainsi que les données publiées par le cabinet Xerfi dans son étude « L'industrie mondiale de la chimie de spécialité » de mars 2022.

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

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

Conformément à la pratique en matière d'expertise indépendante, nous n'avons pas cherché à valider les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence. Notre opinion est nécessairement fondée sur les conditions de marché, économiques et autres, telles qu'elles existent et telles qu'elles peuvent être actuellement anticipées, ainsi que sur les informations mises à notre disposition.

⁴ Consultation du document chez VGG Associés uniquement.

⁵ ex Thomson-Reuters.

3 | PRESENTATION DE LA SOCIETE

3.1 Activité et historique

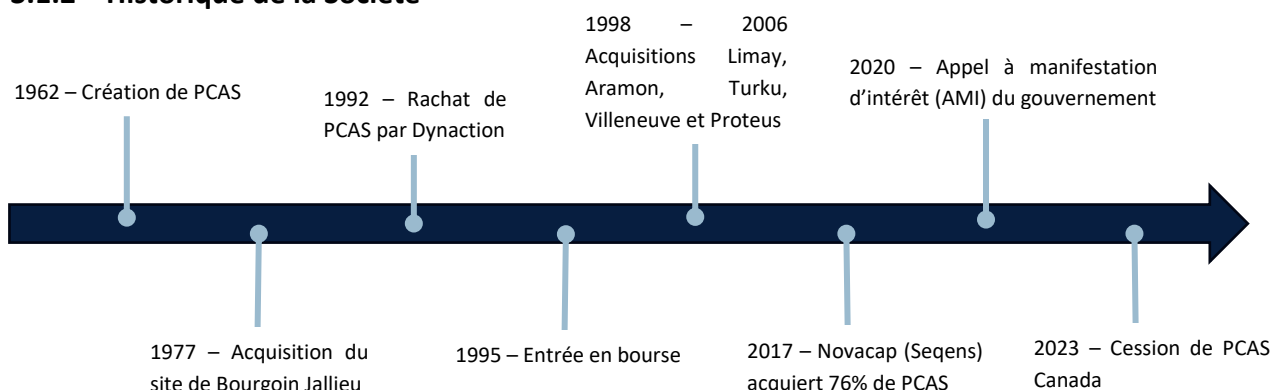
3.1.1 Présentation générale de la société

PCAS est une entreprise spécialisée dans le développement, la fabrication et la commercialisation de produits de chimie fine et de spécialité, principalement à destination de l'industrie pharmaceutique. La Société est cotée (FR0000053514 – PCA) sur le compartiment C (Small Cap) d'Euronext Paris. Préalablement à l'annonce de l'Offre, sa capitalisation boursière s'élevait à 113 m€ sur la base d'un cours par action de 7,45 € relevé le 6 septembre 2023.

Créée en 1962 et cotée en bourse depuis 1995, le capital de la Société est contrôlé par le groupe Seqens qui détient aujourd'hui 76,7 % du capital de PCAS et 86,7 % des droits de vote, depuis l'acquisition d'un bloc majoritaire en juin 2017 suivie d'une offre publique. En décembre 2021, la société Sirona Bidco (une société contrôlée indirectement par des fonds conseillés par SK Capital Partners) a acquis l'intégralité du capital de Seqens.

En 2022, PCAS a réalisé un chiffre d'affaires consolidé de 226,4 m€ (contre 187 m€ en 2021) pour une perte opérationnelle de 42,8 m€ (contre une perte de 28,6 m€ en 2021) et un résultat net (part du groupe) de -48,8 m€ (contre -40,5 m€ en 2021). En 2023, la Société emploie près de 1 200 personnes dans cinq pays, principalement en France et en Finlande sur ses sites de production, mais également en Chine, en Allemagne et aux Etats-Unis au sein de ses filiales commerciales.

3.1.2 Historique de la Société



PCAS est créée en 1962 par l'ingénieur Henri Barbier et le chimiste Félix Le Pors. L'entreprise est alors spécialisée dans les produits auxiliaires de synthèse⁶ et les analyses de laboratoire. Un premier site de production est ouvert à Couterne, dans l'Orne.

En 1971, le siège social de l'entreprise s'installe à Longjumeau, où il restera jusqu'en 2019.

En 1977, avec l'acquisition du site de Bourgoin-Jallieu (Isère), l'entreprise développe de nouvelles activités, à destination de l'électronique ou de la parfumerie.

Entre les années 1983 et 1992, l'entreprise fait l'objet de rachats successifs qui participent à son internationalisation. En 1983 tout d'abord, elle est acquise par le groupe américain Stauffer Chemicals Company. Elle est ensuite rachetée en 1987 par le groupe britannique Imperial Chemical Industries qui la revend la même année au groupe néerlandais Akzo. En 1992, le groupe financier français Dynaction reprend le contrôle de PCAS.

⁶ Les produits auxiliaires de synthèse sont des composés chimiques utilisés pour la synthèse de composés organiques. Ils sont notamment utilisés dans l'industrie pharmaceutique pour la préparation des médicaments.

En 1995, la Société entre en bourse ce qui lui permet de lever les capitaux nécessaires à son développement. L'activité du groupe se répartit désormais en quatre métiers : la synthèse pharmaceutique, la parfumerie, l'électronique et la chimie industrielle.

En 1998, la Société fait l'acquisition du site de Limay auprès de la société Seloc, puis en 2001, elle acquiert le site d'Aramon dans le Gard. En 2003, le groupe crée PCAS Finlande après l'acquisition du site de Turku. PCAS America Inc voit ensuite le jour en 2004, puis PCAS China en 2010 en tant qu'entités de distribution.

En 2013, PCAS absorbe sa société mère, Dynaction.

En 2016, PCAS rachète un ancien site de recherche de Sanofi à Porcheville (Yvelines), à proximité du site de Limay, pour en faire un site consacré à la Recherche et au Développement.

En 2017, Novacap, qui est contrôlée par Eurazeo et qui changera son nom par la suite pour Seqens, initie une offre publique sur PCAS à l'issue de laquelle Seqens contrôle 76 % du capital de la Société.

En 2018, PCAS indique qu'elle se cède sa filiale déficitaire Enersens. La même année, le groupe annonce des pertes à hauteur de 2,4 m€ contre un profit de 5,8 m€ en 2017.

En 2020, le gouvernement français annonce vouloir renforcer la souveraineté industrielle du pays, notamment dans le secteur de la santé, en accordant des aides aux entreprises sous forme de subvention et d'avances remboursables. Dans le cadre d'un appel à manifestation d'intérêt (AMI) « France Relance », plusieurs sites de PCAS dont Aramon (30), Bourgoin-Jallieu (38), Couterne (61), Limay (78), Nîmes et Porcheville (78) perçoivent des aides de l'état pour un montant total d'environ 51 m€.

En 2021, Eurazeo cède sa participation majoritaire dans Seqens à SK Capital, un fonds basé à New York. La même année la Société enregistre une perte de 40,5 millions d'€.

Au premier semestre 2023, PCAS annonce la cession de sa filiale PCAS Canada au groupe japonais DIC Corporation, spécialisé dans la chimie fine à destination de la production d'encre et de pigments.

3.1.3 Présentation des activités

PCAS est spécialisé dans le développement, la fabrication et la commercialisation de produits de chimie fine et de spécialités. Les deux principaux pôles d'activité sont la synthèse pharmaceutique, qui représente 61 % de son chiffre d'affaires, et la chimie fine de spécialité, qui représente 39 % du chiffre d'affaires.

L'activité de **synthèse pharmaceutique** comprend le développement et la fabrication de substances actives pour l'industrie pharmaceutique. Le groupe développe et fabrique des API⁷ et des intermédiaires pharmaceutiques, qui sont soit des molécules génériques (hors brevet), soit des Nouvelles Entités Chimiques (NCE) vendues sous contrat exclusif CDMO (*Contract Development and Manufacturing Organization*). Cette activité a principalement pour clients les laboratoires pharmaceutiques internationaux et nationaux, les génériqueurs et les start-ups de biotechnologie.

L'activité de **chimie fine de spécialités** comprend le développement et la fabrication de molécules complexes. Ce pôle d'activité est organisé en 2 *Business Units* :

- La **Chimie de Performance**, qui développe, fabrique et commercialise des additifs destinés à l'industrie des lubrifiants et de la protection des métaux.
- Les **Spécialités Avancées**, qui développent, fabriquent et commercialisent des produits ultrapurs pour l'industrie électronique, des polymères de spécialités et produits de chimie fine pour des applications de haute technicité, ainsi que des ingrédients actifs pour l'industrie cosmétique.

Les produits sont réalisés à l'échelle mondiale dans des installations industrielles, flexibles ou dédiées.

⁷ i.e. *Active Pharmaceutical Ingredient* ou principe actif pharmaceutique, qui désigne toute substance chimique qui entre dans la composition d'un médicament, ce composé bioactif ayant un effet thérapeutique ou préventif.

3.1.4 Présentation synthétique du modèle économique

L'industrie chimique réalise des matières premières de base qui ont vocation à être transformées par d'autres industries. Compte tenu de la multitude de marchés clients, le secteur se caractérise par une forte atomisation, que l'on retrouve chez PCAS sous la forme d'ateliers dédiés ou non à un composé. Les ateliers sont eux-mêmes répartis sur les 6 sites dédiés à la production du groupe, complétés par deux sites dédiés à la R&D (cf. infra).



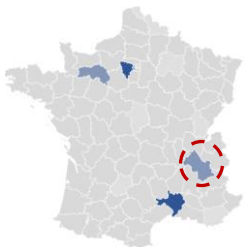

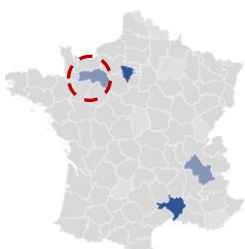

Le business model se caractérise par un fort levier opérationnel et par une inertie importante. En effet, une fois le contrat signé avec un client, la Société doit parfois consentir d'importants investissements financiers couvrant à la fois la R&D (mise au point/optimisation du procédé) et la mise en place ou la reconversion d'un outil industriel dédié (atelier). L'investissement en temps est également important, un délai de deux à quatre ans étant nécessaire entre la décision de lancement d'un nouveau produit et le début de sa production industrielle.

L'équilibre financier de ces investissements est couvert par le contrat signé, qui garantit à PCAS une exclusivité, un volume minimum et un prix de vente sur une période limitée. A l'issue de cette période, le contrat prévoit un transfert de technologie à au moins un autre acteur du secteur afin que le client puisse diversifier son approvisionnement. Ces contraintes induisent un risque opérationnel important, illustré ces derniers mois par le litige sur le contrat Mithra, ainsi qu'une forte inertie.

En plus des charges fixes liées à l'exécution des contrats, la Société doit assumer des coûts globaux liés à des obligations réglementaires et des processus qualité en perpétuel renforcement.

3.1.5 Présentation des sites de production

PCAS exploite huit sites industriels en France et en Finlande :

<p>Aramon : site spécialisé dans la synthèse pharmaceutique, il a fait l'objet d'investissements dans le cadre des AMI lancés par l'Etat. Le nouvel atelier « Pharaon », installé en 2023, permet la production de principes actifs de type hautement actifs⁸.</p>		
<p>Bourgoin-Jallieu : site spécialisé dans la synthèse pharmaceutique (hors principes actifs), la chimie fine et les cosmétiques.</p> <p>Il s'agit du site sur lequel serait développé le « Projet X »⁹. Il a également fait l'objet d'investissements dans le cadre de l'AMI.</p>		
<p>Couterne : site spécialisé dans la synthèse pharmaceutique (hors principes actifs), la chimie fine, les cosmétiques et les lubrifiants.</p> <p>Il s'agit du site historique de PCAS.</p>		

⁸ Les principes actifs de type hautement actifs ou « HPAPI » sont des ingrédients pharmaceutiques actifs très puissants dont la limite d'exposition professionnelle est faible. La limite d'exposition professionnelle désigne la quantité maximale de produit à laquelle un opérateur peut être exposé dans un certain laps de temps afin d'éviter le risque d'effets sanitaires à court et à long terme.

⁹ Appel d'offre auquel PCAS a postulé (cf. infra).

<p>Limay : site spécialisé dans la synthèse pharmaceutique, la chimie fine, les cosmétiques et les lubrifiants.</p>		
<p>Porcheville : site spécialisé dans la recherche et le développement des molécules pharmaceutique et APIs innovants, notamment à destination des clients de PCAS qui lui demandent de fournir des prestations de développement de procédés de fabrication ainsi que du développement analytique.</p>		
<p>Villeneuve-la-Garenne : site spécialisé dans la synthèse pharmaceutique.</p> <p>Le site a vu son activité fortement impactée par l'arrêt de la production pour le compte de la société Mithra à la suite du litige opposant les deux sociétés. Un processus d'information-consultation est en cours pour un plan de sauvegarde de l'emploi, le temps que le site puisse réorienter sa production vers d'autres molécules et exploiter son nouvel atelier « <i>potent</i> » développé à l'origine pour la production d'Estetrol pour Mithra.</p>		
<p>Turku (Finlande) : site spécialisé dans la synthèse pharmaceutique.</p> <p>Ce site a connu une forte croissance ces dernières années grâce à son positionnement sur la production de molécules ciblées pour lesquelles la demande est particulièrement forte.</p>		
<p>Nîmes (Proteus) : site spécialisé dans la recherche et le développement dans la biocatalyse.</p>		

3.1.6 Positionnement stratégique

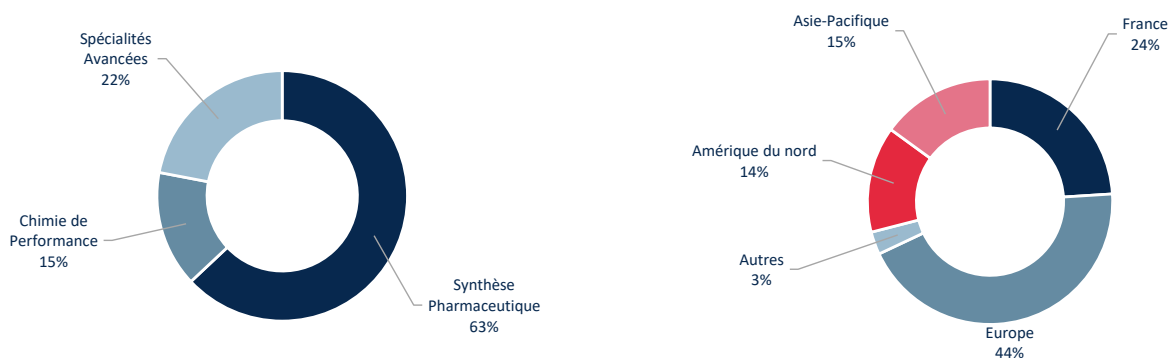
L'industrie de la chimie de spécialité est un secteur cyclique qui dépend fortement des variations de la croissance économique mondiale. La croissance du PIB des états et de leurs populations entraîne nécessairement une augmentation des besoins en produits chimiques et pharmaceutiques. Depuis l'entrée sur ce marché des producteurs asiatiques, la tension sur les prix s'est accrue pour les acteurs établis en Europe et en Amérique du Nord, qui ont donc dû diriger leurs efforts vers la réduction des coûts et des produits à plus forte marge.

Le groupe Seqens dont PCAS fait partie, est un des acteurs majeurs de la chimie pharmaceutique et de la production d'API, agissant principalement comme CDMO¹⁰ pour le compte des grandes sociétés pharmaceutiques comme Sanofi. PCAS s'intègre au sein de Seqens comme un spécialiste des solutions pharmaceutiques et de la chimie fine de spécialité. L'entreprise intervient à la fois comme fournisseur pour de grands groupes mondiaux de la pharmacie et de la chimie et comme fabricant de produits propriétaires. Le groupe PCAS est ainsi présent sur des secteurs comme la santé et le bien-être, la biochimie, la cosmétique et la parfumerie. Ses principaux concurrents dans le domaine de la synthèse pharmaceutique sont Bachem, Euroapi ou encore PolyPeptide Group.

Le secteur se caractérise par une forte intensité capitalistique. PCAS collabore étroitement avec ses différents clients, historiques comme nouveaux, dans le but de développer des produits sur mesure. PCAS exporte une grande partie de sa production. En 2022, la France représentait 24 % de son chiffre d'affaires, l'Europe (hors France) 44 %, l'Amérique du Nord 14 %, l'Asie-Pacifique 15 % et les autres régions 3 %. En juin 2023, profitant d'une offre attractive, PCAS a cédé en sa filiale PCAS Canada et son site de production situé à Saint-Jean, au Québec.

En 2020, le Groupe a présenté sa candidature sur plusieurs projets dans le cadre des Appels à Manifestation d'Intérêt (AMI) « *Capacity Building* » lancés par le Gouvernement Français. Le montant total des investissements rattachés à ces projets est de l'ordre de 78 millions d'euros, dont environ 60 % d'aides de l'Etat sous forme de subventions et/ou d'avances remboursables.

Répartition des ventes au 31 décembre 2022



Sources : plan d'affaires communiqué par le management de PCAS

¹⁰ Les CDMO ou *Contract Development Manufacturing Organisations*, sont des sous-traitants dont le cœur de métier est la fabrication et le conditionnement, à échelle industrielle, de médicaments.

3.2 Analyse historique des comptes publiés

NB : L'analyse présentée infra se base sur les comptes consolidés publiés par la Société, établis selon les dispositions du référentiel IFRS tel qu'adopté dans l'union européenne. Les comptes consolidés historiques comprennent la filiale PCAS Canada jusqu'au 31 décembre 2022. Les comptes consolidés au 30 juin 2023 ne l'intègrent plus, cette dernière ayant été cédée en juin 2023. Un proforma des comptes historiques, hors PCAS Canada, est présenté infra.

3.2.1 Evolution des résultats

PCAS							
Compte de résultat m€	FY 18 12 m.	FY 19 12 m.	FY 20 12 m.	FY 21 12 m.	S1 22 6m.	FY 22 12 m.	S1 23 6m.
Synthèse pharmaceutique	130,4	127,7	135,2	119,6	67,4	143,7	68,8
Chimie de spécialité	76,3	73,2	58,9	67,4	42,4	82,7	44,6
Chiffre d'affaires	206,7	200,9	194,1	187,0	109,8	226,4	113,4
% croissance	n/a	(2,8%)	(3,4%)	(3,7%)	n/a	21,1%	3,3%
Marchandises/matières 1ères	(66,8)	(66,2)	(55,9)	(60,4)	(39,5)	(84,7)	(36,3)
Autres achats et ch. ext.	(49,4)	(53,0)	(58,0)	(61,8)	(33,9)	(67,6)	(30,6)
Impôts et taxes	(4,3)	(4,7)	(4,3)	(3,9)	(2,1)	(3,9)	(2,4)
Salaires et charges	(69,2)	(70,4)	(73,7)	(75,2)	(41,8)	(81,3)	(45,2)
Autres produits et charges d'explo	4,6	4,7	4,5	4,4	2,2	4,2	2,1
Charges d'exploitation	(185)	(190)	(188)	(197)	(115)	(233)	(112)
% croissance	n/a	2,4%	(1,1%)	5,0%	n/a	18,5%	(2,2%)
Ebitda IFRS 16 récurrent	21,4	11,3	6,6	(9,9)	(5,2)	(7,0)	1,0
Ebitda en % du CA	10,4%	5,6%	3,4%	(5,3%)	(4,7%)	(3,1%)	0,8%
Dotation aux amort.	(11,2)	(14,9)	(17,2)	(19,2)	(10,4)	(21,2)	(12,1)
Dot/Repr. de prov.	(0,4)	0,0	(0,2)	1,0	0,3	0,5	0,1
Résultat opérationnel	9,9	(3,5)	(10,8)	(28,2)	(15,3)	(27,6)	(11,1)
RESOP en % du CA	4,8%	(1,8%)	(5,5%)	(15,1%)	(14,0%)	(12,2%)	(9,8%)
Résultat financier	(3,4)	(2,1)	(1,6)	(2,9)	(1,1)	(3,1)	(9,1)
Résultat exceptionnel	(7,1)	(5,2)	(0,2)	(0,4)	(14,7)	(15,1)	47,5
Impôt société	(1,7)	(2,9)	(2,4)	(9,0)	(1,0)	(2,9)	(1,9)
Résultat net	(2,4)	(13,7)	(15,0)	(40,5)	(32,2)	(48,8)	25,4
RN en % du CA	(1,1%)	(6,8%)	(7,7%)	(21,7%)	(29,4%)	(21,5%)	22,4%
Résultat net part du groupe	(0,4)	(13,7)	(15,0)	(40,5)	(32,2)	(48,8)	25,4

3.2.1.1 Revenus & chiffre d'affaires

Les revenus générés en 2022 atteignent 226,4 m€. Le chiffre d'affaires a diminué en moyenne de -3,3 % entre 2018 et 2021, avant d'augmenter de 21,1 % en 2022. Cette forte augmentation en 2022 résulte de différents facteurs. S'agissant de la BU Synthèse pharmaceutique, la progression de 20,1 % du chiffre d'affaires s'explique par les ventes d'Estetrol pour la société Mithra¹¹, par une forte demande sur les produits du site de Turku, par un taux de change EUR/USD favorable et par l'impact des initiatives de hausses de prix mises en œuvre fin 2021, début 2022 pour faire face à l'inflation du coût des matières premières et de l'énergie. Concernant l'activité chimie fine de spécialité, la progression de 22,7 % du chiffre d'affaires s'explique par une activité soutenue tout au long de l'année avec une demande très forte en électronique et en cosmétique et une tendance favorable sur les lubrifiants et la chimie fine, ainsi que des hausses de prix importantes en 2022 en lien avec la forte augmentation du prix des matières premières et de l'énergie.

Au premier semestre 2023 une augmentation de 2,9 % à taux de change constant est enregistrée par rapport à 2022. L'activité de Synthèse pharmaceutique ressort en hausse de 1,7 % à taux de change constant. Cette hausse ressort à 35,0 % si nous retraitons le chiffre d'affaires réalisé avec Mithra en 2022 pour la production de l'Estetrol. En effet, des désaccords quant à l'exécution du contrat ont conduit Mithra à suspendre une partie des règlements à partir de

¹¹ Compte tenu des difficultés rencontrées sur ce contrat et de la dégradation des relations avec le client, un doute pèse sur la perception effective de ce chiffre d'affaires (cf. infra).

l'été 2022. PCAS a décidé d'initier une procédure judiciaire en fin d'année 2022 afin d'obtenir le paiement des créances impayées et a, en parallèle, arrêté la production pour ce client. En 2023 aucun règlement n'est encore intervenu. Le site dédié à la production de l'Estetrol a été placé en arrêt temporaire d'activité dans le courant du deuxième trimestre 2023. Face à cette réduction d'activité, PCAS a décidé lors du conseil d'administration du 6 septembre 2023 de lancer un projet de réorganisation du site afin d'en accroître la polyvalence afin de le repositionner sur une activité flexible de production à façon de principes actifs et d'intermédiaires pharmaceutiques.

La progression de 1,7 % résulte principalement d'une activité soutenue sur les sites de Turku et d'Aramon, d'une demande plus forte sur l'activité R&D et des hausses de prix engagées en 2022. On constate une augmentation de 4,7 % à taux de change constant pour l'activité chimie fine de spécialité, soit 10,2 % si on exclut l'activité de PCAS Canada. L'activité est donc globalement soutenue sur le début de l'année 2023 avec, néanmoins, un ralentissement de l'activité lubrifiants observé dès mars 2023, compensées par le dynamisme des autres activités, les effets des hausses de prix engagées en 2022 et le ralentissement de l'inflation ces derniers mois, notamment sur les prix de l'énergie.

3.2.1.2 Ebitda (hors charges et produits exceptionnels)

Sur la période observée, on observe une dégradation de la marge d'EBITDA. Cette dernière atteint son point le plus bas en 2021, avec une perte opérationnelle de 10 m€. Elle entame un début de redressement en 2022 avec une perte de 7,0 m€, soit -3,1 % du chiffre d'affaires. Ces niveaux de rentabilité s'expliquent principalement par un niveau d'activité insuffisant pour couvrir les coûts fixes sur plusieurs sites spécialisés en Synthèse pharmaceutique, ainsi que par des dépréciations de stocks relatives à des produits non conformes. Nous observons toutefois une légère amélioration de la rentabilité au premier semestre 2023, avec un EBITDA qui redevient positif (1,0 m€) notamment grâce à la baisse des charges externes liée au ralentissement de l'inflation sur l'énergie.

Remarque méthodologique : L'EBITDA présenté dans la communication financière de PCAS comprend les dotations nettes aux provisions sur stocks, que nous ne retenons pas dans notre calcul.

3.2.1.3 Résultat opérationnel (Ebit)

Le résultat opérationnel suit logiquement la même évolution que celle de l'Ebitda. Il s'élève à -11,0 m€ en 2023 contre -15,3 m€ au premier semestre 2022. Nous observons une augmentation régulière des dotations aux amortissements liée aux investissements importants consentis ces dernières années par la Société, notamment s'agissant de la maintenance et de la QHSE¹² ainsi que dans le cadre du projet Mithra. Cette hausse des dotations aux amortissements va se poursuivre dans le futur du fait de la mise en service prochaine des investissements réalisés dans le cadre des programmes AMIs.

3.2.1.4 Résultat financier

La dette financière de PCAS, principalement financée en compte courant par Seqens, représente en 2022 plus d'une année de chiffre d'affaires. Un montant important qui, conjugué à la hausse générale des taux d'intérêt, se traduit dans le compte de résultat par des frais financiers élevés.

Les comptes semestriels 2023 font apparaître une poursuite de l'augmentation des charges d'intérêts provenant de l'augmentation des taux par rapport à 2022 ainsi que de l'augmentation des avances faites par Seqens, avant la cession de PCAS Canada intervenue fin juin 2023.

3.2.1.5 Produits et charges exceptionnels

En 2022, la Société a comptabilisé une charge exceptionnelle de 15,1 m€ majoritairement composée d'une dépréciation de 14,5 m€ des écarts d'acquisition à la suite de la prise en compte de la hausse générale des taux d'intérêts et donc des taux d'actualisation.

¹² Qualité, hygiène, sécurité et environnement.

Au S1 2023, les produits exceptionnels sont constitués de la plus-value de 66,1 m€ réalisée sur la vente par PCAS de sa filiale canadienne, partiellement compensés par la dépréciation partielle de la créance sur Mithra pour -15,6 m€¹³.

3.2.1.6 Résultat net

Entre 2018 et 2022 on observe une dégradation constante du résultat net de PCAS, qui évolue de -2,4 m€ à -48,8 m€ soit -21,5 % du chiffre d'affaires. Au premier semestre 2023 le résultat ressort artificiellement positif à 25,4 m€, du fait de la plus-value de 66,1 m€ comptabilisée au titre de la vente de PCAS Canada sans laquelle le résultat net réalisé aurait été négatif de 18,7 m€.

3.2.2 Evolution de la situation bilancielle

Le bilan simplifié du Groupe est présenté dans le tableau ci-après, à compter de l'exercice 2018 :

PCAS							
Bilan-Actif m€	31-déc.-18 12 m.	31-déc.-19 12 m.	31-déc.-20 12 m.	31-déc.-21 12 m.	S1 22 6m.	31-déc.-22 12 m.	S1 23 6m.
Ecart d'acquisition	14,5	14,5	14,5	14,5	-	-	-
Frais de R&D	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,0	0,0
Concessions, brevets	3,4	2,5	2,6	1,8	1,4	1,3	1,4
Plateforme technologiques	-	-	-	-	-	-	-
Autres immo.incorporelles	1,2	2,2	1,0	2,4	3,1	4,7	1,4
Immobilisations incorporelles	19,3	19,4	18,3	18,9	4,7	6,1	2,9
Immobilisations corporelles	93,3	117,9	131,5	143,7	142,2	155,0	148,7
Immobilisations financières	10,1	8,9	11,0	2,6	1,2	2,3	1,6
Impôts différés	8,4	8,2	7,4	-	-	-	-
Actif immobilisé	131,1	154,4	168,3	165,3	148,1	163,4	153,2
Stocks et en-cours	54,0	53,5	65,0	77,3	80	72,6	72,9
Créances clients	37,8	21,4	21,2	19,3	38	49,2	45,2
<i>dont Mithra (échu)</i>						17,5	15,5
Autres créances	31,7	31,9	30,4	29,5	31,8	29,8	29,4
Charges constatées d'avance	1,2	0,7	0,6	1,0	1,5	1,2	0,9
Actif courant	124,8	107,6	117,2	127,1	151,9	152,8	148,4
Trésorerie et équivalents	5,4	1,2	0,8	8,9	1,5	2,9	0,3
Total actif	261,2	263,2	286,3	301,2	301,5	319,1	301,8

Au 30 juin 2023, le total du bilan consolidé de PCAS s'élève à 301,8 m€, il est composé :

- des immobilisations incorporelles pour 2,9 m€, comprenant essentiellement des concessions et brevets qui relèvent de la R&D du Groupe pour 1,4 m€ ainsi que d'autres immobilisations incorporelles dont des projets liés à l'Appel à Manifestation d'Intérêts (1,4 m€) ;
- des immobilisations corporelles pour 148,7 m€, principalement constituées de constructions pour 28,2 m€, d'installations techniques pour 66,1 m€ et d'immobilisations en cours (principalement (37,8 m€) ;
- des immobilisations financières constituées d'une créance sur la maison mère (1,5 m€) ;
- les actifs courants ressortent à 148,4 m€ et se composent principalement de stocks et en-cours pour 72,9 m€ et de créances clients pour 45,2 m€ qui se décomposent en un montant brut de 63,4 m€ et une dépréciation de 15,6 m€ liée au contrat Mithra (la créance totale accumulée par Mithra est de 31,1 m€). Les autres créances (29,4 m€) se composent principalement de CIR (19,3 m€) et de 6,3 m€ de créances de TVA ;
- Le montant de trésorerie ressort à 0,3 m€.

¹³ A la suite de l'annonce par Mithra en juillet 2023 de difficultés financières. Cette situation c'est toutefois amélioré en août 2023 avec l'annonce d'une levée de 20 m€ par la société.

PCAS							
Bilan-Passif m€	31-déc.-18 12 m.	31-déc.-19 12 m.	31-déc.-20 12 m.	31-déc.-21 12 m.	S1 22 6m.	31-déc.-22 12 m.	S1 23 6m.
Capital social	13,9	13,7	13,7	13,7	13,7	13,7	13,7
Primes d'émission	14,6	12,0	12,0	12,0	12,0	12,0	12,0
Report à nouveau et réserves	67,4	69,6	56,6	42,5	5,4	5,3	(44,0)
Résultat de l'exercice (pdg)	(0,4)	(13,7)	(14,9)	(40,5)	(32,2)	(48,8)	25,4
Capitaux propres	95,6	81,7	67,4	27,8	(1,0)	(17,7)	7,2
Provisions pour risques et charg	11,2	12,2	11,3	1,3	1,0	0,6	0,5
Engagements postérieurs à l'em	2,0	4,0	2,3	11,7	8,9	8,7	8,9
Provisions	13,2	16,2	13,7	13,0	9,9	9,3	9,4
Emprunts et dettes financières	63,3	67,4	67,6	71,0	77,1	74,0	73,1
dont dette de loyer IFRS 16	2,3	3,5	6,1	4,5	3,0	1,7	1,2
Autres dettes financières	0,7	0,1	-	0,4	0,4	0,4	-
Compte courants Seqens	19,0	40,6	76,7	113,0	132,6	159,4	123,8
Impôt différés	1,4	1,4	1,9	2,3	2,4	2,8	1,5
Emprunts et dettes assimilées	84,5	109,6	146,2	186,6	212,6	236,6	198,4
Dettes fournisseurs	41,6	32,7	33,6	46,6	47,7	49,8	40,1
Dettes fisc. & sociales	18,3	16,5	19,3	19,3	21,4	20,9	22,6
Autres dettes	6,1	3,3	2,4	2,1	4,7	7,0	8,2
Produit constatés d'avance	2,0	3,2	3,8	5,8	6,2	13,2	15,8
dont Mithra						10,7	10,7
Passif courant	67,9	55,7	59,1	73,8	80,0	90,8	86,8
Total passif	261,2	263,2	286,3	301,2	301,5	319,1	301,8

Les capitaux propres de PCAS ressortent en forte diminution sur la période considérée compte tenu des résultats de la société. Après avoir atteint un niveau négatif en 2022 (-17,7 m€), ils reviennent à un niveau positif (7,2 m€) au S1 2023 grâce à la vente de PCAS Canada.

Les provisions, pour leur part, se décomposent de la manière suivante :

- des provisions pour frais de santé et pour divers contentieux sociaux et commerciaux pour 0,5 m€ ;
- des provisions pour retraite pour 7,9 m€ ;
- des provisions pour médailles du travail pour 1,0 m€ ;

L'analyse de la structure financière à fin juin 2023 fait ressortir une dette financière brute très significative (198,4 m€). Elle est essentiellement composée de financements Seqens (prêt intra-groupe échéance 31 décembre 2028 de 47,1 m€ et compte courant de 123,8 m€). Ces montants sont complétés, à hauteur de 10,4 m€, par la mobilisation de créances de crédit d'impôt recherche auprès de Bpifrance et par des avances remboursables dans le cadre d'Appels à Manifestation d'Intérêt 13,5 m€.

S'agissant du passif courant d'exploitation, soit 86,0 m€, la moitié (40,1 m€) correspond à des dettes fournisseurs. Les produits constatés d'avance ont significativement augmenté en 2022 et 2023 en lien avec le contrat Mithra (10,7 m€).

Le besoin en fonds de roulement historique retraité des créances et dettes relatives à Mithra varie entre 25% et 30% du chiffre d'affaires. Au 30 juin 2023, il s'élève à environ 25% du CA.

3.3 Présentation des plans d'affaires

Les méthodes d'évaluation que nous avons mises en œuvre s'appuient principalement sur les plans d'affaires¹⁴ 2023-2028 produits par le management de PCAS et validés par le Conseil d'Administration du 8 septembre 2023.

Nous avons eu accès à une version détaillée de celui-ci, incluant des prévisions couvrant le compte de résultat jusqu'à l'Ebitda et l'impôt sur les sociétés. Ces prévisions sont complétées d'une modélisation du BFR et des acquisitions

¹⁴ Avec et sans « Projet X », cf. infra.

d'immobilisations permettant d'aboutir à une projection des flux de trésorerie sur la période. Elles intègrent aussi deux scénarios selon la réalisation ou non d'un projet significatif, le Projet X qui est en cours de discussion sans garantie de conclusion, courant 2024. Ce dernier aurait un impact sensible sur les flux de trésorerie futurs et donc la valorisation de la société.

Les informations communiquées intègrent une contribution au compte de résultat et aux flux d'investissements par site d'exploitation.

3.3.1 Plan d'affaires consolidé

- **Chiffre d'affaires** : le management ne prévoit pas de croissance sur les deux premières années du plan, le développement de nouvelles activités sur les différents sites étant compensé par l'arrêt de la production d'Estetrol, en lien avec le litige opposant PCAS à Mithra.

Dans le cas de la réalisation du « Projet X », un pic d'activité est enregistré en 2025 avec **une** augmentation du chiffre d'affaires de près de 30 %. La croissance se stabilise par la suite, aboutissant à un taux de croissance annuel moyen du chiffre d'affaires de 6,4 % sur la période 2023-2028.

En cas de non-réalisation du projet X, le management prévoit une croissance plus linéaire, en lien avec des différentes phases de *ramp-up* relativement longues¹⁵ liées au développement de nouvelles activités et de nouveaux ateliers sur les sites de production. La croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires s'établit alors à 5,5 % sur la période 2023-2028.

L'essentiel des flux de chiffres d'affaires liés au Projet X sont générés en 2025 et en 2026, d'où la faible différence de TCAM¹⁶ à horizon 2028 entre les deux scénarios.

- **Marge contributive** : selon les prévisions du management, les achats consommés croissent moins vite que le chiffre d'affaires, conduisant à une amélioration substantielle du taux de marge (4 points de pourcentage sur la période 2023-2028). Le taux de croissance annuelle moyenne de la marge contributive sur la période s'établit à 7,8 % en cas de réalisation du Projet X et 6,8 % sinon.

Le taux de de marge contributive à horizon 2028 s'élève à 63 % dans les deux scénarios, soit le niveau le plus élevé atteint depuis 2020.

Ebitda : les charges comprises entre la marge et l'Ebitda se décomposent en 4 catégories : les charges de personnel, le coût des usines (hors personnel), les coûts liés à l'énergie et les frais de siège.

Ces agrégats sont projetés sur la période 2023-2028 à des taux de croissance annuels moyens relativement faibles et même négatifs s'agissant des charges d'énergie, permettant d'atteindre une marge d'EBITDA cible de près de 10 % (CIR inclus) à horizon 2028, en nette amélioration par rapport à la période historique récente.

En cas de non-réalisation du Projet X, les charges de personnel et le coût des usines sont projetés à un TCAM similaire et aboutissent à une marge d'EBITDA cible de près de 8 % à horizon 2028.

Les frais de siège incluent notamment les salaires des fonctions supports, les honoraires, le loyer, les frais d'assurance ainsi que les frais liés aux prestations, principalement de management et de licences informatiques, facturés par Seqens à PCAS. Après une hausse sensible sur la période récente, le management n'anticipe pas d'augmentation significative future au-delà de l'inflation sur ce poste. La croissance de l'activité projetée permet donc une meilleure absorption des charges fixes et une amélioration de la profitabilité.

- **Impôt sur les sociétés** : l'impôt sur les sociétés est projeté à 26 % pour les revenus réalisés en Finlande sur le site de Turku et à 0 % pour la France, du fait du large stock de déficits reportables accumulés par la Société.

¹⁵ Le management estime entre deux et quatre ans le délai nécessaire au développement d'un nouveau procédé de fabrication et son *scale-up* sur une unité industrielle.

¹⁶ Taux de croissance annuel moyen.

Il est à noter que ce stock s'accroît encore sur la période prévisionnelle le point mort en EBIT n'étant atteint qu'en 2025 en cas d'obtention du Projet X et en 2028 dans le cas inverse. Le management n'a pas modélisé de CVAE dans le plan d'affaires.

- **Dotation aux amortissements / investissements** : les enveloppes d'investissement ont été allouées par catégorie : « maintenance », « QHSE » et « développement ».

Les deux premières catégories, sont projetées stables sur la durée de la période prévisionnelle tandis que les investissements de développement, qui sont liés à des projets identifiés (développement de produits, construction d'ateliers), sont principalement positionnés sur les premières années du plan. La moitié des investissements de développement prévus est relative au Projet X.

A horizon 2028, le niveau d'investissement prévisionnel comparativement au chiffre d'affaires s'élève à 6 % tandis que le niveau de dotations aux amortissements s'établit à 10%, les investissements conséquents réalisés en début de plan d'affaires étant toujours en cours d'amortissement.

- **Besoin en fonds de roulement** : la variation de besoin en fonds de roulement a été projeté sur une base normalisée reprenant les statistiques publiées par le professeur Aswath Damodaran qui se traduisent par un délai de règlement des clients de 59 jours, un délai de paiement des fournisseurs de 50 jours et un délai de rotation des stocks de 63 jours. La variation du besoin en fonds de roulement impactant les flux de trésorerie opérationnels découle de l'application de ces délais au chiffre d'affaires pour chaque année du plan.

Le besoin en fonds de roulement recalculé à partir de ces variations à horizon 2028 s'élève à 25 % du chiffre d'affaires, en amélioration par rapport au niveau constaté en 2022 (niveau toutefois impacté par le litige avec Mithra).

3.3.2 Contributions par site

Des flux de trésorerie contributifs, par site de production, incluant chiffre d'affaires, Ebitda et Capex ont été produits par le management. Il est à noter que la modélisation du besoin en fonds de roulement par site ne n'est pas réalisée.

Note méthodologique : les niveaux de marge prévus par le management pour chacun de site de production n'intègrent pas de quote-part de frais de siège, qui sont traités à part dans le plan. Les niveaux de marge d'Ebitda commentés ci-dessous se comparent donc plutôt au haut de la fourchette des taux que nous observons chez les comparables boursiers, qui publient des données consolidées.

- **Aramon** : le management prévoit une forte croissance du chiffre d'affaires sur le site d'Aramon en 2023 en lien avec les investissements réalisés dans le nouvel atelier Pharaon spécialisé dans la production de principes actifs de type hautement actifs « HPAPI »¹⁷. La croissance projetée est soutenue sur les années 2024 et 2025 avant de se stabiliser sur les années suivantes et jusqu'en 2028 autour de 2 %. Le TCAM pour la période 2023 – 2028 s'élève à 6 %. En termes de profitabilité, le management prévoit une hausse progressive de la marge d'EBITDA qui passe d'un niveau légèrement inférieur aux taux marge que nous relevons chez les comparables boursiers en 2023 à un niveau nettement supérieur à horizon 2028, en nette amélioration par rapport à la marge négative enregistrée en 2022. Après les investissements importants réalisés en 2022 et 2023 dans le nouvel atelier, une enveloppe de capex récurrents est prévue sur la période, convergeant vers 5 % du chiffre d'affaires en 2028.
- **Turku** : des pics d'activité sont prévus en 2023 et 2025 à la suite d'investissements qui ont été et qui seront réalisés pour accroître la capacité de production de molécules ciblées, identifiées comme vecteurs de croissance par le management. Des TCAM de respectivement 7 % et 10 % sont prévus sur le chiffre d'affaires et l'EBITDA. La marge d'EBITDA cible projetée en 2028 s'élève à un niveau significativement supérieur aux références que nous avons pu relever chez les comparables boursiers. Des investissements importants, en

¹⁷ Ou « Potent »

lien avec le développement des ateliers, sont prévus en début de plan d'affaires et jusqu'en 2025. Les capex récurrents prévus par la suite tendent vers 3 % du chiffre d'affaires.

- **Couterne** : le site a bénéficié d'investissements importants dans les années passées entraînant une croissance significative du chiffre d'affaires en 2022 et 2023. A fin 2023 l'usine affiche un niveau d'activité élevé et une marge d'EBITDA en nette amélioration. Le management ne prévoit pas d'augmentation significative de l'activité sur la suite du plan, avec un TCAM de l'ordre de 2 % sur la période 2023 -2028, proche du niveau d'inflation anticipé. La marge d'EBITDA projetée se stabiliserait quant à elle à un niveau légèrement supérieur aux taux moyens relevés chez les comparables boursiers à horizon 2028. Les capex prévus correspondent essentiellement à des investissements d'entretien et maintenance, ils convergent vers 5 % du chiffre d'affaires en fin de plan d'affaires.
- **Bourgoin** : le management prévoit une croissance très significative de l'activité en 2025 et 2026 en lien avec le Projet X, qui est un projet de chimie fine de spécialité pour lequel PCAS a répondu à un appel d'offre. Le TCAM projeté sur la période s'élève à 13 % et le taux d'EBITDA cible à horizon 2028 ressort à un niveau légèrement inférieur aux niveau relevés chez les comparables boursiers, les effets bénéfiques du Projet X étant principalement positionnés en 2025 et 2026. Des investissements très importants seront réalisés en 2024 en lien avec le Projet X si la société est retenue, et les CAPEX récurrents convergeront par la suite vers 5 % du chiffre d'affaires.
- **Villeneuve la Garenne** : des investissements importants ont été réalisés sur le site de Villeneuve durant la période récente afin de bâtir des ateliers capables de produire de l'Estetrol pour le client Mithra. En 2022, 83 % du chiffre d'affaires du site a d'ailleurs été généré par Mithra. La cessation du contrat et l'arrêt de la production de l'Estetrol à la suite du litige opposant les deux sociétés ont entraîné une chute conséquente de l'activité qui a conduit la Société à annoncer un PSE¹⁸ sur le site. Ainsi, les projections du management, qui incluent une faible activité résiduelle avec Mithra, prévoient un chiffre d'affaires à 50 % de son niveau de 2022 à horizon 2028. Les délais liés à des projets de transferts de production et au développement de nouvelles molécules étant trop importants pour permettre un retour à un niveau d'activité similaire à 2022 sur la durée du plan d'affaires. Un retour à l'équilibre en termes de marge d'EBITDA est prévu pour 2028 notamment du fait du PSE et de la mise en production progressive de nouvelles molécules sur le site.
- **Limay** : le management prévoit une forte augmentation du chiffre d'affaires en 2024 sur le site Limay, en lien avec des transferts de production depuis Seqens vers PCAS. Des investissements substantiels seront réalisés dans cette perspective en 2023 et 2024. Le TCAM du chiffre d'affaires projeté sur la période s'élève à près de 15 % tandis qu'un Ebitda positif est envisagé à partir de 2027.
- **Porcheville et Proteus** : ces sites réalisent des prestations de R&D à destination de clients externes au groupe ainsi que pour les ateliers exploités par PCAS et d'autres entités du groupe Seqens. Dans les deux derniers cas, ces prestations sont facturées à des prix de marché. Des investissements importants sont prévus en 2023 sur le site de Porcheville, qui reste une source de coûts¹⁹ pour le groupe sur l'horizon du plan, malgré le bénéfice du crédit impôt recherche. Le site de Proteus devrait quant lui rester à l'équilibre sur la période.

3.3.3 Frais de siège

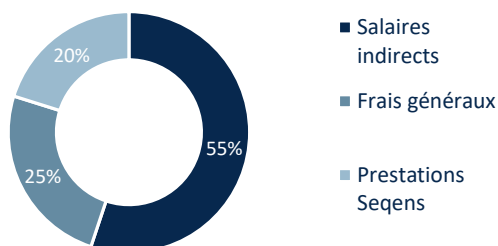
Les frais de siège correspondent à des prestations permettant le bon fonctionnement de l'ensemble des sites de production. Ils ont augmenté entre 2022 et 2023, principalement du fait de l'inflation, et sont projetés à hauteur d'un TCAM de 1,7% sur la période 2023-2028, proche de l'inflation anticipée sur l'horizon du plan d'affaires.

¹⁸ Plan de sauvegarde de l'emploi.

¹⁹ Au même titre que les frais de sièges.

En 2023, les frais de siège se décomposent comme suit :

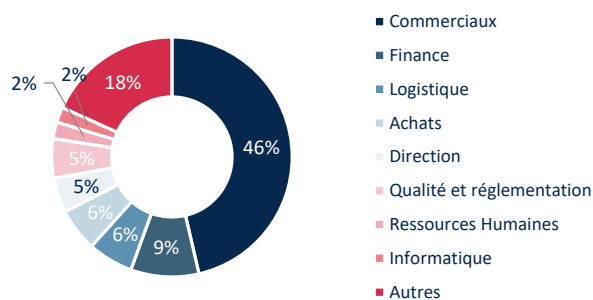
Frais généraux et administratifs



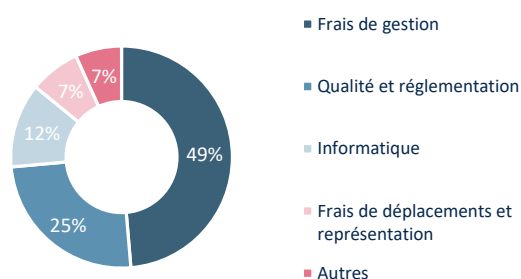
Selon le management, le poids des prestations Seqens dans le total des frais de siège n'évoluera pas de manière significative sur la durée du plan.

Les salaires indirects, qui se définissent comme les salaires des fonctions support du Groupe non directement liées à la production, et les frais généraux par nature de PCAS, sont présentés ci-dessous :

Salaires indirects par destination



Frais généraux par destination



Les frais de siège, représenteront 12,6 % du chiffre d'affaires en 2023 et sont projetés en baisse sur la période prévisionnelle comparativement à ce dernier, pour atteindre un taux cible de 10% du chiffre d'affaires en 2028.

Le ratio relativement élevé en 2023 s'explique principalement par l'arrêt du contrat Mithra, qui aurait représenté près de 15% du chiffre d'affaires de global si le niveau d'activité Mithra avait été stable par rapport à 2022.

La cible normative de 10 % retenue par le management est cohérente avec le niveau de coûts de structures observé chez les sociétés comparables en 2021 et 2022, qui s'élèvent en moyenne à 10,1% du chiffre d'affaires (cf. annexe 8.2).

4 | TRAVAUX D'ÉVALUATION

Conformément aux dispositions du règlement général et aux recommandations de l'AMF en matière d'expertise indépendante, le prix d'une offre s'apprécie en fonction d'un ensemble de références et de valeurs déterminées par la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritères. Après avoir examiné les opérations liées à l'Offre et avoir déterminé les éléments communs nécessaires à nos travaux d'évaluation, nous avons identifié les critères et les méthodes jugés pertinents au cas d'espèce et les avons mis en œuvre.

4.1 Opérations liées à l'Offre

Nous n'avons identifié qu'une seule opération liée à l'Offre : l'augmentation de capital dont la réalisation est prévue d'ici la fin de l'année 2023 ou le début de l'année 2024, que le retrait obligatoire soit réalisé ou non. Dans la note d'information, l'Initiateur indique qu'il a « l'intention de procéder à court terme à une augmentation de capital de PCAS d'un montant total (prime d'émission incluse) d'environ 200 m€ afin de réduire son endettement, renforcer ses fonds propres et améliorer ses ratios financiers ».

L'Initiateur précise que si, à l'issue de cette augmentation de capital, il venait à franchir le seuil 90 % du capital ou des droits de vote, il initierait une offre publique de retrait. Nous relevons que, compte tenu du pourcentage de détention actuel de l'Initiateur, la probabilité d'un retrait obligatoire est forte si l'Offre est déclarée conforme et quasi-certaine à l'issue de l'augmentation de capital.

Cette opération, pour laquelle la documentation n'a pas encore été produite, serait réalisée avec maintien du droit préférentiel de souscription et à un prix d'émission égal au Prix d'Offre, essentiellement par compensation avec ses créances certaines, liquides et exigibles de Seqens. Compte tenu de ces caractéristiques, cette opération ne présente pas d'élément susceptible de remettre en cause le principe d'équité de traitement entre les actionnaires.

4.2 Données financières servant de base aux méthodes d'évaluation

4.2.1 Nombre de titres

PCAS	
31-août-23	
Nombre d'actions pris en compte	
Nombre d'actions inscrit à la cotation	15 141 725
Actions auto détenues	(1 400 052)
Nombre d'actions retenu	13 741 673

Les présents travaux d'évaluation s'appuient sur un nombre d'actions inscrit à la côte ajusté des actions auto détenues par PCAS au 31 août 2023, soit 13 741 673 actions.

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

PCAS			
Eléments de passage de la VE à la VCP			
m€	31-déc.-22	Var.	30-juin-23
Dette financière	(236,6)	39,8	(196,9)
dont dette de loyer IFRS 16	(1,7)	0,5	(1,2)
dont mobilisation des créances CIR	(10,4)	-	(10,4)
dont avances remboursables AMI	(13,5)	-	(13,5)
Disponibilités et équivalents	2,9	(2,6)	0,3
Position financière nette (hors IFRS 16)	(232,1)	36,7	(195,4)
Provisions pour R&C	(0,6)	0,1	(0,5)
Provisions pour retraite	(6,5)	(0,2)	(6,6)
Actifs financiers	2,2	(0,7)	1,5
Impôt différés (nets)	(2,8)	1,2	(1,5)
Créances de CIR (100%)	17,1	2,1	19,3
Valeur présente des déficits reportables	9,9	-	9,9
Normalisation du BFR	n.a.	n.a.	0,9
Créance Mithra	25,0	-	25,0
Autres éléments	44,3	2,6	47,9
Total	(187,7)	39,3	(147,5)

La position financière nette au 30 juin 2023 retenue a été déterminée à partir des comptes consolidés semestriels de PCAS. Les montants de dette financière²⁰ et de disponibilités ont été ajustés des éléments suivants :

- Les provisions pour risques et les provisions pour charges reprises pour leur montant au bilan ;
- Les provisions pour engagements postérieurs à l'emploi repris à leur valeur bilancielle retraitées d'une estimation de l'économie d'impôt qu'elles génèreront ;
- Les actifs financiers au bilan retraités des dépôts et cautionnements, que nous considérons nécessaires à l'activité ;
- Les impôt différés, comptabilisés en passifs non courants par la Société et non intégrés au BFR modélisé dans le plan d'affaires ;
- La totalité des créances de CIR comptabilisées au bilan du 30 juin 2023, retenant ainsi une hypothèse volontariste de remboursement instantané de ces créances.
- La valeur présente des stocks de déficits reportables accumulés au 30 juin 2023. Cette valeur a été déterminée en estimant la valeur totale actualisée²¹ des économies fiscales générées par leur imputation dans le cadre du plan d'affaires du management prolongé par nos soins, dans le respect des limites prévues par la loi française²².
- L'écart entre le BFR issu des comptes à fin juin 2023 (hors impact de la créance Mithra traitée séparément) et le BFR normalisé retenu dans le plan d'affaires.
- La part de la créance Mithra que le management anticipe de récupérer en 2024 (non actualisée, hypothèse volontariste compte tenu de l'incertitude qui pèse sur la récupération de cette créance).

²⁰ Hors dette de loyer IFRS 16, cette charge ayant déjà été déduite des flux de trésorerie prévus dans le plan d'affaires.

²¹ A un taux identique à celui retenu dans l'approche DCF.

²² Imputation annuelle limitée à un plafond fixé à 1 million d'euros augmenté de 50 % du résultat imposable de l'année.

4.2.3 Taux d'actualisation

Appréciation du taux d'actualisation	Référence / Calcul	31-août-23		
		Zone euro	France	Finlande
Estimation du bêta anticipé :				
Bêta de l'actif économique	β_u	1,14	1,14	1,14
Levier en fonds propres	$L_e = DN / VFP$	23,4 %	23,4 %	23,4 %
Taux d'impôt sur les sociétés	T_{IS}	25,8 %	25,8 %	25,8 %
Bêta avec levier	β_L	1,34	1,34	1,34
TRI implicite <i>ex-ante</i> du marché	TRI_M	9,1 %	9,1 %	9,1 %
Taux sans risque	R_f	2,7 %	2,7 %	2,7 %
Prime de risque actions	$\Pi_E = TRI_M - R_f$	6,4 %	6,4 %	6,4 %
dont prime de biais optimiste large caps	Π_O	2,2 %	2,2 %	2,2 %
dont prime de risque de défaut large caps	Π_D	0,9 %	0,9 %	0,9 %
dont prime AAA	Π_{AAA}	0,3 %	0,3 %	0,3 %
Sous-total biais large caps + prime AAA	$\Pi_{LC} = \Pi_O + \Pi_D + \Pi_{AAA}$	3,4 %	3,4 %	3,4 %
Prime MEDAF résultante	$\Pi_R = \Pi_E - \Pi_{LC}$	3,0 %	3,0 %	3,0 %
Prime MEDAF affectée du bêta	$\Pi_R \times \beta_L$	4,0 %	4,0 %	4,0 %
Prime de taille observée	A	1,5 %	1,5 %	1,5 %
Biais de prévision small cap	B	(0,8)%	(0,8)%	(0,8)%
Prime résiduelle de taille	$\Pi_T = A + B$	0,7 %	0,7 %	0,7 %
Prime de risque pays	Π_p	-	0,1 %	(0,0)%
Coût des fonds propres	$k_e = R_f + \Pi_R \times \beta_L + \Pi_{LC} + \Pi_T + \Pi_p$	10,8 %	10,9 %	10,8 %
Taux sans risque	R_f	2,7 %	2,7 %	2,7 %
Spread de crédit	S_C	3,8 %	3,8 %	3,8 %
Prime de risque pays	Π_p	-	0,1 %	(0,0)%
Coût de la dette avant IS : k_d	$k_d = R_f + S_C + \Pi_p$	6,5 %	6,6 %	6,5 %
Charge d'intérêt après IS	$k_{dis} = k_d \times (1 - T_{IS})$	4,8 %	4,9 %	4,8 %
Levier cible en valeur d'entreprise	$L_{VE} = DN / (DN + VFP)$	19,0 %	19,0 %	19,0 %
Coût moyen pondéré du capital (zone euro)	$CMPC_e = L_{VE} \times k_{dis} + (1 - L_{VE}) \times k_e$	9,7 %	9,8 %	9,7 %
Inflation cible zone euro	i_e	1,9 %	1,9 %	1,9 %
Inflation cible locale	i_L	1,9 %	1,6 %	2,0 %
Coût moyen pondéré du capital (local)	$CMPC_L = (1 + CMPC_e) \times (1 + i_L) / (1 + i_e) - 1$	9,7 %	9,5 %	9,8 %

Les taux d'actualisation appliqués aux approches DCF et SOTP²³ ont été déterminés à partir des données publiées par Fairness Finance²⁴. Elles représentent un coût d'opportunité pour un actionnaire minoritaire qui aurait à réaliser un investissement de même risque. Cette approche du taux d'actualisation repose sur des données observées sur les marchés financiers, décomposées pour faire apparaître les différentes primes de risques complémentaires dont il faut tenir compte pour pouvoir appliquer une approche MEDAF²⁵ du coût des fonds propres à des flux futurs.

Description des concepts utilisés dans l'appréciation des fourchettes de taux d'actualisation :

- **TRI implicite du marché** : rendement implicite *ex-ante* observé sur un échantillon de 1 164 sociétés cotées de la zone euro au 31 août 2023 (lissage 3 mois, source : Fairness Finance) qui permet d'égaliser la somme actualisée des prévisions de flux de trésorerie libres avec la capitalisation boursière.
- **Taux sans risque** : rendement des emprunts à 10 ans des états de la zone euro notés AA et mieux et pondéré par leurs poids dans le PIB, meilleure estimation selon nous du rendement sans risque sur l'horizon d'investissement d'un investisseur actions ;
- **Prime de risque action** : écart entre le TRI implicite du marché et le taux sans risque.
- **Prime AAA** : écart de rendement observé à date entre les emprunts d'Etats et les obligations *corporate* AAA émises en euros. Cet écart de rendement est une composante de la prime de risque action

²³ *Sum of the parts* ou somme des parties.

²⁴ Le site Fairness finance est publié par le cabinet BM&A, et fournit chaque mois des paramètres de marché (prime de risque des actions, calcul de la décote de taille, bêta sectoriel). Pour une présentation du modèle : <https://www.fairness-finance.com/fairness-finance/cms/fr/2-2/fiche-n-2-l-approche-prospective.dhtml>

²⁵ Modèle d'Equilibre Des Actifs Financiers.

correspondant à la différence entre un placement sans risque souverain et un placement sans risque *corporate*, sur laquelle ne s'applique pas le bêta.

- **Biais de prévision large cap** : somme de la prime de risque de défaut et de la prime de risque pour biais d'optimisme intégrées dans la prime de risque action pour le marché dans son ensemble et donc pour les *large cap*, sur lesquelles le bêta ne s'applique pas (estimation Fairness Finance²⁶).
- **Prime de risque MEDAF** : pure prime de risque résiduelle au sens MEDAF, sur laquelle s'applique le coefficient bêta.
- **Fourchettes de bêtas de l'actif économique (désendetté) retenues** : cf. annexe 8.3.
- **Prime résiduelle de taille** : Surcroît de rendement²⁷ exigé par les investisseurs en actions à date pour les sociétés de la taille du groupe Seqens, retenue compte tenu de l'intégration de PCAS dans Seqens et des engagements de soutien assumés par le Groupe, ajusté des éléments suivants :
 - la méthodologie d'appréciation des primes de taille Fairness Finance neutralise le bêta²⁸ de chacun des sous-segments de marché permettant la régression du surcroît de rendement demandé par les investisseurs en fonction de la taille ;
 - correction des biais de prévisions *small cap* en retraitant le risque de défaut lié à la notation moyenne des *small cap* pour la remplacer par celle estimée par le modèle Fairness Finance pour un risque crédit BB-²⁹ et en réduisant la prime de biais d'optimisme de 100 points de base pour refléter le caractère conservateur des flux actualisés.
- **Coût de la dette avant IS** : coût de la dette au 31 août 2023 issu du modèle Fairness Finance pour une société notée BB- et une maturité de 10 ans (durée de vie moyenne estimée des actifs).
- **Levier cible** : Levier moyen exprimé en valeur d'entreprise (dette financière nette sur valeur d'entreprise) des échantillons de comparables boursiers. Nous avons considéré ici que la capitalisation du compte courant Seqens annoncée par le groupe allait permettre à PCAS de retrouver une optimisation normale de sa structure de financement.

Pour les besoins de l'approche par la somme des parties, nous avons décliné le taux en deux versions reflétant les risques pays de la France et de la Finlande (prime de risque pays et différentiel d'inflation par rapport à la zone euro).

4.3 Méthodes ou références non retenues

4.3.1 Actif net comptable

La prise en compte de l'actif net comptable n'est appropriée que lorsque les valeurs comptables des actifs et des passifs sont identiques à leurs valeurs vénales, pour autant que l'arrêté de compte soit suffisamment proche de la date d'évaluation et/ou que l'évaluation séparée desdits actifs et passifs soit préférable à une évaluation globale fondée sur la combinaison des facteurs de production. En l'espèce, les actifs de la Société n'étant pas comptabilisés en valeur de marché, la méthode n'est pas applicable. Pour mémoire, les capitaux propres part du groupe au 30 juin 2023 s'établissaient à 7,2 m€, soit 0,5 € par action. Le prix d'Offre extériorise une prime de 1 432 % par rapport à cette référence.

²⁶ Cf. modèle Fairness Finance Advanced, détaillé sur fairness-finance.com qui présente la bibliographie associée.

²⁷ Issu des calculs Fairness Finance sur l'échantillon zone euro, soit de la régression mensuelle des TRI moyens du marché considéré, découpé en quantiles de taille (cf. fiche technique Fairness Finance n°4).

²⁸ Bêta mensuel calculé sur une période de trois ans régressant les variations de l'indice constitué par le quantile de taille par rapport à l'indice constitué par l'échantillon utilisé pour le calcul de la prime de risque.

²⁹ Déduit de notre analyse des comptes de PCAS et confirmé par le modèle de notation multicritères proposé par Refinitiv Eikon.

4.3.2 Méthode de l'actif net réévalué

Cette méthode, généralement mise en œuvre pour évaluer des sociétés holding à caractère financier, consiste à déterminer la valeur de marché de tous les postes comptables d'actif et de passif du bilan de la Société. L'application de cette méthode de valorisation consisterait donc à réestimer la totalité des actifs corporels et incorporels figurant ou non à l'actif du bilan, dans la perspective du développement de l'activité, approche mise en œuvre par ailleurs au travers de l'actualisation des flux futurs de trésorerie disponibles, et notamment dans sa variante par la somme des parties développée infra.

Compte tenu de la nature des actifs détenus (sites industriels), nous considérons cette méthode non adaptée au cas d'espèce. Des actionnaires ayant toutefois cité cette méthode et mis avant l'absence d'approche patrimoniale de la valeur de PCAS, nous avons cherché à la mettre en œuvre, même de façon imparfaite.

La principale difficulté de cette approche consiste à estimer la valeur vénale des actifs détenus par la Société. Nous rappelons à ce titre que l'outil industriel de PCAS est constitué d'un grand nombre d'ateliers dédiés à la production de molécules spécifiques, en général pour les besoins d'un ou plusieurs clients particuliers. Le caractère cessible de l'actif en lui-même, c'est-à-dire sans le savoir-faire et le carnet de commandes de PCAS, apparaît déjà très incertain.

Dans ce cadre, nous avons obtenu les rapports d'évaluation produits par le cabinet Galtier afin de déterminer les valeurs d'assurance. Ces valeurs permettent d'estimer le coût de reconstitution des actifs. Elles ne peuvent toutefois pas être considérées comme des valeurs vénales du fait de l'absence de prise en compte de la capacité de l'actif à générer des flux de trésorerie³⁰ et de l'inclusion dans la valeur de coûts spécifiques à leur reconstruction³¹. Ces deux points sont d'ailleurs rappelés systématiquement en préambule des rapports du cabinet Galtier³², mandaté par la Société pour estimer ces valeurs aux seules fins des programmes d'assurance de la Société.

Au-delà du caractère fictionnel d'une cession des actifs à leur valeur assurantielle, cette approche ne tient également pas compte des contraintes et des délais associés à une cession d'actifs ou une liquidation dans le secteur industriel, et notamment du droit du travail ou des obligations liées à l'environnement qui, en France, induisent en général des coûts potentiellement supérieurs à la valeur des actifs cédés.

Enfin, le management nous a affirmé qu'aucune cession d'actif significatif n'est envisagée dans les 18 prochains mois ce qui rend cette approche inadéquate quant à la formation de notre opinion sur l'équité du prix d'Offre proposé.

4.3.3 Méthodes basées sur le dividende

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

La méthode du rendement est un multiple inversé basé sur le dividende. Elle suppose (i) que l'historique du dividende présente un certain pouvoir prédictif quant aux capacités bénéficiaires futures des sociétés et (ii) une certaine homogénéité des taux de distribution au sein des sociétés comparables.

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

³⁰ Découlant de la qualité et de la quantité des contrats conclus avec les clients.

³¹ Honoraires d'architecte, frais d'installation, de transport, ou de douane par exemple.

³² « En aucun cas, nos valeurs ne peuvent être utilisées pour déterminer : (...) une valeur vénale ou une valeur économique, (...) »

4.3.4 Approche par référence aux objectifs de cours des analystes financiers

La Société n'étant plus suivie par les analystes financiers depuis l'offre publique de 2017, cette approche n'est pas applicable au cas d'espèce.

4.3.5 Approche par référence à des multiples de transactions comparables

La méthode des transactions comparables est une méthode analogique permettant d'évaluer une société en lui appliquant des multiples calculés à partir d'agrégats financiers constatés dans le cadre de transactions récentes visant prendre une participation, majoritaire ou non, dans le capital d'une entité comparable à la Société, cotée ou non.

Nous considérons que cette approche n'est pas applicable au cas d'espèce :

- Un échantillon pertinent de transactions visant des cibles suffisamment proches de PCAS n'ayant pu être construit compte tenu des caractéristiques particulières de la Société (difficultés opérationnelles, dette financière significative notamment).
- L'application de multiples à des agrégats non stabilisés ou négatifs ne permettant pas d'aboutir un résultat pertinent.

Nous avons toutefois mis en œuvre la méthode, à titre purement indicatif compte tenu des biais très significatifs qu'elle implique au cas d'espèce (cf. infra).

Notre approche s'appuie sur un échantillon de six transactions observées sur des sociétés fabricantes de produits à destination des industries pharmaceutiques et cosmétiques sur la période 2019 à 2023 et pour lesquelles l'information publique disponible était suffisante pour déterminer des multiples.

Nous avons considéré l'ajout à cet échantillon de transactions « exogènes », de deux transactions intervenues dans l'environnement immédiat de PCAS :

- L'acquisition du groupe Seqens par SK Capital en 2021 ;
- La cession par PCAS de sa filiale canadienne au premier semestre 2023.

4.3.5.1 Focus sur la transaction PCAS Canada

Fondée en 1989, PCAS Canada Inc. est spécialisée dans la synthèse, le développement et fabrication sur mesure de matériaux de haute qualité en gérant des limites de contrôle étroits et des niveaux d'impuretés à l'échelle des ppb³³. Ces matériaux sont utilisés par ses clients dans la formulation de résines photosensibles, de produits anti-réfléchissants pour la microélectronique ou en tant que semi-conducteurs pour l'industrie de l'électronique imprimée.

Le 2 mai 2023, PCAS a annoncé, via un communiqué par la presse, être rentré en négociations exclusives avec DIC Corporation, à la suite de la réception d'une offre ferme pour l'acquisition de sa filiale PCAS Canada. DIC Corporation est une entreprise chimique japonaise, spécialisée dans le développement, la fabrication et la vente d'encre, de pigments, de polymères, de plastiques spécialisés et de composés biochimiques. Le prix proposé valorise PCAS Canada Inc. à une valeur d'entreprise de 88,2 m€.

Le 6 septembre 2023, lors de la publication de son rapport semestriel, PCAS a confirmé avoir cédé le 1^{er} juin 2023 sa filiale PCAS Canada. En nous basant sur les comptes de PCAS Canada 2022 et de l'atterrissage à juin 2023, il ressort de cette transaction les multiples³⁴ suivants :

³³ « *part per billion* » ou partie par milliard.

³⁴ Moyenne des multiples 2022 et des multiples prévisionnels 2023, extrapolés en fonction des pourcentages de croissance observés au 30 juin 2023.

VE/CA retenu	VE/EBITDA retenu	VE/EBIT retenu
3,5x	13,4x	20,3x

Les multiples payés dans le cadre de transactions sont la résultante de nombreux paramètres, singuliers et souvent difficilement mesurables l'intérêt stratégique de l'acquisition propre à l'acquéreur. Néanmoins, ces multiples dépendent aussi de certaines caractéristiques plus facilement quantifiables comme la croissance d'activité ou une rentabilité élevée.

A cet égard, nous présentons ci-dessous une comparaison entre la croissance d'activité observée sur PCAS Canada et PCAS (retraité de PCAS Canada), ainsi qu'une comparaison sur les marges d'EBIT respectives des 2 entités.

Croissance du CA	2019	2020	2021	2022	\$1 2023
PCAS Canada	2,8%	14,2%	26,8%	19,5%	42,7%
PCAS (hors Canada)	(3,2%)	(4,5%)	(6,1%)	21,2%	1,5%

Marge d'EBIT	2019	2020	2021	2022	\$1 2023
PCAS Canada	2,7%	4,2%	9,7%	13,5%	25,8%
PCAS (hors Canada)	(2,2%)	(6,3%)	(17,6%)	(14,9%)	(14,4%)

Compte tenu des différences observées en termes de rentabilité et de dynamisme de croissance entre les 2 entités, et tout particulièrement au premier semestre 2023, il ne nous semble pas pertinent de transposer cette transaction à PCAS dans la cadre de la formation de notre opinion s'agissant de l'équité du prix d'Offre proposé.

4.3.5.2 Focus sur la transaction Seqens

Le groupe Seqens est un groupe spécialisé dans la fabrication de principes pharmaceutiques et de produits de chimie de spécialité. Il détient un portefeuille de principes actifs pharmaceutiques, d'intermédiaires et de génériques. Seqens développe également des produits de spécialité sur mesure pour les industries de la santé, de l'électronique, de la cosmétique, de l'alimentation et de la détergence.

En février 2021, le fonds Eurazeo a mandaté JP Morgan pour trouver un acquéreur pour Seqens. Eurazeo détenait Seqens depuis juin 2016. Le 26 août 2021, Eurazeo a annoncé être entré en discussions exclusives en vue de la cession de sa participation dans Seqens à SK Capital et d'autres actionnaires français existants du Groupe : Ardian, Mérieux Equity Partners et Eximium. SK Capital est un fonds d'investissement américain spécialisé dans l'industrie pharmaceutique.

La cession a été officialisée le 16 décembre 2021, quelques jours après l'approbation de la vente par la commission européenne.

A notre demande, l'Initiateur nous a autorisé à consulter la documentation juridique confidentielle produite dans le cadre de cette opération ce qui nous a permis de reconstituer les multiples de la transaction. Une fois ajustés des différences de croissance et de rentabilité entre les 2 entités, l'application de ces multiples aux agrégats de la Société valorisent l'action PCAS à un niveau inférieur au prix d'Offre.

4.3.5.3 Mise en œuvre de l'approche de valeur par les transactions comparables

Cible	Localisation	Acquéreur	Activité de la cible	Source	Date d'annonce	% du capital acquis	Montant du deal (m€)	VE (m€)	Croissance du CA	Marge d'EBITDA	VE / CA retenu	VE / EBITDA retenu	VE / EBIT retenu
Archimica	Italie	PI Industries	Contract development & manufacturing organisation (CDMO) spécialisée dans la fabrication d'intermédiaires de synthèse et de principes actifs.	Epsilon	28-avr.-23	100%	34	44	7%	16%	1,1x	6,6x	10,2x
Sunsho Pharmaceutical	Japon	Towa Pharmaceutical	Contract & manufacturing organisation (CMO) spécialisée dans les compléments alimentaires et produits pharmaceutiques.	Bourne Partners, Eikon	17-déc-21	100%	373	381	9%	9%	2,1x	21,8x	22,1x
NewCo Pharma Group	Allemagne	Medios	Groupe de préparation et de vente en gros de solutions de perfusion sur mesure pour le compte de pharmacies spécialisées.	Epsilon	25-nov-21	100%	120	124	14%	8%	0,8x	8,9x	10,9x
Euro Cosmetic	Italie	Fine Foods & Pharmaceuticals	Contract & manufacturing organisation (CMO) spécialisée dans la recherche, le développement, la production et la vente de produits cosmétiques.	Epsilon	21-sept-21	73%	28	24	(16%)	18%	1,0x	6,1x	9,6x
Seqens	France	Sk Capital + Investisseurs	Portefeuille de principes actifs pharmaceutiques, d'intermédiaires, de génériques, ainsi que de produits de spécialité sur mesure.	Comptes, presse	27-août-21	100%	1 600	1 600	-	16%	1,4x	8,5x	12,2x
Curzon Supplies	UK	Knowlton Development	Spécialisé dans la production de produits à destination de grands groupes du secteur des produits de soin et de beauté.	Epsilon	13-juil-19	100%	39	39	13%	6%	0,6x	8,9x	16,6x
Laboratoris Feltor	Espagne	Anjac	Contract & manufacturing organisation (CMO) spécialisée dans les produits cosmétiques et les produits de soin.	Epsilon	12-févr.-19	90%	50	50	4%	17%	1,4x	8,1x	9,6x
Mediane								50	8%	16%	1,1x	8,5x	10,9x
Minimum								24	(16%)	6%	0,6x	6,1x	9,6x
Maximum								1600	14%	18%	2,1x	21,8x	22,1x

Note méthodologique : Les multiples de transaction relevés ont été calculés à la date de la transaction. Pour tenir compte du développement anticipé de l'activité dans le plan d'affaires de PCAS nous avons extrapolé ces multiples en leur appliquant la variation annuelle observée sur les multiples boursiers utilisés §4.4.4 infra. De plus, les agrégats retenus intègrent le Projet X dont la réalisation est incertaine. Concernant l'EBITDA et l'EBIT, le CIR a également été pris en compte.

Cette approche extériorise les valeurs suivantes :

PCAS m€	CA+Projet X			EBITDA+CIR+Projet X		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025
Agrégats	202	211	273	(14)	(11)	34
Multiple médian brut	1,0 x	1,0 x	1,0 x	8,5 x	8,5 x	8,5 x
Multiple comparables cotés	1,2 x	1,1 x	1,0 x	8,9 x	7,3 x	6,2 x
Multiple ajusté	1,0 x	0,9 x	0,9 x	8,5 x	7,0 x	6,0 x
Valeur d'entreprise	203	198	240	n.a	n.a	205
Position financière nette	(195)	(195)	(195)	(195)	(195)	(195)
Autres éléments	48	48	48	48	48	48
Valeur des capitaux propres	56	51	92	n.a	n.a	57
Nombre d'actions	13 741 673	13 741 673	13 741 673	13 741 673	13 741 673	13 741 673
Valeur en € par action	4,08 €	3,69 €	6,70 €	n.a	n.a	4,18 €

Sur la base de ces éléments, la valeur d'une action PCAS s'inscrirait dans une fourchette comprise entre 2,53 € et 5,91 € par référence au seul multiple utilisable, fondé sur le chiffre d'affaires. Le prix d'Offre extériorise donc une prime comprise entre 35 % et 178 % par rapport à ces références.

4.3.5.4 Conclusion sur les résultats issus de cette approche

Compte tenu des biais habituels qu'elle implique (manque de fiabilité et non exhaustivité de l'information disponible, caractère unique de chaque négociation, comparabilité de l'activité des cibles retenues et retraitement de la prime de contrôle payée pour les transactions majoritaires notamment) et des extrapolations/

approximations³⁵ nécessaires à son application au cas d'espèce, nous n'avons pas considéré cette approche comme pertinente pour apprécier le caractère équitable du prix d'Offre.

4.3.6 Approche par référence à des transactions intervenues sur le capital de la Société

La dernière transaction significative ayant eu lieu sur le capital de la société remonte à juin 2017, lors de l'offre publique d'achat simplifiée de Novacap (futur Seqens) sur les actions PCAS. A cette date, le prix proposé était de 17 € par action PCAS, coupon 2016 de 0,06 € attaché, alors que le cours moyen 20j ressortait proche de 14 €. L'expert indépendant qui était intervenu à l'époque évaluait l'action PCAS par la méthode des DCF à 15,9 €.

Bien que l'ancienneté de la référence la disqualifie de fait³⁶, nous avons toutefois cherché à expliquer l'évolution de la valeur des capitaux propres de PCAS sur la période 2017-2023. L'appréciation du différentiel de valeur se fait principalement par : (i) l'analyse de l'évolution de la valeur d'entreprise, en comparant les réalisations aux prévisions de 2017 et, (ii), via celle de la position financière nette.

Au moment de l'opération de 2017, la position financière nette de la Société s'élevait à -50 m€ contre -195 m€ au 30 juin 2023, correspondant à des flux de trésorerie négatifs accumulés de près de 120 m€ sur la période 2017-2023. Ces flux s'expliquent par les effets conjugués d'un environnement de plus en plus concurrentiel et du renforcement des normes QHSE, impactant aussi bien le niveau d'activité que les marges. Ainsi la Société a enregistré -71 m€ de perte opérationnelle courante cumulée entre 2018 et le premier semestre 2023. Il est par ailleurs à noter que des investissements importants ont dû être réalisés sur la période, soit près 174 m€ dépensés, sans pour autant connaître une amélioration des marges à court terme. Ce montant comprend 70 m€ de capex récurrents, 50 m€ investis dans les projets liés à l'AMI « *Capacity Building* » (net des subventions perçues), 35 m€ liés au développement de la production d'Estetrol pour Mithra ainsi que plus 20 m€ de capex dits de « rattrapage » en lien avec un sous-investissement historique causé par les difficultés financières de la Société entre 2003 et 2014.

La valeur d'entreprise par l'actualisation des flux de trésorerie a été estimée à près de 240 m€ en 2017. Les variables dont découle la valeur d'entreprise approchée par cette méthode sont le business plan et les paramètres actuariels. La comparaison des réalisations de PCAS sur la période avec les prévisions de 2017 fait ressortir des écarts cumulés de -270 m€ d'EBITDA et -83 m€ de capex, qui s'expliquent par les raisons mentionnées supra. L'évolution des paramètres actuariels, principalement le taux d'actualisation, a aussi contribué à détériorer la valeur d'entreprise de la Société. En effet, le taux retenu par l'expert indépendant lors de l'évaluation de 2017 s'élevait à 8,45 % contre 9,69 %³⁷ pour la présente évaluation. L'impact de la hausse du taux est estimé à près de - 46 m€ sur la valeur d'entreprise.

Le marché pharmaceutique mondial a donc connu de profonds changements entre 2017 et 2023. Le renforcement des normes a entraîné une détérioration des marges et une augmentation des besoins d'investissements. La crise sanitaire et l'environnement concurrentiel ont contribué à réduire le niveau d'activité. Pour toutes ces raisons, nous estimons que la référence à transaction de 2017 ne peut être utilisée dans notre approche d'évaluation.

4.4 Critères et méthodes retenus

4.4.1 Approche par référence au cours de bourse

PCAS est une société cotée dont les titres sont admis à l'échange sur le compartiment C d'Euronext Paris (ISIN : FR0000053514).

³⁵ Application de multiples de chiffre d'affaires relevés sur des sociétés rentables à une société non rentable et application d'un multiple d'EBITDA à un EBITDA intégrant une composante exceptionnelle (Projet X) notamment.

³⁶ Nous rappellerons que la période fut riche en événements de nature à remettre définitivement en cause les prévisions qui avaient pu être réalisées à l'époque.

³⁷ Cette évolution apparaît cohérente avec nos observations, le rendement global exigé sur les marchés boursiers tel que mesuré par Fairness Finance pour les sociétés cotées de la zone euro ressortait à 8,36 % au 30 juin 2017 là où il ressort à 9,24 % au 31 août 2023.

Avec un flottant au 6 septembre 2023, date de suspension du cours en attente de l'annonce de l'Offre, de 14,1 %, une rotation du flottant sur les 12 derniers mois de 13,8 %, une rotation du capital de seulement 2,0 % et une absence de cotation 25 % des jours bourse, le cours de l'action se trouve à l'extrême limite des critères de significativité sur lesquels se basent usuellement les évaluateurs.

Prix et volume quotidien	Haut	Bas	Moyenne pondérée ⁽¹⁾	Volume échangé	Volume moyen quotidien	% capital échangé	% flottant échangé	Jours de cotation
36 mois	15,55	5,80	10,15	1 760 700	2 278	11,63%	82,51%	86,80%
24 mois	13,70	5,80	8,63	992 127	1 923	6,55%	46,49%	81,40%
12 mois	8,00	5,80	7,11	294 739	1 147	1,95%	13,81%	76,26%
6 mois	8,00	5,80	7,16	155 277	1 204	1,03%	7,28%	76,74%
3 mois	8,00	6,40	7,44	37 033	561	0,24%	1,74%	66,67%
20 jours de bourse	7,75	6,40	7,01	3 970	199	0,03%	0,20%	75,00%
Spot	7,50	6,95	6,99	71	71	0,00%	0,00%	

(1) Cours moyens journaliers pondérés par les volumes, source : Refinitiv Eikon.

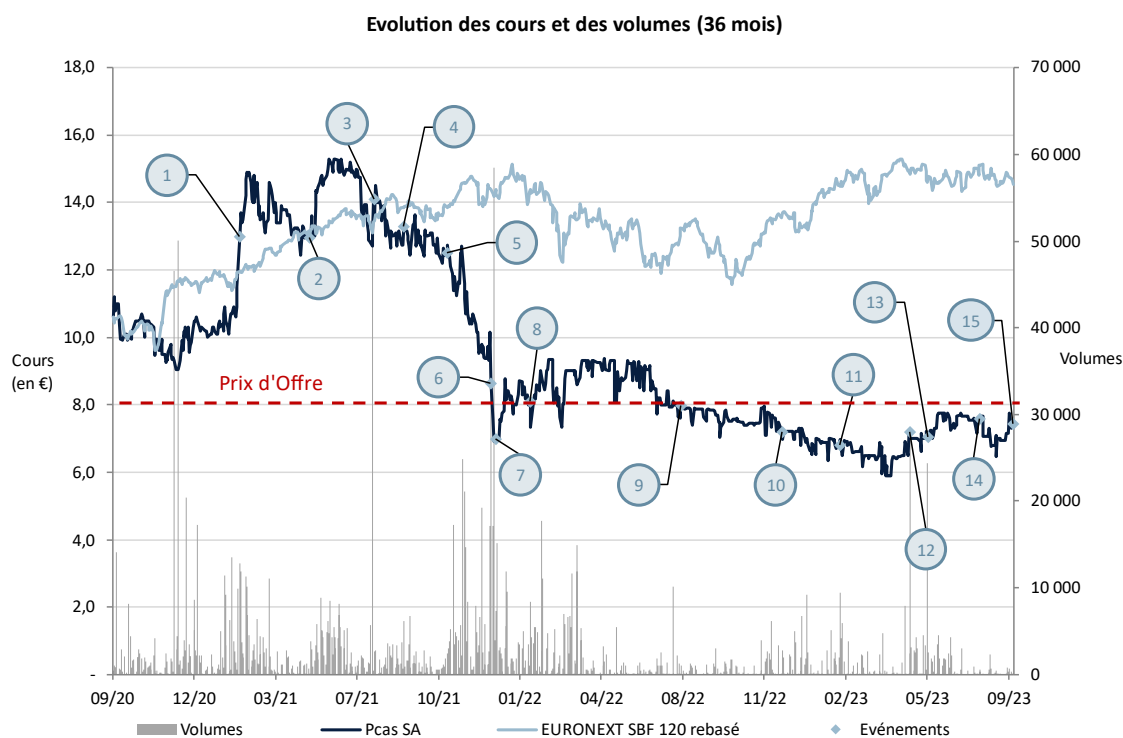
Performance absolue	Société	Indice de référence	Prime (décote) vs. offre	Haut	Bas	Moyenne pondérée ⁽¹⁾
36 mois	(29,72)%	37,29%	36 mois	(48,55)%	37,93%	(21,20)%
24 mois	(44,19)%	4,14%	24 mois	(41,61)%	37,93%	(7,31)%
12 mois	(4,97)%	16,31%	12 mois	0,00%	37,93%	12,52%
6 mois	20,94%	(2,38)%	6 mois	0,00%	37,93%	11,73%
3 mois	(3,87)%	(0,20)%	3 mois	0,00%	25,00%	7,49%
20 jours de bourse	10,37%	(3,07)%	20 jours de bourse	3,23%	25,00%	14,17%
			Spot	6,67%	15,11%	14,49%

(1) Cours moyens journaliers pondérés par les volumes, source : Refinitiv Eikon.

Dans ce contexte, nous considérons le cours de bourse préannonce de l'Offre comme une référence pertinente mais qui ne permet pas à elle seule de conclure à l'équité du prix d'Offre proposé.

In fine, nous retenons le cours de bourse moyen pondéré par les volumes sur les périodes de 20 jours à 6 mois, soit une valeur de l'action PCAS comprise entre 7,01 € et 7,44 €.

4.4.1.1 Revue historique du cours de bourse



Des rumeurs circulent entre la fin janvier et le début février 2021 sur une possible cession du groupe pharmaceutique Seqens par Eurazeo. Le 8 février 2021³⁸ (①), Eurazeo annonce effectivement avoir mandaté la banque d'affaires JP Morgan afin de trouver un acquéreur pour Seqens qui pourrait dans ce cadre être valorisé à deux milliards d'euros, soit 15 fois les bénéfices attendus du groupe. Le cours qui s'était établi à 10,9 € début février croit de plus de 20 % et atteint le prix de 14,9 € le 17 février 2021. Cette information reste bien accueillie jusqu'au mois de mai 2021 faisant varier le cours de l'action entre 13,0 € et 14,9 €. Toutefois, les impacts de la crise sanitaire, difficiles à anticiper, empêchent la société de se prononcer sur des objectifs clairs pour 2021. Parallèlement, des conventions liées aux projets de « *Capacity building* » sont signées sur le premier semestre 2021.

Le 3 mai 2021 (②) le gouvernement annonce la fin du 3^{ème} confinement lié à la pandémie de Covid-19 en France. Cette bonne nouvelle engendre une hausse significative de l'indice SBF 120 mais impacte de manière moins marquée le cours de PCAS, qui passe toutefois de 12,9 € au 3 mai 2021 à 15,3 € au 28 mai 2021.

Le 21 juillet 2021 (③), la société annonce une hausse de 1,1% de son chiffre d'affaires au premier semestre 2021 portée principalement par une reprise de l'activité « chimie fine de spécialités », notamment sur le marché de la cosmétique et des lubrifiants tandis que l'activité synthèse Pharmaceutique souffre d'une baisse des ventes de Naaha toutefois contrebalancée par une reprise de l'activité R&D.

Le 26 août 2021 (④), le fonds d'investissement Eurazeo annonce une entrée en négociation exclusive avec SK Capital Partners aux principaux actionnaires français existants du groupe³⁹ en vue de la cession de sa participation dans Seqens. La réalisation de l'opération serait prévue d'ici la fin de l'année 2021. Cette information enclenche une oscillation baissière du cours entre 13,3 € et 12,2 € jusqu'au 18 octobre 2021 (⑤) où SK Capital confirme la signature d'un contrat de cessions d'actions le 15 octobre 2021 entre des entités contrôlées par SK Capital. La réalisation de cette opération lui ferait indirectement franchir le seuil de 30% du capital et des droits de vote de PCAS, déclenchant en principe l'obligation de déposer un projet d'offre publique portant sur les actions PCAS non détenues par le groupe Seqens. Le 22 octobre 2021, une demande de dérogation est soumise à l'AMF au motif que la société PCAS ne constitue pas un actif essentiel du groupe Seqens. Cette annonce se traduit par une baisse du cours qui passe de 12,5 € le 18 octobre 2021⁴⁰ à 8,6 € le 10 décembre 2021 (⑥), date de la publication de l'obtention de la dérogation et de l'approbation par la commission européenne du rachat de Seqens par SK Capital Partners. Cet événement amplifie la tendance baissière du cours de PCAS l'amenant aux alentours de 7,0 € le 16 décembre 2021 (⑦), jour où Eurazeo cède officiellement sa participation dans Seqens. A cette même date, le Directeur général par intérim Pierre Luzeau démissionne mais accepte de garder ses fonctions de Président de Conseil d'administration. Pour le remplacer, le conseil d'administration nomme Philippe Clavel.

Le 17 décembre 2021, des actionnaires minoritaires de PCAS déposent un recours contre la décision du collège de l'AMF, qui est rejeté par la Cour d'Appel de Paris dans un arrêt rendu le 24 mars 2022.

Le 27 janvier 2022 (⑧), la Société annonce un chiffre d'affaires 2021 en baisse de 3,7 % qui s'explique notamment par une baisse des ventes de solution hydroalcoolique, par un décalage des ventes d'Estetrol, ainsi que par un niveau d'activité insuffisant pour couvrir les coûts fixes supplémentaires engagés sur plusieurs sites pour renforcer la qualité des processus de fabrication. Cette annonce engendre dès le lendemain une baisse du cours de 1,0 € passant de 8,1 € à 7,3 € le 28 janvier 2021. Le cours évolue ensuite entre 7,3 € et 9,0 € jusqu'à la publication du chiffre d'affaires du premier semestre 2022 le 29 juillet 2022 (⑨), date à partir de laquelle le cours se stabilise aux alentours de 7,5 €.

A cette date, la société annonce une hausse de 3,3 % de son chiffre d'affaires, porté notamment par une très forte demande en électronique, cosmétique les lubrifiants ainsi que par les premières productions commerciales d'Estetrol pour la société Mithra. Cependant le résultat opérationnel courant reste déficitaire, affecté par un niveau d'activité toujours insuffisant pour couvrir les frais fixes pour plusieurs sites en synthèse pharmaceutique ainsi que par des dépréciations de stocks relatives à des produits non conformes. La situation de conflit géopolitique entre la

³⁸ Source : Article Reuters/LSEG parut le 8 février 2021.

³⁹ Mérieux Equity Partners, Ardian, Eximium, Nov Santé Actions et Bpi France.

⁴⁰ Date d'annonce par SKC de la signature de la transaction et de son intention de déposer une demande de dérogation auprès de l'AMF.

Russie et l'Ukraine, débutée en février 2022, n'a pas eu de conséquences négatives majeures sur la Société du fait de sa faible présence dans cette zone. PCAS reste toutefois exposée à des risques d'inflation des coûts d'achat des matières premières, des coûts de l'énergie, ainsi qu'aux impacts sur ses flux logistiques.

Le 29 novembre 2022⁽¹⁰⁾, ⁽¹¹⁾, le directeur général Philippe Clavel démissionne. Il est remplacé à titre provisoire par Jean-Louis Martin, le vice-président en charge des ressources humaines et des activités industrielles au sein de Seqens. A cette annonce, le cours de PCAS se fixe autour de 7,0 €.

Le 7 février 2023⁽¹¹⁾, la société annonce une accélération de son chiffre d'affaires de 21,1% au cours de l'année 2022 qui dépasse son niveau pré-crise sanitaire de 2019. Cette hausse, essentiellement induite par le démarrage des ventes d'Estetrol pour Mithra ne s'accompagne pas d'une amélioration de la rentabilité avec un résultat net 2022 qui atteint un plus bas à -48,8 millions d'euros, notamment du fait d'une activité qui reste à un niveau insuffisant pour couvrir les coûts fixes, et de l'impact de dépréciations de stocks relatives à des produits non conformes. Par conséquent, le cours de bourse se maintient aux alentours de 7,0 €.

Le 3 mai 2023 ⁽¹²⁾, une offre ferme est formulée par la société japonaise DIC Corporation pour l'acquisition de la filiale de PCAS au Canada (site de St-Jean au Québec). Cette filiale est officiellement cédée pour 88,2 millions d'euros le 25 mai 2023 ⁽¹³⁾. Cette annonce conduit à une hausse de l'action jusqu'à 7,8 € le 7 juin 2023.

Le 27 juillet 2023 ⁽¹⁴⁾, lors de la publication de son chiffre d'affaires au premier semestre 2022, la société annonce une augmentation de 3,3 % de ses revenus. La cession de sa filiale canadienne a permis le remboursement d'une partie de la dette en compte courant accumulée par Seqens et de dégager un résultat net positif. Toutefois, un litige est en cours depuis le deuxième trimestre 2023 avec le client Mithra entraînant un arrêt d'activité pour l'atelier « *Potent*⁴¹ » dédié à la production d'Estetrol sur le site de Villeneuve la Garenne, sans effet sur le cours.

Le 6 septembre 2023⁽¹⁵⁾, la société annonce une offre publique d'achat simplifiée de PCAS au prix de 8,0 € sur les 23,3 % du capital qu'il ne détient pas encore. Parallèlement la société publie son rapport financier semestriel 2023.

Cette annonce stabilise le cours de l'action à un niveau proche de 8,0 €, à l'exception d'un pic à 8,5 € le 27 septembre 2023. Le cours moyen pondéré par les volumes observé entre le 8 septembre et le 5 octobre ressort à 8,05 €.

4.4.2 Approches par l'actualisation des flux de trésorerie consolidés

4.4.2.1 Scénario testés et prolongement du plan d'affaires

Comme détaillé supra, le management de PCAS a produit deux plans d'affaires couvrant la période 2023-2028 : le premier reprenant un scénario d'obtention du « projet X », et le second en l'absence d'obtention de ce contrat. D'un point de vue consolidé, les deux plans d'affaires prévoient le retour à un niveau d'équilibre en 2028 avec une croissance relativement soutenue du chiffre d'affaires (entre 4,1 % et 6,4 % annuels) et une marge cible d'EBITDA comprise entre 8,0 % et 10,0%⁴² selon l'obtention ou non du Projet X.

Compte tenu des performances passées de la société et des références relevées chez les sociétés cotées comparables, nous avons toutefois considéré que l'horizon retenu par le management ne permettait pas d'atteindre une situation normative, s'agissant notamment de la marge d'EBITDA⁴³. Nous avons donc cherché à corriger ce biais en prolongeant le plan du management de 5 ans (horizon 2033) puis de 10 ans (horizon 2038).

Dans notre approche « consolidée », nous avons testé quatre scénarios basés sur le plan consolidé du management :

- **Scénario 1** : un BP prolongé jusqu'en 2033 avec obtention du projet X ;
- **Scénario 2** : un BP prolongé jusqu'en 2038 avec obtention du projet X ;
- **Scénario 3** : un BP prolongé jusqu'en 2033 sans obtention du projet X ;

⁴¹ Ateliers aux caractéristiques spécifiques dédiés à la production de molécules hautement actives.

⁴² Marge d'EBITDA y compris CIR.

⁴³ Les niveaux cibles moyens relevés chez les comparables boursiers approchant plutôt les 20 %, chiffre supérieur au niveau historiquement délivrés par PCAS (plus haut sur la période 2013-2022 aux alentours de 15 %) mais cohérent avec l'hypothèse normative qui avait été retenue par l'expert indépendant lors de l'opération de 2017 (19,5 %)

- **Scénario 4** : un BP prolongé jusqu'en 2038 sans obtention du projet X.

NB : L'intégralité des scénarios testés ont été ajustés du montant des frais de cotations supportés actuellement par PCAS.

4.4.2.2 Hypothèses normatives

Pour chacun des scénarios testés, nous avons reconstitué un jeu d'hypothèses normatives en nous basant sur les prévisions du management :

- La croissance du chiffre d'affaires a été modélisée par convergence linéaire du taux de croissance prévu en dernière année du plan (6,0%) avec le taux de croissance à l'infini (1,6 %).
- Le taux de marge d'EBITDA cible hors CIR a été déterminé en : (i) indexant les coûts de matière premières, les coûts de l'énergie et les charges non salariales directement rattachables à l'outil de production sur la croissance du chiffre d'affaires et, (ii) en faisant dériver à un taux de croissance plus faible⁴⁴ les charges que nous considérons moins variables, comme les charges de personnel et les frais de sièges. Cette approche permet de converger à horizon 2033 avec un taux de marge cohérent avec les meilleures réalisations passées du groupe (15 %) et d'atteindre, à horizon 2038, un niveau cohérent avec ceux relevés dans le secteur (entre 18 % et 19 %). Nous insistons toutefois sur le caractère volontariste de ces cibles normatives compte tenu des performances historiques de la Société.
- S'agissant des investissements, nous avons prolongé les hypothèses de fin de plan du management qui modélise un niveau récurrent couvrant les investissements de maintenance de l'outil industriel (5,6 % du chiffre d'affaires) et des investissements « projets » pour environ 1 m€ par an. Globalement, le niveau normatif des investissements rapportés au chiffre d'affaires retenu dans nos travaux ressort proche de 6,0 %.
- Les dotations aux amortissements ont été modélisées par nos soins pour simuler l'absorption des forts investissements consentis par le groupe ces dernières années sur l'horizon de prolongation du plan pour permettre une convergence vers un niveau égal à celui de investissements en année normative.
- L'impôt sur les sociétés a été estimé par nos soins sur la base des taux marginaux en vigueur en 2023 en France⁴⁵ et en Finlande. Le taux cible normatif ressort ainsi à 26 %.
- Le niveau de BFR normatif a été déterminé sur la base des prévisions de variation de BFR produites par le management et de nos analyses sur la situation à fin juin 2023, hors impact de la créance Mithra. Il ressort proche de 26 % du chiffre d'affaires et varie légèrement selon les scénarios (obtention du Projet X ou non).
- Une hypothèse de reconduction à l'infini du CIR a été retenue, pour un montant représentant environ la moitié des coûts fixes assumés par le site de Porcheville, dédié à la R&D.
- En l'absence de visibilité sur les subventions futures dont pourra éventuellement bénéficier la Société, aucun montant n'a été intégré à ce titre dans les hypothèses normatives.

⁴⁴ Hypothèse de croissance des salaires retenue par le management dans le premier cas, et inflation cible dans le second.

⁴⁵ Ajusté de la contribution sociale lorsqu'elle est applicable soit pour un impôt sur les sociétés supérieur à 765 k€.

4.4.2.3 Actualisation des flux consolidés : scénario 1

Les flux du scénario 1 (prolongation du plan jusqu'en 2033 et obtention du Projet X) actualisés à un taux de 9,7 % (cf. §4.2.3 supra) valorise l'actif économique de PCAS 94 m€.

PCAS	
Valeur des capitaux propres DCF	m€
Valeur présente des flux de trésorerie	(40)
<i>Cash flow terminal</i>	28
<i>Valeur terminale</i>	346
Valeur présente de la valeur terminale	134
Valeur d'entreprise	94
Position financière nette	(195)
Autres éléments	48
Valeur des capitaux propres	(54)
<i>Nombre d'actions</i>	13 741 673
Valeur en € par action	-3,90 €

Après ajustement des éléments de passage détaillés §4.2.2 supra et malgré les hypothèses volontaristes retenues pour prolonger le plan d'affaires et construire l'année normative, la valeur des fonds propres ressort négative à -54 m€, soit une valeur par action de -3,90 €.

Analyse de sensibilités :

PCAS		CMPC				
€		8,7 %	9,2 %	9,7 %	10,2 %	10,7 %
g [∞]	1,1 %	(1,9)	(3,2)	(4,4)	(5,4)	(6,3)
	1,4 %	(1,5)	(2,9)	(4,1)	(5,2)	(6,1)
	1,6 %	(1,2)	(2,6)	(3,9)	(5,0)	(6,0)
	1,9 %	(0,8)	(2,3)	(3,6)	(4,8)	(5,8)
	2,1 %	(0,4)	(2,0)	(3,4)	(4,6)	(5,6)

PCAS		Var. Investissements / CA				
€		(1,0)%	(0,5)%	-	0,5 %	1,0 %
Var. taux d'Ebitda	(2,0)%	(6,5)	(6,1)	(5,6)	(5,2)	(4,8)
	(1,0)%	(5,6)	(5,2)	(4,8)	(4,3)	(3,9)
	-	(4,8)	(4,3)	(3,9)	(3,5)	(3,0)
	1,0 %	(3,9)	(3,5)	(3,0)	(2,6)	(2,2)
	2,0 %	(3,0)	(2,6)	(2,2)	(1,7)	(1,3)

NB : la variation du ratio investissement sur chiffre d'affaires présentées supra s'entend en relatif par rapport à un ratio négatif. Une hausse de 1 % de ce ratio correspond donc à une baisse du niveau d'investissements retenu en année normative.

4.4.2.4 Actualisation des flux consolidés : scénario 2

Les flux du scénario 2 (prolongation du plan jusqu'en 2038 et obtention du Projet X) actualisés à un taux de 9,7 % (cf. §4.2.3 supra) valorise l'actif économique de PCAS 187 m€.

PCAS	
Valeur des capitaux propres DCF	m€
Valeur présente des flux de trésorerie	48
<i>Cash flow terminal</i>	46
<i>Valeur terminale</i>	570
Valeur présente de la valeur terminale	139
Valeur d'entreprise	187
Position financière nette	(195)
Autres éléments	48
Valeur des capitaux propres	39
<i>Nombre d'actions</i>	13 741 673
Valeur en € par action	2,85 €

Après ajustement des éléments de passage détaillés §4.2.2 supra, les hypothèses volontaristes retenues pour prolonger le plan jusqu'en 2038 et construire l'année normative permettent d'arriver à une valeur des fonds propres

positive de 39 m€ soit une valeur par action de 2,85 €. Le prix d'Offre extériorise une prime de 180 % par rapport à cette référence de valeur.

Analyse de sensibilités :

PCAS		CMPC				
€		8,7 %	9,2 %	9,7 %	10,2 %	10,7 %
g [∞]	1,1 %	6,1	4,1	2,3	0,8	(0,5)
	1,4 %	6,4	4,4	2,6	1,0	(0,3)
	1,6 %	6,8	4,7	2,9	1,2	(0,2)
	1,9 %	7,3	5,1	3,1	1,5	0,0
	2,1 %	7,8	5,4	3,4	1,7	0,2

PCAS		Var. Investissements / CA				
€		(1,0)%	(0,5)%	-	0,5 %	1,0 %
Var. taux d'Ebitda	(2,0)%	0,9	1,2	1,5	1,9	2,2
	(1,0)%	1,5	1,9	2,2	2,5	2,9
	-	2,2	2,5	2,9	3,2	3,5
	1,0 %	2,9	3,2	3,5	3,9	4,2
	2,0 %	3,5	3,9	4,2	4,5	4,9

NB : la variation du ratio investissement sur chiffre d'affaires présentées supra s'entend en relatif par rapport à un ratio négatif. Une hausse de 1 % de ce ratio correspond donc à une baisse du niveau d'investissements retenu en année normative.

4.4.2.5 Actualisation des flux consolidés : scénario 3

Les flux du scénario 3 (prolongation du plan jusqu'en 2033 sans obtention du Projet X) actualisés à un taux de 9,7 % (cf. §4.2.3 supra) valorise l'actif économique de PCAS 45 m€.

PCAS		m€
Valeur des capitaux propres DCF		
Valeur présente des flux de trésorerie		(68)
Cash flow terminal		23
Valeur terminale		291
Valeur présente de la valeur terminale		113
Valeur d'entreprise		45
Position financière nette		(195)
Autres éléments		48
Valeur des capitaux propres		(103)
Nombre d'actions		13 741 673
Valeur en € par action		-7,49 €

Après ajustement des éléments de passage détaillés §4.2.2 supra et malgré les hypothèses volontaristes retenues pour prolonger le plan d'affaires et construire l'année normative, la valeur des fonds propres ressort logiquement plus négative que dans pour le scénario 1, à -103 m€, soit une valeur par action de -7,49 €.

Analyse de sensibilités :

PCAS		CMPC				
€		8,7 %	9,2 %	9,7 %	10,2 %	10,7 %
g [∞]	1,1 %	(5,9)	(6,9)	(7,9)	(8,7)	(9,4)
	1,4 %	(5,6)	(6,7)	(7,7)	(8,5)	(9,3)
	1,6 %	(5,3)	(6,5)	(7,5)	(8,4)	(9,1)
	1,9 %	(5,0)	(6,2)	(7,3)	(8,2)	(9,0)
	2,1 %	(4,7)	(6,0)	(7,1)	(8,0)	(8,8)

PCAS		Var. Investissements / CA				
€		(1,0)%	(0,5)%	-	0,5 %	1,0 %
Var. taux d'Ebitda	(2,0)%	(10,0)	(9,6)	(9,2)	(8,7)	(8,3)
	(1,0)%	(9,2)	(8,7)	(8,3)	(7,9)	(7,5)
	-	(8,3)	(7,9)	(7,5)	(7,1)	(6,7)
	1,0 %	(7,5)	(7,1)	(6,7)	(6,2)	(5,8)
	2,0 %	(6,7)	(6,2)	(5,8)	(5,4)	(5,0)

NB : la variation du ratio investissement sur chiffre d'affaires présentées supra s'entend en relatif par rapport à un ratio négatif. Une hausse de 1 % de ce ratio correspond donc à une baisse du niveau d'investissements retenu en année normative.

4.4.2.6 Actualisation des flux consolidés : scénario 4

Les flux du scénario 4 (prolongation du plan jusqu'en 2038 sans obtention du Projet X) actualisés à un taux de 9,7 % (cf. §4.2.3 supra) valorise l'actif économique de PCAS 138 m€.

PCAS	
Valeur des capitaux propres DCF	m€
Valeur présente des flux de trésorerie	12
Cash flow terminal	42
Valeur terminale	517
Valeur présente de la valeur terminale	126
Valeur d'entreprise	138
Position financière nette	(195)
Autres éléments	48
Valeur des capitaux propres	(9)
Nombre d'actions	13 741 673
Valeur en € par action	-0,68 €

Après ajustement des éléments de passage détaillés §4.2.2 supra, les hypothèses volontaristes retenues pour prolonger le plan jusqu'en 2038 et construire l'année normative ne suffisent plus, sans l'impact positif de l'obtention du projet X, pour atteindre une valeur des fonds propres positive. Celle-ci ressort à -9 m€, soit une valeur par action de -0,68 €.

Analyse de sensibilités :

PCAS		CMPC				
€		8,7 %	9,2 %	9,7 %	10,2 %	10,7 %
g [∞]	1,2 %	2,2	0,5	(1,1)	(2,4)	(3,5)
	1,4 %	2,5	0,7	(0,9)	(2,2)	(3,4)
	1,6 %	2,8	0,9	(0,7)	(2,1)	(3,3)
	1,8 %	3,1	1,2	(0,5)	(1,9)	(3,2)
	2,0 %	3,5	1,4	(0,3)	(1,7)	(3,0)

PCAS		Var. Investissements / CA				
€		(1,0)%	(0,5)%	-	0,5 %	1,0 %
Var. taux d'Ebitda	(2,0)%	(2,6)	(2,3)	(2,0)	(1,7)	(1,3)
	(1,0)%	(2,0)	(1,7)	(1,3)	(1,0)	(0,7)
	-	(1,3)	(1,0)	(0,7)	(0,4)	(0,0)
	1,0 %	(0,7)	(0,4)	(0,0)	0,3	0,6
	2,0 %	(0,0)	0,3	0,6	0,9	1,3

NB : la variation du ratio investissement sur chiffre d'affaires présentées supra s'entend en relatif par rapport à un ratio négatif. Une hausse de 1 % de ce ratio correspond donc à une baisse du niveau d'investissements retenu en année normative.

4.4.3 Approche de valeur par la somme des parties

Compte tenu de l'hétérogénéité de la création de valeur au sein du groupe, nous avons cherché à affiner l'analyse consolidée développée supra en réalisant une approche d'actualisation de flux de trésorerie par la somme des parties.

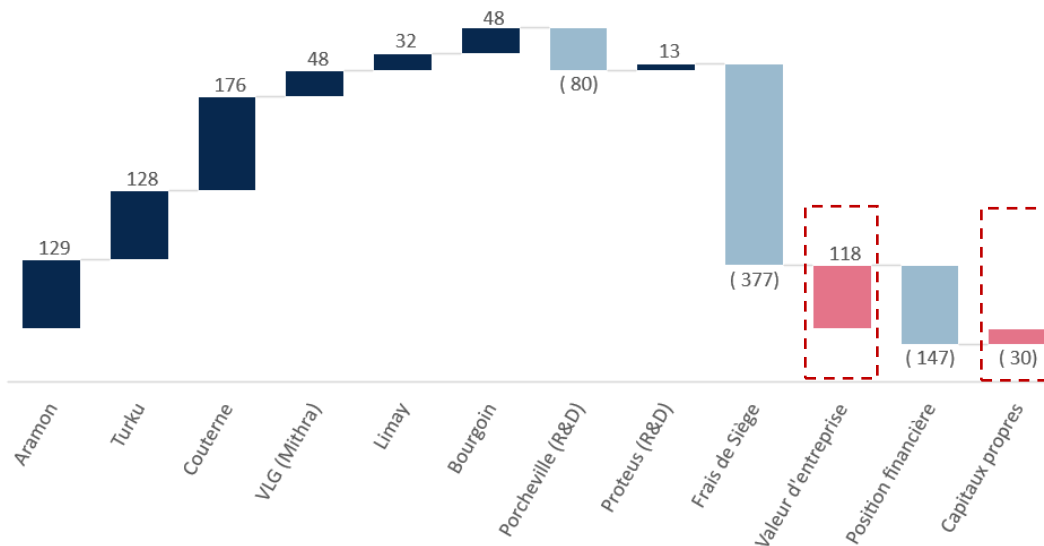
Cette approche a consisté à estimer la valeur de l'actif économique de chacun des sites de productions/R&D du groupe (cf. §3.1.5 supra) sur la base des flux de trésorerie anticipés par le management actualisé à un taux tenant compte de la localisation du site. Ces valeurs d'entreprise ont ensuite été agrégées, et ajustées de frais de siège et de la position financière nette du groupe pour parvenir à une valeur de fonds propres.

4.4.3.1 Prolongement des plans d'affaires et hypothèses normatives

Des hypothèses individualisées ont été retenues pour chacun de sites afin de prolonger les plans d'affaires produits par le management jusqu'en 2033 et construire une année normative. Les principes suivants ont été retenus pour arriver à ce résultat :

- S'agissant des sites de production rentables (Aramon, Turku et Couterne), les hypothèses du management (croissance du chiffre d'affaires et marge d'EBITDA) ont été conservées sur la période 2029-2033 et pour construire une année normative.
- S'agissant des sites présentant des difficultés d'exploitation (Villeneuve la Garenne, Limay et Bourgoïn), un scénario volontariste de retour rapide à la rentabilité a été retenu en reprenant la dynamique d'amélioration du chiffre d'affaires anticipée par le management et en simulant un retour au niveau de marge d'EBITDA moyen anticipé pour les trois sites rentables exploité par PCAS en 2033. Une hypothèse d'obtention du Projet X a été pris en compte pour déterminer la valeur du site de Bourgoïn.
- S'agissant des sites dédiés à la R&D (Porcheville et Proteus), les hypothèses du management ont été maintenues, i.e. un bon niveau de rentabilité brute mais pour de faibles volumes pour Proteus et une répartition à 50/50 entre les coûts de R&D facturés aux clients externes et ceux au bénéfice de PCAS pour Porcheville. Une hypothèse de prise en charge de 50 % des coûts fixes par le CIR a également été retenue dans le cas de Porcheville.
- Enfin, les frais non directement rattachables aux sites de production (frais de siège détaillés §3.3.3 supra) ont été modélisés avec une hypothèse de stabilité dans le temps, leur augmentation par rapport à la dernière prévision du management étant limitée à l'inflation. Ce poste intègre également les charges payées directement au niveau consolidé, comme l'impôt payé en France et été ajusté pour tenir compte de la disparition des frais induits par la cotation de PCAS en cas de retrait obligatoire.

4.4.3.2 Résultats de l'approche par la somme des parties



La répartition des valeurs qui ressort de cette approche apparait cohérente avec notre compréhension du *business model* de PCAS, que nous pouvons résumer de la manière suivante :

- Une valeur importante localisée sur les sites rentables, qui bénéficient d'une bonne saturation de leur outil de production. Cette valeur brute ne tient toutefois pas compte de la quote-part de frais centralisés (frais de sièges) nécessaire à leur bon fonctionnement (cf. infra).
- Une valeur beaucoup plus limitée sur les sites ayant rencontré des difficultés opérationnelles ou en cours de reconversion vers la production de nouveaux composés. Nous rappelons que les valeurs présentées supra

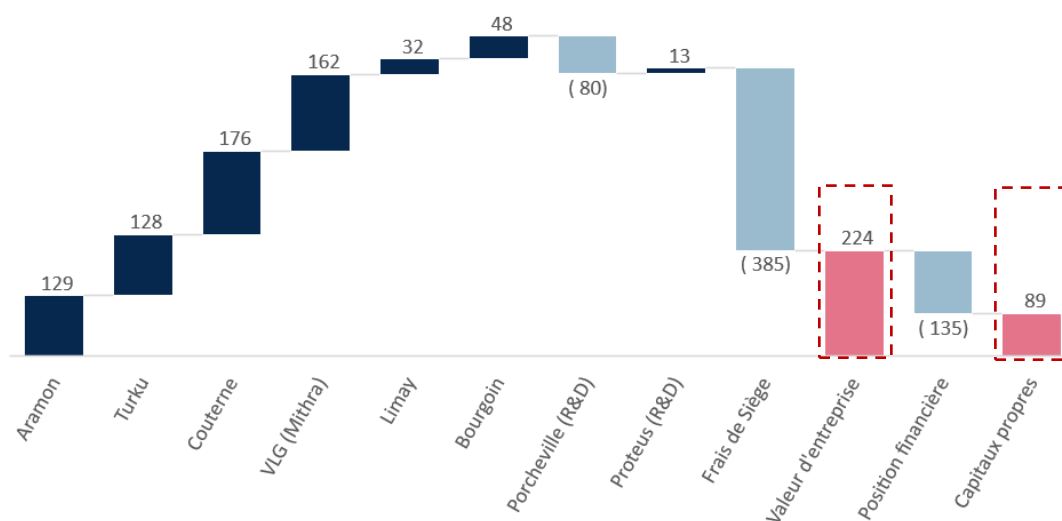
intègrent un scénario de retour rapide à une rentabilité significative et qu'elles auraient été proche voire inférieures à 0 si nous n'avions pas retenu une approche aussi volontariste.

- Une activité de R&D qui reste une charge pour l'entreprise, malgré sa refacturation partielle à des clients (externes ou internes au groupe Seqens) et sa prise en charge partielle par l'Etat via le dispositif du CIR.
- Un impact très significatif des frais de sièges qui reflètent les coûts nécessaires au fonctionnement du groupe qui ne sont pas directement rattachables aux sites de production (cf. §3.3.3 supra pour une présentation détaillée de la nature de ces coûts).
- Cette analyse met en lumière l'importance de la masse critique dans le secteur de la synthèse pharmaceutique, celle-ci permettant d'absorber et de répartir des coûts très significatifs liés à la R&D, l'amélioration/mise aux normes de l'outil de production et aux obligations réglementaires et environnementales auxquelles doivent se plier les industriels du secteur.

Cette approche estime la valeur globale des capitaux de propres de PCAS en valeur centrale à un niveau négatif de 30 m€, soit un montant de -2,2 € par action.

4.4.3.3 Scénario « blue sky » Mithra

En préambule à nos analyses de sensibilités développées infra, nous avons testé un scénario SOTP alternatif « Blue Sky Mithra » qui verrait revenir dès 2023 sur le site de Villeneuve-La-Garenne l'intégralité des volumes de production d'Estetrol prévus initialement dans le contrat Mithra, sans limitation dans le temps, ainsi que le remboursement intégral de la créance de 31 m€⁴⁶.



Nous constatons que ce scénario fictionnel valoriserait les fonds propres de PCAS 89 m€, soit 6,47 € par action. Le prix Offre extériorise encore une prime de 56 % par rapport à cette valeur.

4.4.3.4 Analyse de sensibilités

Nous avons retenu deux approches méthodologiques différentes concernant l'analyse de la sensibilité du modèle :

- Une approche « bottom-up » consistant à sensibiliser les principaux paramètres actuariels et opérationnels site par site pour apprécier arriver à une fourchette globale de valeurs ;
- Une approche « top-down » où nous avons recomposé un plan d'affaires consolidé intégrant les hypothèses de prolongement du plan du management détaillée §4.4.3.1 supra pour les sensibiliser globalement.

⁴⁶ En plus des hypothèses, déjà volontaristes, retenue dans l'approche SOTP.

Approche bottom-up :

S'agissant de l'approche « bottom-up », les hypothèses suivantes ont été sensibilisées :

- Taux d'actualisation : +/- 50 points de base ;
- Taux de croissance à l'infini : +/- 25 points de base ;
- Marge d'EBITDA cible : +/- 50 points de base ;
- Ratio de BFR sur chiffre d'affaires cible : +/- 500 points de base.

Cette approche conduit à une large fourchette de valeurs d'entreprises comprise entre 18 et 226 m€⁴⁷, soit une fourchette de valeurs de l'action PCAS comprise entre -9,4 € et 5,5 €. Le prix d'Offre extériorise un prime de 45 % par rapport à cette fourchette haute qui, nous le rappelons, s'applique en plus d'hypothèses volontaristes retenues pour déterminer la valeur centrale.

Approche top-down :

Sensibilité aux paramètres actuariels :

PCAS		CMPC				
€		8,6 %	9,1 %	9,6 %	10,1 %	10,6 %
g [∞]	1,1 %	0,2	(1,4)	(2,8)	(4,0)	(5,0)
	1,4 %	0,6	(1,0)	(2,5)	(3,7)	(4,8)
	1,6 %	1,1	(0,7)	(2,2)	(3,5)	(4,6)
	1,9 %	1,5	(0,3)	(1,8)	(3,2)	(4,4)
	2,1 %	2,1	0,1	(1,5)	(2,9)	(4,1)

L'approche top-down nous a permis de sensibiliser les paramètres globalement et notamment de tester l'impact d'une variation de la croissance de CA et de la marge d'EBITDA appliquée chaque année sur l'intégralité de l'horizon fini du plan, prolongement compris :

PCAS		Variation de la croissance annuelle du CA				
€		(4,0)%	(2,0)%	-	2,0 %	4,0 %
Var. de la marge	(4,0)%	(10,0)	(8,9)	(7,4)	(5,5)	(3,1)
d'Ebitda	(2,0)%	(7,9)	(6,5)	(4,7)	(2,6)	0,1
appliquée	-	(5,8)	(4,2)	(2,2)	0,3	3,3
annuellement	2,0 %	(3,7)	(1,9)	0,4	3,1	6,4
	4,0 %	(1,6)	0,4	2,9	5,8	9,4

Enfin cette approche nous a permis de tester des hypothèses normatives plus difficiles à apprécier dans le cadre des sensibilités top-down :

PCAS		Var. Investissements / CA normatif				
€		(1,0)%	(0,5)%	-	0,5 %	1,0 %
Var. taux d'Ebitda normatif	(4,0)%	(6,9)	(6,4)	(6,0)	(5,5)	(5,0)
	(2,0)%	(5,0)	(4,5)	(4,1)	(3,6)	(3,1)
	-	(3,1)	(2,6)	(2,2)	(1,7)	(1,2)
	2,0 %	(1,2)	(0,7)	(0,3)	0,2	0,7
	4,0 %	0,7	1,2	1,6	2,1	2,6

NB : la variation du ratio investissement sur chiffre d'affaires présentées supra s'entend en relatif par rapport à un ratio négatif. Une hausse de 1 % de ce ratio correspond donc à une baisse du niveau d'investissements retenu en année normative.

Ces résultats nous paraissent refléter de manière cohérente le fort effet de levier opérationnel et financier caractérisant PCAS, les importants écarts de valeur traduisant le niveau d'incertitude pesant sur la rentabilité de la Société.

⁴⁷ Cf. annexe 8.4 qui présente le détail des sensibilités par site.

4.4.4 Approche par les multiples de sociétés cotées comparables

Pour la mise en œuvre de cette méthode, nous avons sélectionné un échantillon large de 17 sociétés actives dans les secteurs de l'industrie pharmaceutique et de la chimie. Ces sociétés comparables cotées sont présentées de manière détaillée en annexe 8.5.

Nous avons calculé les multiples extériorisés par les moyennes 20 jours des cours de bourse au 31 août 2023 par rapport au consensus des prévisions des analystes financiers pour le chiffre d'affaires, l'EBITDA et l'EBIT :

Société	VE (en M)		VE / CA (x)				VE / EBITDA (x)				Marge d'EBITDA (en %)			
	2023	2023	2024	2025	2026	2023	2024	2025	2026	2023	2024	2025	2026	
Arkema SA	8 648,0	0,9x	0,8x	0,8x	0,7x	5,7x	5,1x	4,8x	4,4x	15,2%	16,4%	16,8%	16,8%	
Evonik Industries AG	10 788,4	0,7x	0,6x	0,6x	0,6x	6,7x	5,6x	4,9x	4,6x	10,0%	11,6%	12,6%	13,0%	
Lanxess AG	5 254,8	0,7x	0,7x	0,7x	0,6x	8,9x	6,2x	5,3x	5,3x	8,1%	11,0%	12,5%	12,1%	
Solvay SA	12 497,1	1,0x	0,9x	0,9x	0,9x	4,4x	4,4x	4,1x	4,3x	22,0%	21,7%	22,1%	21,2%	
Wacker Chemie AG	5 368,5	0,8x	0,8x	0,8x	0,7x	6,0x	5,1x	4,6x	4,5x	13,5%	15,8%	16,6%	15,7%	
BASF SE	53 220,0	0,7x	0,7x	0,7x	0,6x	6,5x	5,7x	5,1x	4,8x	11,0%	12,3%	13,1%	13,6%	
Siegfried Holding AG	4 079,0	3,1x	2,9x	2,7x	2,5x	14,5x	13,2x	11,9x	10,8x	21,1%	21,7%	22,4%	23,0%	
Lonza Group AG	37 406,3	5,6x	5,0x	4,5x	4,1x	20,1x	16,8x	14,1x	12,2x	27,7%	29,8%	31,6%	33,5%	
Elementis PLC	1 011,2	1,5x	1,5x	1,4x	1,4x	7,9x	7,3x	7,0x	7,3x	19,3%	20,2%	20,5%	19,4%	
Fine Foods & Pharmaceuticals NTM SpA	241,5	1,0x	0,9x	0,8x	0,8x	9,6x	7,6x	6,2x	5,8x	10,7%	12,1%	13,2%	13,2%	
Euroapi SAS	1 207,1	1,2x	1,1x	1,0x	1,0x	9,0x	7,1x	5,7x	4,7x	12,9%	15,2%	17,9%	20,4%	
Dermapharm Holding SE	2 738,0	2,5x	2,4x	2,3x	2,2x	8,8x	8,9x	8,4x	8,2x	28,1%	27,5%	27,8%	27,5%	
Societal CDMO Inc	63,8	0,7x	0,7x	0,7x	0,7x	5,4x	4,8x	2,7x	2,4x	13,5%	14,5%	25,8%	28,4%	
Bachem Holding AG	6 136,8	10,4x	8,0x	6,7x	6,4x	36,2x	27,2x	22,4x	21,9x	28,6%	29,4%	30,1%	29,3%	
PolyPeptide Group AG	818,9	2,8x	2,4x	2,0x	1,8x	48,1x	14,6x	9,8x	8,9x	5,7%	16,2%	20,8%	20,7%	
Catalent Inc	11 871,2	3,0x	2,9x	2,7x	2,5x	18,8x	16,3x	12,9x	11,9x	15,9%	17,6%	20,5%	21,0%	
Balchem Corp	4 430,6	5,2x	4,7x	4,4x	4,1x	21,3x	20,5x	18,9x	17,8x	24,2%	23,0%	23,0%	22,9%	
Moyenne = μ	9 219,9	2,4x	2,2x	2,0x	1,9x	14,0x	10,4x	8,8x	8,2x	16,9%	18,6%	20,4%	20,7%	
Moyenne hors extrêmes = μ*	7 042,2	2,0x	1,9x	1,8x	1,6x	12,4x	9,6x	8,3x	7,7x	16,9%	18,3%	20,2%	20,4%	
Médiane = Me	4 842,7	1,2x	1,1x	1,0x	1,0x	8,9x	7,3x	6,2x	5,8x	15,2%	16,4%	20,5%	20,7%	
Maximum	53 220,0	10,4x	8,0x	6,7x	6,4x	48,1x	27,2x	22,4x	21,9x	28,6%	29,8%	31,6%	33,5%	
Minimum	63,8	0,7x	0,6x	0,6x	0,6x	4,4x	4,4x	2,7x	2,4x	5,7%	11,0%	12,5%	12,1%	
Estimateur de l'écart-type = s	13 997,6	2,6x	2,0x	1,8x	1,6x	12,0x	6,6x	5,6x	5,3x	7,3%	6,1%	6,0%	6,3%	
Coefficient de variation = Cv	1,5	1,0x	0,9x	0,9x	0,9x	0,9x	0,6x	0,6x	0,6x	43,1%	32,9%	29,4%	30,5%	
Nb d'observations = n	18	17	17	17	17	17	17	17	17	17	17	17	17	
Marge d'échantillonnage ME au seuil de 95%	6 960,8	1,3x	1,1x	0,9x	0,8x	6,2x	3,4x	2,9x	2,7x	3,7%	3,1%	3,1%	3,2%	
Borne haute de l'estimation de la moyenne = m+ME	16 180,8	3,8x	3,2x	2,9x	2,7x	20,2x	13,8x	11,6x	10,9x	20,6%	21,7%	23,5%	23,9%	
Borne basse de l'estimation de la moyenne = m-ME	2 259,1	1,1x	1,1x	1,1x	1,0x	7,8x	7,0x	5,9x	5,5x	13,2%	15,4%	17,3%	17,4%	

Notes méthodologiques :

- La forte volatilité de certains multiples observés nous a amené à appliquer des multiples médians à PCAS.
- Les multiples d'EBITDA et d'EBIT calculés supra ont été redressés lorsque c'était nécessaire et lorsque l'information disponible le permettait, par la prise en compte des effets de la norme IFRS 16 en retirant du numérateur la dette de loyers opérationnels et en réintégrant au dénominateur la charge de loyers opérationnels estimée à partir des dotations aux amortissements et des frais financiers comptabilisés à ce titre.
- Les multiples appliqués n'ont pas été ajustés pour tenir compte du différentiel de taille entre la Société et l'échantillon de référence. Une décote de 5 % à 10 % aurait pu être appliquée à ce titre. Un ajustement au titre de la différence de rentabilité aurait également pu être appliqué, mais la quantification de celui-ci s'est avérée impossible sans extrapolation des données observées (aucune société comparable de l'échantillon n'étant prévue en perte).

Concernant PCAS, les agrégats retenus intègrent les effets positifs du Projet X. L'EBITDA a été ajusté pour tenir compte du CIR et de la disparition des frais liés à la cotation de PCAS. Cette approche extériorise les valeurs suivantes :

PCAS m€	CA+Projet X				EBITDA+CIR+Projet X			
	2023	2024	2025	2026	2023	2024	2025	2026
Agrégats	202	211	273	264	(14)	(11)	34	24
Multiple brut	1,2 x	1,1 x	1,0 x	1,0 x	8,9 x	7,3 x	6,2 x	5,8 x
Décote de multiples	-	-	-	-	-	-	-	-
Multiple net	1,2 x	1,1 x	1,0 x	1,0 x	8,9 x	7,3 x	6,2 x	5,8 x
Valeur d'entreprise	234	228	275	254	n.a.	n.a.	214	137
Position financière nette	(195)	(195)	(195)	(195)	(195)	(195)	(195)	(195)
Autres éléments	48	48	48	48	48	48	48	48
Valeur des capitaux propres	86	80	128	106	n.a.	n.a.	66	(10)
Nombre d'actions	13 741 673	13 741 673	13 741 673	13 741 673	13 741 673	13 741 673	13 741 673	13 741 673
Valeur en € par action	6,28 €	5,83 €	9,29 €	7,75 €	n.a.	n.a.	4,81 €	-0,75 €

NB : les multiples d'EBIT ne permettent pas d'extérioriser une valeur de capitaux propres positive.

Si nous considérons ces résultats sans plus d'analyse, le prix d'Offre de 8 € fait ressortir une prime/(décote)⁴⁸ comprise entre (14) % et 66 % selon la référence et l'approche retenue.

Nous présentons toutefois ces résultats à titre indicatif uniquement. En effet :

- L'application d'un multiple de chiffre d'affaires relevés sur des sociétés rentables à un chiffre d'affaires réalisé pour un exercice en perte d'exploitation constitue un raccourci méthodologique qui biaise le résultat à la hausse de manière significative.
- Même si cette approche est plus pertinente d'un point de vue méthodologique, l'application d'un multiple à l'EBITDA 2025 PCAS suppose le maintien à l'infini de l'effet bénéfique sur la marge de l'obtention du Projet X. Or la signature de ce contrat reste aujourd'hui incertaine et, même s'il était obtenu, son effet sur la marge se réduira mécaniquement dès 2027. L'application du même multiple à un EBITDA 2025 hors Projet X ne permet pas d'arriver à une valeur de capitaux propres positive.

⁴⁸ Hors valeurs négatives.

5 | ANALYSE DES TRAVAUX DE L'ÉVALUATEUR

Conformément à l'instruction 2006-08 du 28 septembre 2006 modifiée le 10 février 2020, nous avons conduit une analyse des travaux d'évaluation réalisés par BNP Paribas Portzamparc (ci-après, la « Banque » ou l'« Évaluateur ») présentés dans la partie « Éléments d'appréciation du prix d'Offre » de la note d'information.

Les fourchettes de valeurs auxquelles l'Évaluateur et nous-mêmes aboutissons en fonction des références et méthodes d'évaluation utilisées, étant précisé que nous ne retenons pas le cours de bourse comme approche principale d'évaluation, sont synthétisées dans le tableau ci-dessous :

PCAS Méthodes/Référence		Banque (en € par action)			BM&A (en € par action)		
		basse	centrale	haute	basse	centrale	haute
Cours de bourse	12 mois	5,9	7,1	8,0	5,8	7,1	8,0
	6 mois	n.a.	7,2	n.a.	5,8	7,2	8,0
	3 mois/60j	n.a.	7,4	n.a.	6,4	7,4	8,0
	20j	n.a.	7,0	n.a.	6,4	7,0	7,8
	06/09/2023	n.a.	7,5	n.a.	7,0	7,0	7,5
DCF	2038+ProjetX	n.a.	n.a.	n.a.	1,0	2,9	5,1
	2033+Projet X	(13,3)	(12,7)	(12,0)	(5,2)	(3,9)	(2,3)
	SOTP	n.a.	n.a.	n.a.	(9,4)	(2,2)	5,5
Comparables boursiers	+ProjetX/CA	1,2	1,6	5,9	5,8	7,3	9,3
	+ProjetX/EBITDA	n.a.	n.a.	n.a.	(0,7)	2,0	4,8
Transactions comparables	+ProjetX/CA	n.a.	7,0	n.a.	3,7	4,8	6,7
	+ProjetX/EBITDA	n.a.	n.a.	n.a.	4,2	4,2	4,2
ANC	30/06/2023	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5

5.1 Données financières servant de base aux méthodes d'évaluation

5.1.1 Nombre de titres

Bien relevé à des dates différentes (30 juin 2023 pour la Banque contre 31 août 2023 dans nos travaux), le nombre d'actions de référence ajusté des actions autodétenues présenté dans les travaux de l'Évaluateur est identique à celui que nous avons retenu, soit 13,7 millions d'actions.

5.1.2 Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres

PCAS Éléments de passage de la VE à la VCP m€	Banque	BM&A	Ecarts
Dette financière brute	(73,1)	(73,1)	(0,0)
Dette de loyer IFRS 16	1,2	1,2	(0,0)
Compte courant Seqens	(122,3)	(123,8)	1,5
Disponibilités et équivalents	0,3	0,3	0,0
Position financière nette (hors IFRS 16)	(193,9)	(195,4)	1,5
Provisions	(9,4)	(7,1)	(2,3)
Actifs financiers	0,1	1,5	(1,4)
Impôt différés (nets)	-	(1,5)	1,5
Créances de CIR	-	19,3	(19,3)
Dette d'affacturage déconsolidant	(16,5)	-	(16,5)
Valeur présente des déficits reportables	-	9,9	(9,9)
Normalisation du BFR	-	0,9	(0,9)
Créance Mithra	-	25,0	(25,0)
Autres éléments	(25,8)	47,9	(73,7)
Total	(219,7)	(147,5)	(72,2)

S'agissant de la position financière nette, l'Évaluateur retient une approche identique à la nôtre, soit une position retraitée de la dette de loyer IFRS 16 (déjà prise en compte dans les flux d'exploitation du plan d'affaires). Le léger écart facial apparaissant dans le tableau supra est uniquement dû au positionnement de la créance de Seqens sur

PCAS, intégré à la position financière nette chez la Banque alors que nous avons préféré la présenter en « autres éléments » dans les actifs financiers.

S'agissant des autres éléments entrant dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres, les principales différences entre les travaux de l'évaluateurs et les nôtres sont les suivantes :

- En accord avec une position méthodologique homogène dans l'intégralité de ses travaux⁴⁹, l'Évaluateur ne tient pas compte de l'économie potentielle d'impôt sur les sociétés au niveau des engagements postérieurs à l'emploi.
- Comme indiqué supra l'Évaluateur a retenu une position nette s'agissant du compte courant Seqens et n'a donc pas à ajuster la part des actifs financiers correspondante.
- L'Évaluateur n'a pas ajusté le passif d'impôts différés non courants apparaissant au bilan.
- L'Évaluateur n'a pas tenu compte du stock de créances de CIR accumulé, en annulation du passif correspondant comptabilisé en dettes financières⁵⁰ ou restant à percevoir.
- L'Évaluateur a fait le choix de retraiter les créances déconsolidées au profit du factor des éléments de passage afin de simuler la reconstitution d'un BFR hors affacturage. Nous avons fait le choix inverse et avons considéré le recours à l'affacturage comme un mécanisme récurrent et avons donc maintenu ses effets dans nos travaux d'évaluation.
- Comme indiqué supra, l'Évaluateur considère que PCAS ne paiera jamais d'impôt en France et ne tient donc pas compte de la valeur potentielle des déficit reportables accumulés par la Société.
- L'Évaluateur ne retraite pas l'éventuel écart entre le BFR normalisé retenu dans le plan d'affaires et celui issu des comptes. Cet écart ressort toutefois peu significatif dans nos travaux.
- Enfin, nous avons fait le choix d'intégrer la somme que le management envisage de récupérer au titre de la créance Mithra en éléments de passage alors que l'Évaluateur en tient compte dans les flux de l'approche DCF.

5.2 Comparaison des méthodes d'évaluation non retenues

5.2.1 Actif net réévalué

Nous rejoignons la Banque sur l'absence de pertinence de cette méthode pour évaluer une société industrielle en continuité d'exploitation.

5.2.2 Actualisation de dividendes

Nous rejoignons également l'Évaluateur sur l'absence de pertinence de cette méthode pour évaluer PCAS, en relevant que la Société ne verse plus de dividendes.

5.2.3 Objectifs de cours des analystes

La Banque constate, comme nous, l'absence de suivi des analystes financiers.

5.2.4 Transactions comparables

La Banque observe comme nous la difficulté à réunir un échantillon de transactions comparables à PCAS compte tenu de son profil financier caractérisé par des pertes et une dette significative. Elle pointe également le biais

⁴⁹ PCAS ne payant pas d'impôt en France à court et moyen terme compte tenu des pertes accumulées, l'Évaluateur a décidé de ne pas tenir compte de l'impôt sur les sociétés dans l'intégralité des composantes de son évaluation.

⁵⁰ Créances de CIR mobilisées chez Bpifrance, dont la perception n'est pas modélisée dans le plan d'affaires.

introduit par la prime de contrôle payée lors de l'acquisition de blocs majoritaires et ne met en œuvre la méthode qu'à titre purement indicatif.

Elle présente donc, à titre purement informatif, un échantillon de cinq transactions réalisées dans le secteur entre juin 2022 et mai 2023. Ces transactions extériorisent des multiples médians de VE/CA de 1,5x et de VE/EBITDA de 8,4x. L'application de ce multiple de chiffre d'affaires à PCAS valoriserait l'action à 7,03 €. Malgré un échantillon de référence différent de celui que nous avons retenu, ce résultat ressort relativement proche de notre fourchette haute.

5.2.5 Référence à une opération significative sur le capital de la Société

La Banque fait référence à l'OPAS de Novacap sur PCAS mais considère, comme nous, cette transaction comme trop ancienne pour être pertinente.

5.3 Comparaison des méthodes d'évaluation présentées à titre indicatif

5.3.1 Actif net comptable

Comme nous, la Banque présente à titre indicatif l'actif net comptable de la Société. L'utilisation de références identiques (actif net comptable et nombre d'action ajusté de l'autocontrôle) conduit logiquement à une référence de valeur identique (0,5 € par action à fin juin 2023). Nous avons toutefois catégorisé l'approche comme « non retenue » au même titre que l'actif net réévalué ou les transactions comparables, à la différence de la Banque qui la traite comme une référence indicative.

5.3.2 Actualisation de flux de trésorerie

5.3.2.1 Démarche méthodologique

D'un point de vue méthodologique la Banque a choisi de présenter un scénario unique en retenant l'option la plus optimiste présentée par le management là où nous avons retenu une démarche plus systématique en testant plusieurs scénarios et en mettant en œuvre une approche complémentaire par la somme des parties.

5.3.2.2 Taux d'actualisation

Appréciation du taux d'actualisation	Référence / Calcul	Banque	BM&A
		06/09/2023	31/08/2023
Estimation du bêta anticipé			
Bêta de l'actif économique	β_u	1,03	1,14
Levier en fonds propres	$L_e = DN / VFP$	21,5 %	23,4 %
Taux d'impôt sur les sociétés	T_{IS}	n.c.	25,8 %
Bêta avec levier	β_L	1,22	1,34
le <i>ex-ante</i> du marché	TRI_M	10,2 %	9,1 %
Taux sans risque	R_f	2,8 %	2,7 %
Prime de risque actions	$\Pi_E = TRI_M - R_f$	7,4 %	6,4 %
dont prime de biais optimiste large caps	Π_O	-	2,2 %
dont prime de risque de défaut large caps	Π_D	-	0,9 %
dont prime AAA	Π_{AAA}	-	0,3 %
Sous-total biais large caps + prime AAA	$\Pi_{LC} = \Pi_O + \Pi_D + \Pi_{AAA}$	-	3,4 %
Prime MEDAF résultante	$\Pi_R = \Pi_E - \Pi_{LC}$	7,4 %	3,0 %
Prime MEDAF affectée du bêta	$\Pi_R \times \beta_L$	9,0 %	4,0 %
Prime de taille observée	A	-	1,5 %
Biais de prévision small cap	B	-	(0,8)%
Prime résiduelle de taille	$\Pi_T = A + B$	-	0,7 %
Prime de risque pays	Π_p	-	-
Coût des fonds propres	$k_e = R_f + \Pi_R \times \beta_L + \Pi_{LC} + \Pi_T + \Pi_p$	11,8 %	10,8 %
Taux sans risque	R_f	-	2,7 %
Spread de crédit	S_C	-	3,8 %
Prime de risque pays	Π_p	-	-
Coût de la dette avant IS : k_d	$k_d = R_f + S_C + \Pi_p$	6,7 %	6,5 %
Charge d'intérêt après IS	$k_{dIS} = k_d \times (1 - T_{IS})$	6,7 %	4,8 %
Levier cible en valeur d'entreprise	$L_{VE} = DN / (DN + VFP)$	18,2 %	19,0 %
Coût moyen pondéré du capital (zone euro)	$CMPC_e = L_{VE} \times k_{dIS} + (1 - L_{VE}) \times k_e$	10,9 %	9,7 %

L'approche du taux d'actualisation mise en œuvre par la Banque, basée sur coût moyen pondéré du capital inféré à partir d'un coût des fonds propre issu d'une approche MEDAF⁵¹, est usuelle. La principale différence méthodologique entre nos travaux et ceux de la Banque se situe au niveau de la prise en compte de l'économie d'impôt induite par la déductibilité des frais financiers, non retraitée par l'Évaluateur compte tenu de son hypothèse d'absence de paiement de l'impôt sur les sociétés en France dans son évaluation.

Malgré des différences dans les sources retenues (Bloomberg et Damodaran pour la Banque, Fairness Finance dans nos travaux) et dans le mode de construction du taux, nous retrouvons aux arrondis près le taux d'actualisation utilisé par la Banque et considérons qu'il aurait été cohérent avec nos calculs, si nous n'avions pas arbitrairement abaissé notre taux de 100 points de base.

5.3.2.3 Hypothèse normatives et prolongation du plan d'affaires

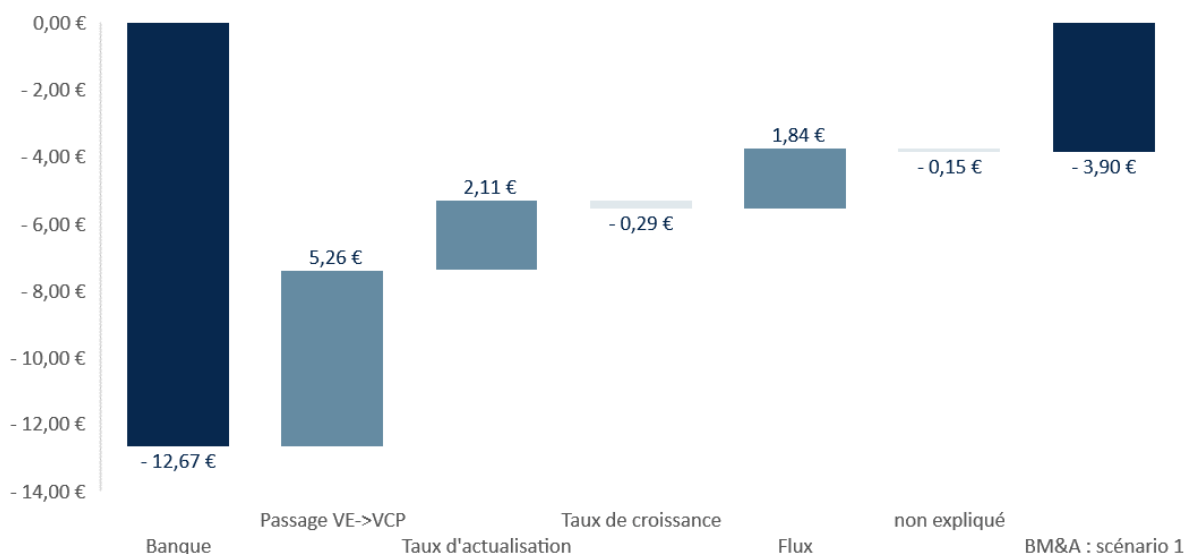
La Banque a également prolongé le plan d'affaires réalisé par le management jusqu'en 2033. Les hypothèses utilisées pour prolonger le plan et construire une année normative sont cohérentes avec celles que nous avons retenues :

- Le taux de croissance à l'infini est estimé à 2 % par la Banque là où nous avons préféré le limiter au niveau de l'inflation anticipée à moyen terme dans le pays dans lesquels opère PCAS, soit un niveau de 1,6 %.
- La marge d'EBITDA cible est fixée à 13,5 %, cohérente avec celle que nous estimons dans les scénarios consolidés prolongés jusqu'en 2033 (entre 14 % et 15 %) mais inférieure à celle qui ressort de nos scénarios prolongés jusqu'en 2038, plus volontaristes (entre 18 % et 19 %).
- Le niveau d'investissement sur chiffre d'affaires cible de 5 % ressort légèrement inférieur à celui que nous avons retenu (6 %).
- L'approche de la Banque et la nôtre sont semblables s'agissant de la construction du BFR cible normatif.

5.3.2.4 Résultats de l'approche DCF

Nous avons reconstruit de manière indépendante l'approche DCF mise en œuvre par la Banque et confirmons les résultats auxquels elle arrive.

Compte tenu d'hypothèses moins volontaristes retenues pour le taux d'actualisation et la marge d'EBITDA cible, la Banque évalue l'actif économique de PCAS à 45,6 m€ là où notre scénario le plus proche (scénario 1 développé supra) atterri à une valeur centrale de 94 m€.



⁵¹ Modèle d'équilibre de actifs financiers.

Au-delà de cet écart de résultat, l'importance donnée à cette approche diffère entre les travaux de la Banque et les nôtres : la Banque la présente uniquement à titre indicatif alors que nous retenons les différentes approches basées sur l'actualisation de flux de trésorerie à titre principal.

5.3.3 Multiple de société cotées comparables

Comme nous, la Banque présente l'approche à titre indicatif uniquement, compte tenu des biais très importants qu'elle implique dans le cas de PCAS.

La Banque assoit son analyse sur un échantillon de sept comparables boursiers de taille relativement importante (capitalisation boursière moyenne 10,9 mds€) intervenant dans le secteur de la Chimie là où nous avons choisi d'adosser nos travaux sur un échantillon plus large (17 références) intégrant de plus petits acteurs (même si la taille moyenne de notre échantillon ressort relativement proche de celui de la Banque à 7,9 mds€).

Malgré ces différences d'échantillonnage, nous observons que les multiples médians retenus par la Banque ressortent proche de ceux issus de notre échantillon :

Multiples de VE/CA médians		
Exercice	Banque	BM&A
2023	1,2x	1,2x
2024	1,1x	1,1x
2025	1,1x	1,0x
2026	n.c.	1,0x

Compte tenu de l'impact d'une approche différente s'agissant des éléments de passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des capitaux propres et de l'utilisation d'un multiple 2026 dans nos travaux, La fourchette de valeur qui résulte de la mise en œuvre de la méthode par la Banque ressort inférieure à la nôtre (entre 1,19 € et 5,85 € pour la Banque contre une fourchette de 5,8 à 9,3 € pour BM&A).

5.4 Comparaison des méthodes d'évaluation retenues à titre principal

La Banque ne retient qu'une méthode à titre principal : le cours de Bourse. Bien que nous ayons également retenu cette référence à titre principal, nous considérons que les faibles volumes d'échanges et donc de rotation du capital limitent sa pertinence.

Dans ce contexte, et dans le cadre plus général d'une évaluation multicritères, nous considérons que l'approche ne peut suffire à elle seule à démontrer l'équité du prix proposé.

Au-delà de ces considérations méthodologiques, nous relevons de légers écarts entre les références relevées par la Banque et les nôtres, exclusivement dues à des différences de présentation :

- Pour le cours Spot au 6 septembre 2023, la Banque présente le dernier cours connu, soit le cours de clôture là où nous avons préféré homogénéiser le tableau en indiquant un cours moyen pondéré par les volumes.
- Les plus haut/plus bas 12 mois présentés par la banque correspondent à des extremums observés sur les cours de clôture alors que nous présentons les plus haut / plus bas atteints en cours de séance.

PCAS Méthodes/Référence		Banque (en € par action)			BM&A (en € par action)		
		basse	centrale	haute	basse	centrale	haute
Cours de bourse	12 mois	5,9	7,1	8,0	5,8	7,1	8,0
	6 mois	n.a.	7,2	n.a.	5,8	7,2	8,0
	3 mois/60j	n.a.	7,4	n.a.	6,4	7,4	8,0
	20j	n.a.	7,0	n.a.	6,4	7,0	7,8
	06/09/2023	n.a.	7,5	n.a.	7,0	7,0	7,5

6 | REPONSES AUX OBSERVATIONS DES ACTIONNAIRES MINORITAIRES

Comme indiqué supra, deux actionnaires minoritaires de la Société⁵² (ci-après, ensemble, les « **Actionnaires Minoritaires** ») nous ont adressé, les 12 et 26 septembre 2023 pour le premier, et le 27 septembre 2023 pour le second, des courriers synthétisant leurs réflexions relatives aux conditions de l'Offre et aux éléments d'appréciation du prix (ci-après les « **EAP** ») de l'offre établis par la Banque et exposés dans la note d'information publiée le 7 septembre 2023, et détaillant leurs approches de la valeur de l'action PCAS.

Les développements des Actionnaires Minoritaires ont également porté sur des aspects moraux, de communication financière ou de gouvernance de PCAS : une société française percevant des subventions publiques indirectement acquise par une fonds d'investissement américain, le caractère opportuniste de l'opération après l'obtention d'une dérogation au lancement d'une offre publique, le défaut de communication allégué pour la demande de ladite dérogation, le caractère contestable de la dérogation, la communication financière « négative », la remise en cause de l'indépendance et/ou de la compétence financière de certains des membres du comité ad hoc, la faiblesse du niveau de la prime sur le cours de bourse extériorisée par l'Offre, le caractère quasi-certain du retrait obligatoire et enfin le soupçon de transferts de valeur entre PCAS et Seqens ...

Notre opinion sur le caractère équitable de Prix d'Offre s'exprimant du seul point de vue financier, les réponses ci-dessous ne traiteront donc que des éléments liés aux problématiques d'évaluation.

6.1 Eléments de réflexion transmis par les Actionnaires Minoritaires

Dans ce paragraphe, nous tenterons de synthétiser les arguments présentés par les Actionnaires Minoritaires dans leurs diverses communications pour remettre en cause le Prix d'Offre proposé.

En premier lieu, les Actionnaires Minoritaires ont remis en cause le caractère principal conféré au critère du cours de bourse dans les EAP, en mettant en avant la faiblesse du flottant et de sa rotation, l'absence de transaction certains jours et l'absence de suivi de la part des analystes. Selon les Actionnaires Minoritaires, le caractère non pertinent du critère s'est renforcé au cours de 12 derniers mois. Ils proposent donc de retenir comme période de référence d'analyse du cours de bourse de PCAS celle antérieure au 18 octobre 2021⁵³. Il en ressort, selon les deux Actionnaires Minoritaires, une valeur comprise entre 12,5 € et 16,40 €⁵⁴.

Ensuite, l'un des Actionnaires Minoritaires suggère de retenir le prix d'offre proposé lors de l'OPAS de 2017, soit 16,94 € par action PCAS, en le minorant des pertes comptables enregistrée depuis 2018 et en le majorant de la valeur des déficits reportables issus des pertes susmentionnées. Il en ressort une valeur de 12,62 €.

Par ailleurs, les Actionnaires Minoritaires critiquent le fait que la référence à PCAS Canada n'ait pas été retenue dans la méthode des transactions présentée par la Banque. En limitant le multiple VE/CA à 2x, l'un des Actionnaires Minoritaires aboutit à une valeur de 17 € par action PCAS.

S'agissant de la méthode par les comparables boursiers, l'un des Actionnaires Minoritaires remet en cause l'échantillon retenu par la Banque, soulignant que les grands groupes chimiques (Solvay, Arkema) ne devraient pas être intégrés au calcul au motif que leur activité de synthèse pharmaceutique est mineure. Il préconise de pondérer deux sous-échantillons (2/3 pour les entreprises spécialisées en synthèse pharmaceutique et 1/3 pour les autres). Il envisage également d'intégrer des sociétés suisses (Bachem, PolyPeptide) ou indiennes (Divi's, DrReddy's)

⁵² Dont le premier regroupe trois actionnaires minoritaires qui nous ont contacté ensemble et que nous avons rencontrés, physiquement et par visioconférence, le 25 septembre 2023.

⁵³ Date d'annonce de la demande de dérogation par SK Capital.

⁵⁴ Pour le second Actionnaire Minoritaire, calculé sur la base d'un cours moyen de 12,5 € plus une prime médiane de 31,7 % issue de l'Observatoire des offres publiques d'EY en 2021.

spécialisées en synthèse pharmaceutique, en soulignant que les cours des sociétés indiennes ont triplé ou sextuplé en 6 ans. Ces réflexions n'ont pas donné lieu à l'extériorisation d'une valeur.

Les Actionnaires Minoritaires s'interrogent également sur l'accroissement des immobilisations corporelles entre 2017 et 2022, et l'impact à moyen et long terme de ces investissements sur la valeur. L'un d'entre eux préconise la mise en œuvre d'un ANR, sur la base des valeurs d'assurance des actifs, qui conduit à une valeur comprise entre 11 et 12 € par action PCAS. L'autre Actionnaire Minoritaire estime que le Prix d'Offre devrait être égal à celui offert lors de l'OPAS de 2017, soit 16,94 €, au motif que PCAS a constitué des actifs stratégiques au détriment des profits à court terme et que, par conséquent, les actionnaires minoritaires, privés des effets positifs de ces investissements, « devraient être récompensés pour les bonnes perspectives à long terme ».

Enfin, l'un des Actionnaires Minoritaires souligne que :

- un complément de prix lié au recouvrement de la créance Mithra devrait être proposé ;
- les perspectives de croissance et de marge prévues dans le plan d'affaires de PCAS lui paraissent faibles ;
- le Prix d'Offre serait inférieur à la valeur comptable de PCAS dans les comptes de Seqens (après comptabilisation de la provision sur titres PCAS), compte tenu de la cession de PCAS Canada.

6.2 Éléments de réponse issus de nos travaux

Tout d'abord, nous adhérons à l'observation des Actionnaires Minoritaires concernant le caractère principal du cours de bourse de PCAS. Ses particularités (niveau de flottant, de rotation, absence de cotation) relativisent sa pertinence et ne permettent pas, selon nous, de retenir ce seul critère pour attester de l'équité du Prix d'Offre (cf. §4.4.1 du rapport).

Cependant, il ne peut pas non plus être écarté. Dès lors, il ne nous paraît pas méthodologiquement acceptable de mener une analyse sur une période antérieure de 2 ans à la date de l'annonce de la présente Offre, ou pire, de ne retenir que la période la plus favorable à une démonstration. En effet, la période d'analyse proposée est marquée par une spéculation sur le titre PCAS alimentée par l'espoir du lancement d'une offre publique consécutive à l'annonce de la volonté de cession de Seqens par Eurazeo le 8 février 2021. Ainsi, la baisse brutale du cours après le 10 décembre 2021, date de la publication de l'accord de dérogation par l'AMF, pourrait être considérée comme la fin d'une période de spéculation et d'un retour à la normale.

Par ailleurs, la méthode consistant à retenir le prix d'offre de l'opération de 2017 et le corriger des pertes nettes comptables générées ensuite ne nous paraît pas non plus acceptable méthodologiquement, d'abord parce qu'il semble hasardeux de corriger un cours de bourse avec des éléments comptables, ensuite parce le prix d'offre de 2017 intégrait une prime, enfin parce que la société était cotée par la suite.

En admettant que nous souscrivions à la méthode décrite ci-dessus, ce qui n'est pas le cas, nous aurions retenu la période antérieure au 8 février 2021, exempte de toute spéculation, laquelle fait apparaître des cours moyens pondérés par les volumes compris entre 9,9 € et 10,8 €⁵⁵ dans des volumes d'échange trois à quatre fois supérieurs à ceux observés ces derniers mois. En soustrayant les pertes cumulées entre 2021 et 2023 (S12023 positif) et en ajoutant l'incidence des reports déficitaires, il ressort des valeurs comprises entre 6,7 € et 7,5 €.

L'inclusion de PCAS Canada dans l'échantillon des transactions comparables est traitée au §4.3.5.1 du présent rapport.

L'échantillon de sociétés cotées comparables que nous avons retenu inclut un plus grand nombre de sociétés que celui de la Banque, dont certaines sociétés citées par les Actionnaires Minoritaires. A cet égard, nous rappelons que la méthode des comparables boursiers ne peut être qu'imparfaitement appliquée dans la mesure où le seul le multiple de VE/CA conduit à une valeur positive sur un horizon de temps raisonnable. D'autres part, l'inclusion de sociétés indiennes ne nous semble pas pertinent (coûts de production sensiblement plus bas), étant précisé que

⁵⁵ Sur des périodes d'analyse comprises entre 20 jours et 12 mois.

c'est l'arrivée sur le marché mondial de ces sociétés (avec les sociétés chinoises) qui explique une large part des pertes de PCAS.

Nous avons mis en œuvre une approche de valeur par l'ANR (cf. §4.3.2) et avons examiné les valeurs d'assurance.

S'agissant enfin des dernières observations des Actionnaires Minoritaires, nous précisons que nous avons intégré à nos travaux le recouvrement total de la créance Mithra, ajusté dans nos scénarios alternatifs les taux de croissance et de marge et que, d'après notre compréhension, le Prix d'Offre n'est pas inférieur à la valeur comptable de PCAS dans les comptes de Seqens⁵⁶.

⁵⁶ La valeur des titres de participation Seqens dans les comptes sociaux a été dépréciée de 109 m€, de telle sorte que la valeur comptable nette de cette participation est valorisée en cohérence avec le cours de bourse, soit 7,52 €. Par ailleurs, le Goodwill lié aux activités de PCAS (BU IGP) dans les comptes consolidés 2022 de Seqens a été déprécié de 40 m€.

7 | CONCLUSION

Le tableau ci-après récapitule les fourchettes de valeurs de l'action PCAS auxquelles nous parvenons ainsi que les primes et décotes extériorisées par le prix de 8,0 € par action proposé dans le cadre de la présente Offre :

PCAS Méthodes/Référence		Valeur (en € par action)			Prime/ (Décote) vs Offre
		basse	centrale	haute	
Cours de bourse	36 mois	5,8	10,2	15,6	(21,2)%
	24 mois	5,8	8,6	13,7	(7,3)%
	12 mois	5,8	7,1	8,0	12,5 %
	6 mois	5,8	7,2	8,0	11,7 %
	3 mois	6,4	7,4	8,0	7,5 %
	20j	6,4	7,0	7,8	14,2 %
DCF	2033+Projet X	(5,2)	(3,9)	(2,3)	n.s.
	2038+ProjetX	1,0	2,9	5,1	180,3 %
	2033-Projet X	(9,6)	(7,5)	(6,2)	n.s.
	2038-Projet X	(2,2)	(0,7)	1,2	n.s.
	SOTP	(9,4)	(2,2)	5,5	n.s.
Comparables boursiers	+ProjetX/CA	5,8	7,3	9,3	9,7 %
	+ProjetX/EBITDA	(0,7)	2,0	4,8	293,8 %
	-ProjetX/CA	5,6	5,9	6,3	35,0 %
	-ProjetX/EBITDA	(10,2)	(8,7)	(7,2)	n.s.
Transactions comparables	+ProjetX/CA	3,7	4,8	6,7	65,9 %
	+ProjetX/EBITDA	4,2	4,2	4,2	91,5 %
ANC	30/06/2023	0,5	0,5	0,5	1 431,7 %

En premier lieu, nous tenions à souligner les difficultés que présente l'évaluation de la Société.

Tout d'abord, il apparaît que le cours de bourse de PCAS ne peut constituer à lui seul un critère pertinent d'évaluation. En effet, les faibles flottant (14 %) et rotation (capital : moins de 2 %, flottant : de l'ordre de 14 %), l'absence régulière de cotation (entre 25 % et 33 % des jours de cotation), atténuent la pertinence du cours de bourse dans l'approche multicritères.

Ensuite, PCAS est une société qui a enregistré de lourdes pertes au cours des dernières années, y compris en termes d'Ebitda, et le retour à l'équilibre à moyen terme est un défi pour le management. Dès lors, la mise en œuvre des méthodes analogiques se révèle délicate, l'application des multiples aux agrégats traduisant la profitabilité conduisant à des valeurs négatives. Compte tenu de l'activité de la Société, l'approche consistant à appliquer les multiples au chiffre d'affaires est, au mieux, un expédient qui ne saurait traduire la valeur réelle de la Société. Les valeurs présentées ci-dessus sont par conséquent maximalistes en l'absence de prise en compte, par cette méthode, des pertes prévues au cours des prochains exercices.

Nous avons donc privilégié la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie (DCF), seule susceptible de tenir compte des opportunités et des risques que présentent le plan d'affaire dans un contexte de retournement. Dans ce contexte, nous avons prolongé le plan d'affaires jusqu'en 2033 et jusqu'en 2038 afin de faire converger les niveaux de marge, respectivement, avec les taux observés (i) historiquement chez PCAS et (ii) avec ceux atteints en moyenne dans l'industrie. Par ailleurs, nous avons intégré dans ces deux scénarios la réalisation d'un projet majeur qui est encore en cours de discussion.

Pour compléter cette approche consolidée, nous avons développé une approche DCF par site et calculé la valeur de la Société sur cette base, en simulant un retour rapide à un niveau de rentabilité significatif pour les sites en difficulté. Enfin, nous avons présenté une variante de cette approche qui simule, en plus des hypothèses retenues précédemment, la réactivation à long terme du contrat Mithra (ce qui n'était pas prévu à l'origine).

La totalité de ces simulations ont été réalisées en retenant le même taux d'actualisation, i.e. sans tenir compte de l'accroissement des risques d'exécution liés aux différents scénarios d'exploitation (amélioration des taux marge,

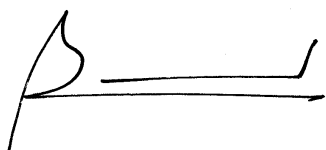
réalisation du Projet X, réactivation du contrat Mithra), ce qui constitue une hypothèse favorable aux actionnaires minoritaires. Le taux d'actualisation retenu tient compte des effets bénéfiques en termes de réduction du risque de l'augmentation de capital prévue par la Société (prise en compte dans le taux d'actualisation d'un levier sectoriel possible seulement après effacement de la dette).

Il ressort de nos travaux une large fourchette de valeurs, de -7,5 € à 2,9 € en valeur centrale, qui traduit le haut niveau d'incertitude pesant sur l'activité de la Société, sur laquelle le Prix d'Offre extériorise une prime quel que soit le scénario retenu, y compris les plus volontaristes.

Compte tenu de l'ensemble de ces éléments, notre opinion est que le prix de 8 € par action PCAS proposé dans le cadre de l'offre publique d'achat simplifiée et dans l'hypothèse de la mise en œuvre d'un retrait obligatoire, est équitable, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de la Société.

Fait à Paris, le 11 octobre 2023

BM&A Advisory & Support



Pierre Béal
Associé



Stéphane Marande
Directeur exécutif

8 | ANNEXES

8.1 Lettre de mission



Cabinet BM&A
A l'attention de Monsieur Pierre Béal
11 rue Laborde
75008 Paris

Paris le 11 septembre 2023

Madame, Monsieur,

SEQENS, qui détient 76,66% du capital et 86,69% des droits de vote théoriques de PCAS, a déposé un projet d'offre publique d'achat simplifiée suivie, si les conditions sont remplies, d'un retrait obligatoire sur les titres de la société PCAS SA (ci-après « **PCAS SA** » ou la « **Société** ») non encore détenues par lui.

SEQENS (l'« **Initiateur** ») détenant déjà le contrôle de la Société -ce qui crée un conflit d'intérêt au sein du conseil d'administration, et souhaitant mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire, le conseil d'administration de la Société a confié à un comité ad hoc désigné par le conseil d'administration du 6 septembre 2023, composé de Mesdames Jacqueline Lecourtier et Janine Cossy, administratrices indépendantes et de Monsieur Vincent Milhau, le choix de l'expert indépendant devant intervenir en application des articles 261-1 I et 261-1 II du règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (l'« **AMF** »). Le comité ad hoc a recommandé à l'unanimité votre désignation. Le conseil d'administration de la Société du 8 septembre 2023 a confirmé votre désignation en qualité d'expert indépendant.

Objectifs et cadre réglementaire de votre mission

Votre mission consistera en la remise d'un rapport d'expertise indépendante, qui comprendra en conclusion une attestation d'équité sur les conditions financières de l'offre publique de retrait, et du retrait obligatoire et répondant aux dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF, des instructions d'application n°2006-07 et n°2006-08 relatives respectivement aux offres publiques d'acquisition et à l'expertise indépendante, ainsi que de la recommandation AMF n°2006-15 relative à l'expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières (la « **Mission** »).

Cette expertise indépendante vise à apprécier le prix des titres PCAS SA qui sera proposé aux actionnaires minoritaires et à vous prononcer sur l'équité des conditions financières de l'offre. Il devra permettre au conseil d'administration de la Société d'apprécier les conditions financières de l'offre afin de rendre un avis motivé.

Comme indiqué ci-dessus, SEQENS détenant 76,66% du capital et 86,69% des droits de vote théoriques de la Société, la Société est déjà contrôlée par l'Initiateur au sens de l'article L.233-3 du Code de commerce, ce qui, conformément au 1° de l'article 261-1 I du règlement général de l'AMF, constitue une situation susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein du conseil d'administration de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé du conseil. Ainsi, Mesdames Jacqueline Lecourtier et Janine Cossy sont les seules administratrices indépendantes. Par ailleurs, Monsieur Pierre Luzeau est Président de la Société et Président de Sirona Bidco (Président de SEQENS), Monsieur Jean-Louis Martin est Directeur Général de la Société et Vice-Président du Groupe Seqens – Direction Industrielle et Ressources Humaines et tous les deux sont indirectement associés minoritaires de Seqens, ce qui est susceptible d'affecter leur indépendance au sens du paragraphe 2° de l'article 261-1 I du règlement général de l'AMF. Enfin, nous

PCAS - Centre administratif: Campus Eiffel, Batiment Lavoisier, 11 rue Ella Maillart, 91300 Massy, France - Phone: +33 (0)1 69 79 60 00
Siege social : 21 chemin de la Sauvegarde, 21 Ecully Pare, CS 33167, 69134 Ecully Cedex, France - Phone: +33 (0)4 26 99 18 00
Societe Anonyme au capital de 15 141 725 euros - R.C.S. Lyon 622 019 503 - SIRET: 622 019 503 00086 - APE : 2014Z - N° TVA : FR69622019503



vous rappelons que, compte tenu de la situation financière de la Société, il est envisagé de procéder, au prix de l'offre, à une augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription de PCAS d'un montant de 200 millions d'euros à l'issue soit du retrait obligatoire, soit à l'issue de l'offre publique d'achat simplifiée si les conditions du retrait obligatoire ne sont pas réunies. Vous aurez l'occasion d'aborder cette opération dans le cadre de votre Mission afin de déterminer si elle relève des opérations connexes à l'offre susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix ou la parité de l'offre visées au paragraphe 4° de l'article 261-1 I du règlement général de l'AMF.

Par ailleurs, l'Initiateur souhaitant solliciter un retrait obligatoire, vous interviendrez également sur le fondement de l'article 261-1 II du règlement général de l'AMF.

Calendrier envisagé de l'opération

Votre Mission s'inscrira dans le calendrier suivant¹ :

- 11 septembre 2023 : début de la Mission
- 6 octobre 2023 : remise de votre rapport
- 9 octobre 2023 : dépôt par la Société du projet de note en réponse auprès de l'AMF

Lors de nos échanges, il a été confirmé que vous disposiez des ressources nécessaires pour accomplir cette Mission dans les délais impartis, et notamment dans le respect du délai prévu à l'article 262-1 II du règlement général de l'AMF prévoyant qu'une fois désigné, vous devez disposer d'un délai minimum de vingt jours de négociation, à compter de la réception des principaux documents que vous estimez nécessaires, pour la remise de vos travaux.

Diligences à effectuer

Pour l'essentiel, vos diligences consisteront en la prise de connaissance du contexte de l'offre, des caractéristiques de l'Initiateur, de l'activité et de l'environnement du groupe PCAS et, au terme d'un diagnostic à partir de ces informations, en une valorisation multicritère du groupe PCAS ainsi qu'en une analyse de la prime induite par le prix d'offre sur les différents résultats de l'évaluation de l'action de la Société.

Ces diligences seront conduites en parallèle d'entretiens qui auront lieu entre le management de la Société ainsi que les représentants de l'Initiateur de l'offre, les conseils juridiques et financiers de la Société et de l'Initiateur, et l'établissement présentateur de l'offre.

Comme vous nous l'avez indiqué, vos travaux se fonderont notamment sur :

- l'analyse de la documentation juridique et financière de l'offre ;
- l'examen du projet de note d'information de l'Initiateur et du projet de note d'information en réponse de la Société, dans la perspective du dépôt du projet d'offre auprès de l'AMF et en vue de la déclaration de conformité de l'offre par l'AMF ;
- les informations publiques et réglementées accessibles sur le site internet du groupe et le cas échéant, la documentation complémentaire, de nature juridique, fiscale, comptable et financière de la Société et de ses filiales, utile à ses travaux ;
- la revue des délibérations du conseil d'administration et des décisions prises en assemblée générale

¹ Les dates mentionnées constituent des dates indicatives à discuter entre les différentes parties susceptibles d'être modifiées.

PCAS - Centre administratif Campus Eiffel, Batiment Lavoisier, 11 rue Ella Maillart, 91300 Massy, France - Phone: +33 (0)1 69 79 60 00
Siege social : 21 chemin de la Sauvegarde, 21 Ecully Pare, CS 33167, 69134 Ecully Cedex, France - Phone: +33 (0)4 26 99 18 00
Societe Anonyme au capital de 15 141 725 euros - R.C.S. Lyon 622 019 503 - SIRET: 622 019 503 00086 - APE : 2014Z - N° TVA : FR69622019503



- des actionnaires antérieurement à l'offre ;
- l'examen approfondi des données prévisionnelles élaborées par la direction et la mise en perspective de ces projections ;
 - la revue des conditions de financement de l'offre et s'il y a lieu de la documentation y afférente;
 - la consultation et l'exploitation de votre documentation sectorielle ainsi que les extractions de vos bases de données financières relatives aux différentes activités exercées par le groupe et ses principaux compétiteurs ;
 - l'analyse de l'historique des cours de bourse pondérés par les volumes de l'action ainsi que des événements et des communiqués de la Société permettant d'en interpréter l'évolution jusqu'à l'annonce de l'offre ;
 - la revue des travaux et du rapport d'évaluation de l'établissement présentateur, que vous comparerez avec votre évaluation multicritère de l'action ;
 - l'examen des observations qui pourront être formulées par des actionnaires sur les termes de l'offre.

Conflits d'intérêts pouvant altérer l'exercice de la Mission

Nous comprenons qu'il n'a pas été identifié de situation de conflit d'intérêts pouvant altérer l'exercice de votre Mission au sens de l'article 261-4 du RGAMF et de l'instruction AMF n°2006-08. En particulier :

- nous comprenons que vous n'entretenez pas de liens juridiques ou de liens en capital avec les sociétés concernées par l'offre, ou leurs conseils, susceptibles d'affecter son indépendance ;
- vous n'avez pas procédé à une évaluation de la Société ou de Seqens au cours des derniers dix-huit mois ;
- nous comprenons que vous n'avez pas conseillé l'une des sociétés concernées par l'offre ou toute personne que ces sociétés contrôlent au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce au cours des derniers dix-huit mois ;
- nous comprenons que vous ne détenez pas d'intérêt financier dans la réussite de l'offre, une créance ou une dette sur l'une des sociétés concernées par l'offre ou toute personne contrôlée par ces sociétés au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce, susceptible d'affecter votre indépendance.

Vous nous avez ainsi confirmé être indépendants des parties prenantes au projet d'offre publique de retrait susmentionné, y compris à l'égard de BNP Paribas Portzamparc, établissement présentateur de l'offre.

Mesdames Jacqueline Lecourtier et Janine Cossy, administratrices indépendantes, le comité ad hoc dans son ensemble en charge de mettre en œuvre les diligences nécessaires à votre Mission et le cabinet d'avocats Villey Girard Grolleaud A.A.R.P.I se tiennent à votre disposition pour toute demande d'information.

Nous vous prions d'agréer, Madame, Monsieur, l'expression de nos salutations distinguées.

PCAS SA
Représentée par Monsieur Jean-Louis Martin, Directeur Général

PCAS - Centre administratif: Campus Eiffel, Batiment Lavoisier, 11 rue Ella Maillart, 91300 Massy, France - Phone: +33 (0)1 69 79 60 00
Siege social : 21 chemin de la Sauvegarde, 21 Ecully Pare, CS 33167, 69134 Ecully Cedex, France - Phone: +33 (0)4 26 99 18 00
Societe Anonyme au capital de 15 141 725 euros - R.C.S. Lyon 622 019 503 - SIRET: 622 019 503 00086 - APE : 2014Z - N° TVA : FR69622019503

8.2 Niveaux de frais de siège relevés chez les comparables boursiers

Les niveaux de frais de siège relevés chez les comparables boursiers se décomposent comme suit :

Sociétés	CA (m€)		SG&A (m€)		SG&A/CA	
	2021	2022	2021	2022	2021	2022
Arkema SA	9 519	11 550	784	868	8,2 %	7,5 %
Evonik Industries AG	14 955	18 488	546	554	3,7 %	3,0 %
Lanxess AG	7 557	8 088	780	748	10,3 %	9,2 %
Solvay SA	11 434	16 071	1 233	1 405	10,8 %	8,7 %
Wacker Chemie AG	6 208	8 209	159	183	2,6 %	2,2 %
BASF SE	78 598	87 327	1 408	1 520	1,8 %	1,7 %
Siegfried Holding AG	1 102	1 230	55	31	5,0 %	2,5 %
Lonza Group AG	5 409	6 223	671	721	12,4 %	11,6 %
Elementis PLC	709	736	151	216	21,3 %	29,3 %
Euroapi SAS	902	981	99	128	11,0 %	13,0 %
Societal CDMO Inc	75	90	18	22	24,4 %	24,3 %
Bachem Holding AG	503	532	17	19	3,4 %	3,6 %
PolyPeptide Group AG	282	281	34	36	12,2 %	12,7 %
Catalent Inc	3 998	4 828	687	844	17,2 %	17,5 %
Balchem Corp	799	942	42	56	5,2 %	5,9 %
Moyenne	142 051	165 577	6 684	7 350	10,0 %	10,2 %
Moyenne 2021/2022	153 814		7 017		10,1 %	

Les données présentées ci-dessus sont issues de Reifinitiv Eikon et des rapports annuels des sociétés.

8.3 Bêta moyen de l'échantillon de comparables boursiers

Le coefficient bêta est l'un des paramètres principaux du MEDAF⁵⁷. Il permet le passage entre le risque systématique du marché, mesuré par la prime de risque, et le risque systématique de l'objet évalué. Pour les besoins de nos travaux nous avons mis en œuvre une approche usuelle en calculant les bêtas au 31 août 2023 des comparables boursiers sur une période de trois ans, en retenant un lissage hebdomadaire et un indice de référence adapté au marché de cotation du comparable considéré.

Les bêtas ainsi calculés ont ensuite été ajustés pour tenir compte de l'effet du levier financier (qui augmente mécaniquement le bêta lorsqu'il est positif et le réduit lorsqu'il est négatif) avant de calculer le niveau moyen pour les sociétés composant l'échantillon de comparables boursier, pondéré par le coefficient de détermination associé à chaque bêta afin de limiter le biais introduit par une éventuelle décorrélation des variations de cours des sociétés considérées et celles de l'indice de référence.

Nous présentons également, à titre indicatif, le bêta observé pour le titre PCAS. Compte tenu des volumes d'échanges réduits sur le titre et du manque d'intérêt des investisseurs pour l'action, ce bêta ressort non significatif (coefficient de détermination R² inférieur à 10 %).

⁵⁷ Modèle d'Equilibre Des Actifs Financiers

Bétas hors dette (échantillon large)	Taux d'impôt marginal	$\beta^{(1)}$	R ²	Indice	Capi. en m€ ⁽¹⁾	V(Mino.) en m€ ⁽¹⁾	DFN (T) en m€ ⁽¹⁾	Levier (fonds propres) ⁽¹⁾⁽²⁾	β hors dette
Pcas SA	25,8%	0,43	3,8%	CAC SMALL	144,9	-	62,2	42,9%	0,32
Arkema SA	25,8%	1,27	63,7%	EURO STOXX	7 466,2	44,7	940,3	12,5%	1,17
Evonik Industries AG	29,8%	1,19	69,9%	EURO STOXX	11 016,6	84,0	2 002,7	18,0%	1,06
Lanxess AG	29,8%	1,60	60,5%	GERMANY	4 040,8	3,3	2 160,3	53,4%	1,17
Solvay SA	25,8%	1,30	66,5%	EURO STOXX	10 282,8	93,0	1 825,7	17,6%	1,15
Wacker Chemie AG	29,8%	1,16	32,1%	EURO STOXX	6 796,5	105,1	(510,0)	(7,4%)	1,25
BASF SE	29,8%	1,31	68,3%	GERMANY	50 011,6	1 103,0	15 098,7	29,5%	1,09
Siegfried Holding AG	19,7%	1,02	26,6%	SWX SPI SMALL & MIDDLE INDEX	3 104,4	-	288,8	9,3%	0,95
Lonza Group AG	19,7%	1,30	37,1%	SWX SMI	42 216,4	67,7	703,0	1,7%	1,28
Elementis PLC	25,0%	1,76	59,0%	FTSE SMALLCAP X INV. TRUST	808,6	-	339,7	42,0%	1,34
Fine Foods & Pharmaceuticals NTT	27,9%	0,96	31,3%	FTSE ITALIA STAR INDEX - ITSTAR	230,6	-	(6,0)	(2,6%)	0,99
Euroapi SAS	25,8%	0,80	7,5%	CAC ALL-TRADABLE	1 308,9	-	(30,6)	(2,3%)	0,82
Dermapharm Holding SE	29,8%	1,43	45,8%	EURO STOXX	3 001,1	2,0	402,0	13,4%	1,30
Societal CDMO Inc	27,0%	1,50	15,1%	USA SMALL CAP	74,3	-	52,0	69,9%	0,99
Bachem Holding AG	19,7%	1,30	28,2%	SWX SPI MIDDLE INDEX	4 578,3	-	(200,4)	(4,4%)	1,36
PolyPeptide Group AG	19,7%	1,33	9,3%	SWX SPI SMALL & MIDDLE INDEX	2 009,2	-	(39,1)	(1,9%)	1,36
Catalent Inc	27,0%	1,46	18,9%	S&P 500	14 080,7	-	2 666,6	18,9%	1,28
Balchem Corp	27,0%	0,79	43,8%	USA SMALL CAP	3 759,8	-	141,8	3,8%	0,77
Moyenne	25,8%	1,26	40,2%		9 693,3		1 519,7	16,0%	1,14
Médiane	27,0%	1,30	37,1%		4 040,8		339,7	12,5%	1,17
Moyenne pondérée par les R ²	26,7%	1,30			12 053,9		2 326,2	19,0%	1,14

(1) Calculé sur une période de 3 ans

(2) DFN (ou T) ÷ [Capi. +V(Mino.)], où DFN : dette financière nette et T : trésorerie nette

Marge d'erreur à 95%

Fourchette basse

Moyenne

Fourchette haute

11,0 %

5,0 %

16,0 %

26,9 %

0,13

1,01

1,14

1,27

8.4 Somme des parties : sensibilités individuelles par site

8.4.1 Aramon

PCAS Aramon		CMPC				
m€		8,5 %	9,0 %	9,5 %	10,0 %	10,5 %
g [∞]	1,1 %	142	133	124	116	109
	1,3 %	146	135	126	118	111
	1,6 %	149	138	129	120	113
	1,8 %	153	141	131	123	115
	2,1 %	157	145	134	125	117

PCAS Aramon		Var. BFR/CA				
		(10,0)%	(5,0)%	-	5,0 %	10,0 %
Var. taux d'Ebitda	(1,0)%	128	126	124	122	119
	(0,5)%	131	128	126	124	122
	-	133	131	129	127	124
	0,5 %	136	133	131	129	127
	1,0 %	138	136	134	132	129

8.4.2 Turku

PCAS Turku		CMPC				
m€		8,8 %	9,3 %	9,8 %	10,3 %	10,8 %
g [∞]	1,5 %	143	133	125	117	110
	1,8 %	146	135	126	119	111
	2,0 %	149	138	128	120	113
	2,3 %	152	140	131	122	114
	2,5 %	155	143	133	124	116

PCAS Turku		Var. BFR/CA				
m€		(10,0)%	(5,0)%	-	5,0 %	10,0 %
Var. taux d'Ebitda	(1,0)%	129	127	125	124	122
	(0,5)%	131	129	127	125	123
	-	132	130	128	127	125
	0,5 %	134	132	130	128	126
	1,0 %	135	133	131	130	128

8.4.3 Couterne

PCAS Couterne m€		CMPC				
		8,5 %	9,0 %	9,5 %	10,0 %	10,5 %
g [∞]	1,1 %	193	181	170	160	151
	1,3 %	197	184	173	163	154
	1,6 %	202	188	176	165	156
	1,8 %	206	192	179	168	158
	2,1 %	211	196	183	171	161

PCAS Couterne m€		Var. BFR/CA				
		(10,0)%	(5,0)%	-	5,0 %	10,0 %
Var. taux d'Ebitda	(1,0)%	175	172	169	166	163
	(0,5)%	178	175	172	169	166
	-	182	179	176	173	170
	0,5 %	186	182	179	176	173
	1,0 %	189	186	183	180	177

8.4.4 Villeneuve la garenne

PCAS Villeneuve m€		CMPC				
		8,5 %	9,0 %	9,5 %	10,0 %	10,5 %
g [∞]	1,1 %	61	52	44	37	31
	1,3 %	64	54	46	39	32
	1,6 %	67	57	48	41	34
	1,8 %	71	60	51	43	36
	2,1 %	75	63	53	45	38

PCAS Villeneuve m€		Var. BFR/CA				
		(10,0)%	(5,0)%	-	5,0 %	10,0 %
Var. taux d'Ebitda	(1,0)%	48	46	44	42	40
	(0,5)%	50	48	46	44	42
	-	52	50	48	46	44
	0,5 %	54	52	50	48	46
	1,0 %	56	54	52	50	48

8.4.5 Limay

PCAS Limay m€		CMPC				
		8,5 %	9,0 %	9,5 %	10,0 %	10,5 %
g [∞]	1,1 %	41	34	29	24	20
	1,3 %	43	36	31	26	21
	1,6 %	46	38	32	27	23
	1,8 %	48	41	34	29	24
	2,1 %	51	43	36	31	26

PCAS Limay m€		Var. BFR/CA				
		(10,0)%	(5,0)%	-	5,0 %	10,0 %
Var. taux d'Ebitda	(1,0)%	32	31	30	28	27
	(0,5)%	34	32	31	30	28
	-	35	34	32	31	30
	0,5 %	36	35	34	32	31
	1,0 %	38	36	35	34	32

8.4.6 Bourgoin

PCAS Bourgoin m€		CMPC				
		8,5 %	9,0 %	9,5 %	10,0 %	10,5 %
g [∞]	1,1 %	55	50	46	42	38
	1,3 %	57	52	47	43	39
	1,6 %	59	53	48	44	40
	1,8 %	61	55	50	45	41
	2,1 %	63	57	51	46	42

PCAS Bourgoin m€		Var. BFR/CA				
		(10,0)%	(5,0)%	-	5,0 %	10,0 %
Var. taux d'Ebitda	(1,0)%	48	47	46	45	44
	(0,5)%	49	48	47	46	45
	-	50	49	48	47	46
	0,5 %	51	50	49	48	47
	1,0 %	52	51	50	49	48

8.4.7 Porcheville (R&D)

PCAS Porcheville m€		CMPC				
		8,5 %	9,0 %	9,5 %	10,0 %	10,5 %
g [∞]	1,1 %	(86)	(81)	(77)	(73)	(70)
	1,3 %	(88)	(83)	(78)	(74)	(71)
	1,6 %	(90)	(84)	(80)	(75)	(72)
	1,8 %	(92)	(86)	(81)	(77)	(73)
	2,1 %	(94)	(88)	(83)	(78)	(74)

PCAS Porcheville m€		Var. BFR/CA				
		(10,0)%	(5,0)%	-	5,0 %	10,0 %
Var. taux d'Ebitda	(1,0)%	(79)	(80)	(80)	(81)	(81)
	(0,5)%	(79)	(79)	(80)	(80)	(81)
	-	(79)	(79)	(80)	(80)	(80)
	0,5 %	(78)	(79)	(79)	(80)	(80)
	1,0 %	(78)	(78)	(79)	(79)	(80)

8.4.8 Proteus (R&D)

PCAS Proteus m€		CMPC				
		8,5 %	9,0 %	9,5 %	10,0 %	10,5 %
g [∞]	1,1 %	14	13	12	11	11
	1,3 %	14	13	12	12	11
	1,6 %	15	13	13	12	11
	1,8 %	15	14	13	12	11
	2,1 %	15	14	13	12	11

PCAS Proteus m€		Var. BFR/CA				
		(10,0)%	(5,0)%	-	5,0 %	10,0 %
Var. taux d'Ebitda	(1,0)%	13	12	12	12	12
	(0,5)%	13	13	12	12	12
	-	13	13	13	12	12
	0,5 %	13	13	13	13	12
	1,0 %	13	13	13	13	13

8.4.9 Siège

PCAS Siège m€		CMPC				
		8,5 %	9,0 %	9,5 %	10,0 %	10,5 %
g [∞]	1,1 %	(418)	(390)	(366)	(345)	(325)
	1,3 %	(426)	(397)	(371)	(349)	(329)
	1,6 %	(434)	(404)	(377)	(354)	(334)
	1,8 %	(443)	(411)	(383)	(359)	(338)
	2,1 %	(452)	(419)	(390)	(365)	(343)

PCAS Siège m€		CMPC				
		8,5 %	9,0 %	9,5 %	10,0 %	10,5 %
Var. taux d'Ebitda	(1,0)%	(456)	(424)	(395)	(371)	(349)
	(0,5)%	(445)	(414)	(386)	(362)	(341)
	-	(434)	(404)	(377)	(354)	(334)
	0,5 %	(423)	(394)	(368)	(346)	(326)
	1,0 %	(412)	(383)	(359)	(337)	(318)


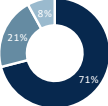
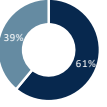

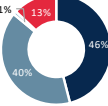
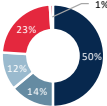

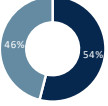
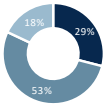

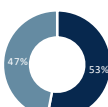
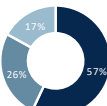

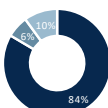
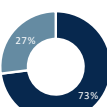


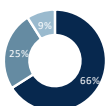

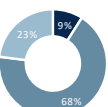


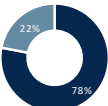
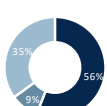
8.5 Activités et principales caractéristiques des sociétés retenues dans l'échantillon des comparables boursiers



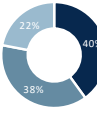
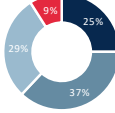


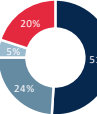
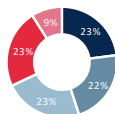


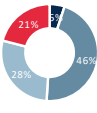
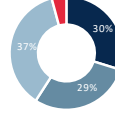


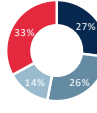
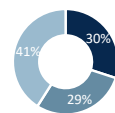


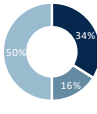
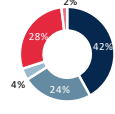


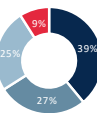
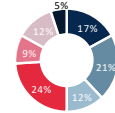


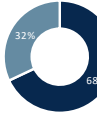
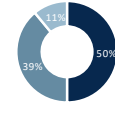


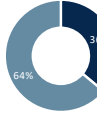
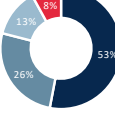


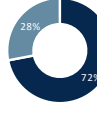
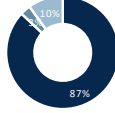
8.5.1 Activités

Société	Description
 	<p>Siegfried Holding AG est une société spécialisée dans les sciences de la vie, active dans la fabrication primaire et secondaire de médicaments. La société produit à la fois des substances et des produits pharmaceutiques. Le portefeuille de substances médicamenteuses comprend le développement et la fabrication sous contrat d'ingrédients pharmaceutiques actifs (IPA) et de produits intermédiaires.</p>
 	<p>Lonza Group AG (Lonza) développe et fabrique sur mesure des médicaments, des systèmes d'administration de médicaments et des solutions antimicrobiennes et pour les industries pharmaceutiques, des soins de santé et des sciences de la vie. La société se divise en 2 segments :</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) Pharma&Biotech : activité de la société dans le domaine des produits biologiques, des petites molécules, des consommables etc.. 2) Ingrédients de spécialité : les produits d'hygiène, de nutrition et de soins personnels, les conservateurs, les gélules etc..
 	<p>Elementis plc développe des produits chimiques spécialisés, des additifs performants. La société se divise en 2 segments :</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) Performance Specialties : production de modificateurs rhéologiques et d'additifs pour les revêtements décoratifs et industriels. 2) Personal Care : produit des modificateurs rhéologiques et des produits composés, y compris des ingrédients actifs pour les déodorants anti-transpirants, destinés aux fabricants de produits de soins personnels.
 	<p>Fine Foods & Pharmaceuticals NTM SpA est une entreprise pharmaceutique spécialisée dans la fabrication de produits pharmaceutiques pour des tiers. La société gère trois segments :</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) Les produits pharmaceutiques (les poudres et les granulés, les comprimés etc..) 2) Les produits nutraceutiques 3) Les dispositifs médicaux (comprimés, des gélules, des poudres, des granulés)
 	<p>Euroapi SAS développe, fabrique et fournit des solutions de principes actifs à ses partenaires du secteur de la santé. Elle propose de la vitamine B12, des prostaglandines, des oligonucléotides, des peptides, des corticoïdes et des hormones, des anti-infectieux, des opiacés (morphine, codéine, thébaïne, etc...), des analgésiques, etc... La société fournit également des technologies et développe des molécules par l'intermédiaire de son organisation de développement et de fabrication sous contrat (CDMO).</p>
 	<p>Dermapharm Holding SE fabrique des produits pharmaceutiques de marque sans brevet. La société exerce ses activités dans deux secteurs : 1) Les produits pharmaceutiques de marque et autres produits de santé, qui comprennent le développement interne, la production interne et la distribution de produits pharmaceutiques de marque et autres produits de santé, et 2) l'activité d'importation. La société détient plus de 250 ingrédients pharmaceutiques actifs, qui sont commercialisés sous forme de produits pharmaceutiques, de compléments alimentaires ou de régimes alimentaires équilibrés.</p>
 	<p>Societal CDMO, Inc. est une organisation de développement et de fabrication sous contrat (CDMO) bicôtée. La société est engagée dans le développement pré-investigation de nouveaux médicaments jusqu'à la fabrication commerciale et l'emballage d'une gamme de formes de dosage thérapeutiques, en se concentrant principalement sur le domaine des petites molécules.</p>
 	<p>Bachem Holding AG fournit des services à l'industrie pharmaceutique et biotechnologique. La société se concentre sur le développement de processus et la fabrication de peptides et de molécules organiques en tant qu'ingrédients pharmaceutiques actifs (API), ainsi que sur le développement de produits biochimiques à des fins de recherche.</p>

Société	Description
 	<p>Arkema SA fabrique des produits chimiques de spécialité et des matériaux de haute performance pour des diverses industries telles que construction, l'emballage, la chimie, l'automobile, l'électronique, l'alimentation et la pharmacie.</p> <p>La société opère à travers trois secteurs d'activité :</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) Matériaux : adhésifs de spécialité, les polymères techniques et les additifs 2) Spécialités industrielles : les lignes d'activité Thiochemicals, Fluorogases et Hydrogen Peroxide. 3) Solutions de revêtement : lignes d'activité telles que les Acryliques, les Résines de revêtement et les Additifs.
 	<p>Evonik Industries AG est une entreprise de produits chimiques spécialisés .</p> <p>Elle se consacre au développement, à la construction, à la distribution et au commerce d'équipements scientifiques, de produits chimiques et d'accessoires utilisés dans les domaines des sciences de la vie et de la biotechnologie.</p>
 	<p>LANXESS AG développe, fabrique et commercialise des produits chimiques intermédiaires, des additifs, des spécialités chimiques et des matières plastiques. La société opère principalement à travers trois secteurs d'activité : 1) Additifs de spécialité : fabrication d'additifs pour les industries du caoutchouc et de la peinture, entre autres ; 2) Intermédiaires avancés: développement d'intermédiaires pour les industries des plastiques, des produits chimiques, la pharmacie etc.. 3) Protection des consommateurs : produits de protection des matériaux, des agents de finition pour l'industrie du cuir, le traitement de l'eau etc..</p>
 	<p>Solvay SA est une entreprise internationale de produits chimiques et de matériaux avancés ayant 3 segments : 1) Advanced Materials : matériaux de haute performance (marchés de l'automobile, de l'aérospatiale, de l'électronique et de la santé et..); 2) Advanced Formulations : formulations spécialisées personnalisées qui ont un impact sur la chimie des surfaces et modifient le comportement des liquides tout en minimisant l'impact sur l'environnement (marchés des biens de consommation, de l'agroalimentaire et de l'énergie); 3) Produits chimique de performance : les produits chimiques intermédiaires (marchés des biens de consommation et de l'alimentation).</p>
 	<p>Wacker Chemie AG est un fabricant allemand de produits chimiques spécialisés. Elle opère à travers quatre segments :</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) Silicones : des silanes, des fluides silicones, des émulsions, des élastomères, des mastics et des résines aux silices pyrogène ; 2) Polymères : gamme de liants et d'additifs polymères ainsi que des services personnalisés ; 3) Biosolutions : sert les industries alimentaires, pharmaceutiques, des sciences de la vie et agrochimiques et produit ; 4) Polysilicium fabrique du polysilicium de haute pureté pour les industries de la technologie solaire et des semi-conducteurs et de l'électronique.
 	<p>BASF SE est une entreprise chimique qui opère à travers 6 segments : 1) les produits chimiques : Pétrochimie et Intermédiaires ; 2) les matériaux : Performance Materials et Monomers ; 3) les solutions industrielles, : Dispersions & Pigments et Performance Chemicals ; 4) les technologies de surface : Catalyseurs et Revêtements ; 5) la nutrition et les soins : Care Chemicals et Nutrition & Health ; 6) les solutions agricoles : Agricultural Solutions, qui se concentre sur la fourniture de produits de protection des cultures et de semences.</p>
 	<p>Polypeptide Group AG est une organisation de développement et de fabrication sous contrat (CDMO) basée en Suisse qui se concentre sur les peptides exclusifs et génériques de qualité GMP utilisés par les sociétés pharmaceutiques et biotechnologiques dans les produits pharmaceutiques approuvés, les médicaments en développement clinique ainsi que dans les produits génériques.</p>
 	<p>Catalent, Inc. développe et fabrique des médicaments, des thérapies cellulaires et géniques, des produits biologiques, des vaccins et des produits de santé grand public.</p> <p>Les segments de la société comprennent les produits biologiques, les technologies de gélules et orales, la livraison orale et spécialisée, et les services d'approvisionnement clinique.</p>
 	<p>Balchem Corporation développe, fabrique, distribue et commercialise des ingrédients et des produits de performance spécialisés pour les marchés de la nutrition, de l'alimentation, de la pharmacie, de la santé animale, de la stérilisation des dispositifs médicaux, de la nutrition végétale et de l'industrie. Les segments de la société comprennent la nutrition et la santé humaines (HHN), la nutrition et la santé animales (ANH) et les produits de spécialité.</p>

8.5.2 Principaux agrégats

Société	Agrégats	Société	
		Par géographie	Par secteur
	Capitalisation boursière CA 2022 % EBITDA 2022 % EBIT 2022 VE/EBITDA 2022 VE/EBIT 2022	3 500,3 m€ 1 242,7 m€ 22,2% 18,8% 14,8x 17,5x	 <ul style="list-style-type: none"> Europe Amérique du nord Autres  <ul style="list-style-type: none"> Substances médicamenteuses Produit pharmaceutique
	Capitalisation boursière CA 2022 % EBITDA 2022 % EBIT 2022 VE/EBITDA 2022 VE/EBIT 2022	37 503,2 m€ 6 211,9 m€ 31,1% 21,7% 19,3x 27,8x	 <ul style="list-style-type: none"> Europe Amérique du nord et centrale Amérique du Sud Asie et reste du monde  <ul style="list-style-type: none"> Produits biologiques Petites molécules Cellules & Gènes Gélules et ingrédients de santé
	Capitalisation boursière CA 2022 % EBITDA 2022 % EBIT 2022 VE/EBITDA 2022 VE/EBIT 2022	772,8 m€ 873,2 m€ 19,8% 13,3% 5,9x 8,7x	 <ul style="list-style-type: none"> Europe Amérique du nord  <ul style="list-style-type: none"> Soins personnels Revêtements Talc
	Capitalisation boursière CA 2022 % EBITDA 2022 % EBIT 2022 VE/EBITDA 2022 VE/EBIT 2022	207,2 m€ 208,3 m€ 6,9% n.s. 16,8x n.s.	 <ul style="list-style-type: none"> Italie Autres pays  <ul style="list-style-type: none"> Aliments Pharma Cosmetics
	Capitalisation boursière CA 2022 % EBITDA 2022 % EBIT 2022 VE/EBITDA 2022 VE/EBIT 2022	1 119,4 m€ 976,6 m€ 12,3% 2,6% 7,2x 33,8x	 <ul style="list-style-type: none"> Europe Amérique du nord Asie  <ul style="list-style-type: none"> API solutions Services CDMO
	Capitalisation boursière CA 2022 % EBITDA 2022 % EBIT 2022 VE/EBITDA 2022 VE/EBIT 2022	2 461,9 m€ 1 024,8 m€ 32,3% 23,8% 8,2x 11,2x	 <ul style="list-style-type: none"> Europe  <ul style="list-style-type: none"> Produits pharmaceutiques Commerce d'importation parallèle Extraits plantes
	Capitalisation boursière CA 2022 % EBITDA 2022 % EBIT 2022 VE/EBITDA 2022 VE/EBIT 2022	24,4 m€ 84,6 m€ 18,6% n.s. 4,1x n.s.	 <ul style="list-style-type: none"> Europe Amérique Autres  <ul style="list-style-type: none"> CDMO
	Capitalisation boursière CA 2022 % EBITDA 2022 % EBIT 2022 VE/EBITDA 2022 VE/EBIT 2022	6 299,8 m€ 535,6 m€ 30,1% 23,9% 38,1x 47,9x	 <ul style="list-style-type: none"> Europe et Asie Amérique du nord  <ul style="list-style-type: none"> API commerciale Recherche et spécialités CMC Développement

Société	Agrégats	Société	
		Par géographie	Par secteur
ARKEMA  	Capitalisation boursière CA 2022 % EBITDA 2022 % EBIT 2022 VE/EBITDA 2022 VE/EBIT 2022	7 160,2 m€ 11 550,0 m€ 18,3% 13,5% 4,1x 5,6x	 <ul style="list-style-type: none"> Americ du nord Europe Asie et reste du monde  <ul style="list-style-type: none"> Adhésifs Matériaux avancés Coating Solutions Intermédiaires
EVONIK  	Capitalisation boursière CA 2022 % EBITDA 2022 % EBIT 2022 VE/EBITDA 2022 VE/EBIT 2022	8 276,9 m€ 18 488,0 m€ 12,6% 7,2% 4,6x 8,1x	 <ul style="list-style-type: none"> Europe et Afrique Amérique du nord Amérique du sud et centrale Asie pacifique  <ul style="list-style-type: none"> Consommateurs, Santé e nutrition Matériaux de performan Additifs de spécialité Matériaux intelligents
LANXESS  	Capitalisation boursière CA 2022 % EBITDA 2022 % EBIT 2022 VE/EBITDA 2022 VE/EBIT 2022	2 453,2 m€ 8 088,0 m€ 11,5% 4,8% 5,7x 13,5x	 <ul style="list-style-type: none"> Amérique du nord Europe Amérique du nord Asie pacifique  <ul style="list-style-type: none"> Intermédiaires avancés Protection des consommateurs Additifs de spécialité Autres segments
SOLVAY  	Capitalisation boursière CA 2022 % EBITDA 2022 % EBIT 2022 VE/EBITDA 2022 VE/EBIT 2022	10 872,5 m€ 13 426,0 m€ 24,1% 18,1% 3,9x 5,2x	 <ul style="list-style-type: none"> Europe Amérique du nord Amérique Latine Asie et reste du monde  <ul style="list-style-type: none"> Matériaux avancés Produits chimiques de performance Formulations avancées
WACKER  	Capitalisation boursière CA 2022 % EBITDA 2022 % EBIT 2022 VE/EBITDA 2022 VE/EBIT 2022	6 733,8 m€ 8 209,3 m€ 24,8% 20,4% 2,7x 3,3x	 <ul style="list-style-type: none"> Europe Amérique Asie et reste du monde  <ul style="list-style-type: none"> Silicones Polymères Biosolutions Polysilicium Autres
BASF  	Capitalisation boursière CA 2022 % EBITDA 2022 % EBIT 2022 VE/EBITDA 2022 VE/EBIT 2022	41 604,1 m€ 87 327,0 m€ 12,3% 7,9% 4,6x 7,3x	 <ul style="list-style-type: none"> Europe Amérique du nord Asie pacifique Moyen orient, Afrique et Amérique du Sud  <ul style="list-style-type: none"> Les produits chimiques Matériaux Solutions industrielles Technologies de surface Nutrition et soins Solutions agricoles Autres
PolyPeptide GROUP  	Capitalisation boursière CA 2022 % EBITDA 2022 % EBIT 2022 VE/EBITDA 2022 VE/EBIT 2022	828,5 m€ 281,0 m€ 12,3% 4,3% 23,9x 68,5x	 <ul style="list-style-type: none"> Europe et Asie Amérique du nord  <ul style="list-style-type: none"> Projets sur mesure Fabrication sous contrat Produits biologiques
Catalent  	Capitalisation boursière CA 2022 % EBITDA 2022 % EBIT 2022 VE/EBITDA 2022 VE/EBIT 2022	7 714,3 m€ 3 931,2 m€ 19,3% 11,8% 14,2x 23,2x	 <ul style="list-style-type: none"> Europe et autre Amérique  <ul style="list-style-type: none"> Produits biologiques Capsules molles et voie orale Livraison orale Services d'approvisionnement
balchem  	Capitalisation boursière CA 2022 % EBITDA 2022 % EBIT 2022 VE/EBITDA 2022 VE/EBIT 2022	4 110,0 m€ 893,6 m€ 22,9% 19,0% 21,6x 26,1x	 <ul style="list-style-type: none"> Amérique Autres  <ul style="list-style-type: none"> Nutrition et santé humaine Nutrition et santé animale Produits de spécialité

BMA

Advisory & Support

11 rue de Laborde • 75008 Paris
+33(0)1 40 08 99 50 • www.bma-groupe.com

Société d'expertise comptable et de commissariat aux comptes

Société par actions simplifiée au capital de 1 287 474 €
RCS Paris 513 273 763

 Conseil et support
opérationnels

 Audit

 Conseil financier

 Maîtrise des risques
Et Compliance

