

PROJET DE NOTE D'INFORMATION

ÉTABLI PAR LA SOCIÉTÉ



**EN RÉPONSE AU PROJET D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT VISANT LES
ACTIONS DE LA SOCIÉTÉ ORAPI INITIÉE PAR**



Le présent projet de note en réponse (le « **Projet de Note en Réponse** ») a été établi et déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (« **AMF** ») le 22 novembre 2023, conformément aux articles 231-19 et 231-26 de son règlement général.

L'Offre et le présent Projet de Note en Réponse restent soumis à l'examen de l'AMF.

AVIS IMPORTANT

En application des dispositions des articles 231-19 et 261-1 du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet Accuracy agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans le présent Projet de Note en Réponse.

Des exemplaires du Projet de Note en Réponse sont disponibles sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et d'ORAPI (<https://www.orapi.com/fr>) et peuvent être obtenus sans frais sur simple demande auprès d'ORAPI (25, rue de l'Industrie, 69200 Vénissieux).

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

Un communiqué sera diffusé, au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre, pour informer le public des modalités de mise à disposition de ces documents.

TABLE DES MATIERES

1.	RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES ET CONDITIONS DE L'OFFRE	4
1.1.	PRESENTATION DE L'OFFRE	4
1.2.	CONTEXTE ET MOTIFS DE L'OFFRE	5
1.3.	RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES DE L'OFFRE	7
1.4.	PROCEDURE D'APPORT A L'OFFRE	8
1.5.	CALENDRIER INDICATIF DE L'OFFRE	9
2.	AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL DE SURVEILLANCE	11
2.1.	COMPOSITION DU CONSEIL DE SURVEILLANCE	11
2.2.	RAPPEL DES DECISIONS PREALABLES DU CONSEIL DE SURVEILLANCE	11
2.3.	AVIS MOTIVE DU CONSEIL DE SURVEILLANCE	12
3.	INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL DE SURVEILLANCE D'ORAPI	25
4.	INTENTION DE LA SOCIÉTÉ QUANT AUX ACTIONS AUTO-DÉTENUES	25
5.	ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRÉCIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE	26
5.1.	CONTRAT D'ACQUISITION DU BLOC	26
5.2.	ENGAGEMENT D'APPORT KARTESIA	27
5.3.	PROTOCOLES MANAGERS	29
5.4.	ENGAGEMENTS D'APPORT DES MANAGERS	30
5.5.	PROTOCOLE TRANSACTIONNEL	31
6.	ÉLÉMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE ...	32
6.1.	STRUCTURE DU CAPITAL DE LA SOCIETE	33
6.2.	RESTRICTIONS STATUTAIRES A L'EXERCICE DES DROITS DE VOTE ET AUX TRANSFERTS 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	35
6.2.1.	Restriction statutaire à l'exercice des droits de vote et aux transferts des actions d'ORAPI	35
6.2.2.	Conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du code de commerce	36
6.3.	PARTICIPATIONS DIRECTES ET INDIRECTES AU CAPITAL DE LA SOCIETE AYANT FAIT L'OBJET D'UNE DECLARATION DE FRANCHISSEMENTS DE SEUILS OU D'UNE DECLARATION D'OPERATION SUR TITRES EN APPLICATION DES ARTICLES L. 233-7 ET L. 233-12 DU CODE DE COMMERCE	37
6.4.	LISTE DES DETENTEURS DE TITRES ORAPI COMPORTANT DES DROITS DE CONTROLE SPECIAUX ET DESCRIPTION DE CEUX-CI	37
6.5.	MÉCANISMES DE CONTROLE PREVUS DANS UN EVENTUEL SYSTEME D'ACTIONNARIAT DU PERSONNEL, QUAND LES DROITS DE CONTROLE NE SONT PAS EXERCES PAR CE DERNIER	38
6.6.	ACCORDS ENTRE ACTIONNAIRES DONT LA SOCIETE A CONNAISSANCE ET POUVANT ENTRAINER DES RESTRICTIONS AU TRANSFERT D' ACTIONS ET A L'EXERCICE DES DROITS DE VOTE	38
6.7.	REGLES APPLICABLES A LA NOMINATION ET AU REMPLACEMENT DES MEMBRES DU DIRECTOIRE AINSI QU' A LA MODIFICATION DES STATUTS D'ORAPI	38
6.7.1.	Nomination et remplacement des membres du directoire	38
6.7.2.	Modification des statuts d'ORAPI	39
6.8.	POUVOIRS DU DIRECTOIRE, EN PARTICULIER CONCERNANT L'EMISSION OU LE RACHAT D' ACTIONS ..	39

6.9.	ACCORDS CONCLUS PAR ORAPI ETANT MODIFIES OU PRENANT FIN EN CAS DE CHANGEMENT DE CONTROLE D'ORAPI.....	41
6.10.	ACCORDS PREVOYANT DES INDEMNITES POUR LES MEMBRES DU DIRECTOIRE 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 D'ACHAT OU D'ECHANGE.....	42
6.11.	MESURES SUSCEPTIBLES DE FAIRE ECHOUER L'OFFRE QUE LA SOCIETE A MISES EN ŒUVRE OU DECIDE DE METTRE EN ŒUVRE	42
7.	AVIS DU COMITÉ SOCIAL ET ÉCONOMIQUE D'ORAPI.....	42
8.	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	43
9.	MODALITÉS DE MISE À DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES À LA SOCIÉTÉ	137
10.	PERSONNES RESPONSABLES DU CONTENU DU PROJET DE NOTE EN RÉPONSE	138

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

1.1. Présentation de l'Offre

En application du Titre III du Livre II, et plus particulièrement des articles 231-13 et 232-1 et suivants du règlement général de l'AMF, Groupe Paredes, une société anonyme à conseil d'administration au capital de 11.952.401 euros, dont le siège social est sis 1, rue Georges Besse – 69740 Genas et immatriculée sous le numéro 955 509 609 RCS Lyon (« **Groupe Paredes** » ou l'« **Initiateur** »), s'est irrévocablement engagée à offrir aux actionnaires titulaires d'actions ordinaires ORAPI, une société anonyme à directoire et conseil de surveillance, dont le siège social est sis 25, rue de l'Industrie – 69200 Vénissieux et immatriculée sous le numéro 682 031 224 RCS Lyon (la « **Société** » ou « **ORAPI** » et avec ses filiales directes ou indirectes, le « **Groupe** »), et dont les actions ordinaires sont admises aux négociations sur le compartiment C du marché réglementé d'Euronext à Paris (« **Euronext Paris** ») sous le code ISIN FR0000075392, mnémonique « **ORAP** » (les « **Actions** ») d'acquérir en numéraire la totalité de leurs Actions, au prix unitaire de 6,50 euros (l'« **Offre** »).

L'Initiateur est la société de tête d'un groupe familial, Paredes, contrôlé par la famille de ses fondateurs.

L'Offre est présentée par BNP Paribas et Crédit Industriel et Commercial (les « **Banques Présentatrices** ») qui garantissent la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre, conformément à l'article 231-13 du règlement général de l'AMF.

L'Offre, qui fait suite à l'Acquisition du Bloc dans les conditions décrites à la Section 1.1.2 « *Contexte de l'Offre et description des modalités de rapprochement entre Orapi et Groupe Paredes* » du projet de note d'information déposé le 2 novembre 2023 auprès de l'AMF par l'Initiateur (le « **Projet de Note d'Information** »), porte sur la totalité des 4.327.369 Actions non détenues par l'Initiateur à la date du Projet de Note d'Information, à l'exception des Actions auto-détenues par la Société (qu'elle s'est engagée à ne pas apporter), soit sur un nombre total de 4.198.442 Actions.

Il est précisé que l'Offre ne porte pas sur :

- les 900 actions de préférence émises par la Société (les « **Actions de Préférence** »), lesquelles font l'objet (i) de promesses d'acquisition entre leurs titulaires et les entités Kartesia Credit FFS – KCO IV Sub-fund et Kartesia Credit FFS – KCO V Sub-fund dont la mise en œuvre est prévue par les Protocoles Managers (tels que décrits à la Section 5.3 du Projet de Note en Réponse) et (ii) d'un engagement de non-présentation à l'Offre de ces entités (tels que décrits à la Section 5.2 du Projet de Note en Réponse), les rendant incessibles par leurs titulaires ;
- la totalité des obligations remboursables en actions de la Société dites « **ORA 2** » (les « **ORA 2** ») non détenues par l'Initiateur à la date du Projet de Note d'Information, soit,

à la connaissance de l'Initiateur, 952.756 ORA 2. En effet, l'Acquisition du Bloc par Groupe Paredes, le 19 octobre 2023, a entraîné la caractérisation d'un cas de remboursement obligatoire en numéraire de l'intégralité des ORA 2, faisant perdre, à cette date, leur qualité de titre donnant accès au capital de la société ORAPI (voir Section 6.1 du Projet de Note en Réponse) ; et

- la totalité des actions ordinaires dites de performance (les « **Actions de Performance** ») et des droits à recevoir des Actions de Performance aux termes de plans d'attribution gratuite d'actions mis en place dans le passé au bénéfice de certains salariés de la Société et de son groupe, dans la mesure où la période d'acquisition de l'ensemble desdites Actions de Performance n'aura pas expirée avant la date de clôture de l'Offre ou, le cas échéant, de l'Offre Réouverte (voir Section 6.1 du Projet de Note en Réponse).

Il n'existe pas d'autres titres de capital, ou autres instruments financiers émis par la Société ou de droits conférés par la Société pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société.

1.2. Contexte et motifs de l'Offre

ORAPI ("*Office de Recherche et d'Application de Produits pour l'Industrie*") conçoit, fabrique et commercialise une gamme complète de produits d'hygiène et de process à l'attention des professionnels sur les marchés de l'industrie, du transport, des loisirs, de la santé, des collectivités et des entreprises de propreté.

ORAPI a développé un modèle d'intégration verticale de sa chaîne de valeur. Le Groupe dispose des équipes de recherche et développement permettant de concevoir et d'adapter ses produits en fonction des évolutions réglementaires, des demandes des marchés et des innovations techniques. ORAPI possède également les outils de production lui permettant de fabriquer la majeure partie des produits commercialisés. ORAPI dispose des structures commerciales en propre ou avec des partenaires pour assurer la diffusion de son offre de solutions auprès d'un très grand nombre de clients.

ORAPI a réalisé au cours de l'exercice clos le 31 décembre 2022 un chiffre d'affaires consolidé de 229,6 millions d'euros.

Fondée en 1968 par Monsieur Guy Chiffлот, ORAPI a été introduite en bourse sur le marché libre d'Euronext Paris au mois de mars 2000, et transférée au second marché en août 2002.

L'Initiateur est un acteur majeur du marché de l'hygiène et de la protection professionnelles en France et en Italie, concevant, fabricant et distribuant des produits et des solutions innovantes en matière d'hygiène et de protection professionnelles.

L'Initiateur considère que son groupe et le Groupe disposent de fortes complémentarités qui permettraient aux deux groupes, rebaptisés ensemble groupe Paredes ORAPI, de devenir l'un des leaders français du marché de l'hygiène professionnelle, avec un profil idéal pour poursuivre la consolidation et devenir un des leaders européens.

Dans ce contexte, l'Initiateur a adressé à Monsieur Guy Chiffлот, premier actionnaire de la Société (directement et indirectement via sa détention dans les sociétés La Financière MG3F et GC Consult, ensemble avec Monsieur Guy Chiffлот, le « **Bloc Chiffлот** ») une lettre d'offre indicative en date du 10 mars 2023, suivie d'une première lettre d'offre confirmatoire en date du 12 juin 2023, d'une seconde lettre d'offre confirmatoire en date du 21 juin 2023, et d'une promesse unilatérale d'acquisition signée par Groupe Paredes en date du 28 juillet 2023, pour lui proposer d'acquérir les Actions détenues, directement et indirectement, par ce dernier.

À la suite de ces échanges, Monsieur Guy Chiffлот a accepté (en son nom et pour le compte des sociétés La Financière MG3F et GC Consult) la promesse unilatérale d'acquisition de l'Initiateur et un protocole de cession sous conditions suspensives a été conclu le 6 octobre 2023 entre Monsieur Guy Chiffлот et les sociétés La Financière MG3F et GC Consult, d'une part (en qualité de cédant), et l'Initiateur, d'autre part (en qualité de cessionnaire) (le « **Contrat d'Acquisition du Bloc** »).

Le Contrat d'Acquisition du Bloc prévoyait l'acquisition par l'Initiateur de 2.315.265 Actions et 2.242.763 ORA 2 détenues par le Bloc Chiffлот, aux prix de respectivement 6,50 euros par Action et de 5,20 euros par ORA 2 (l'« **Acquisition du Bloc** »). Les principaux termes et conditions du Contrat d'Acquisition du Bloc sont plus amplement détaillés en Section 5.1 du Projet de Note en Réponse.

L'Acquisition du Bloc a été réalisée le 19 octobre 2023, date à laquelle l'Initiateur a acquis les 2.315.265 Actions et 2.242.763 ORA 2 détenues par le Bloc Chiffлот, représentant environ 34,85 % du capital et 33,38 % des droits de vote théoriques de la Société¹.

À la suite de la réalisation de l'Acquisition du Bloc, l'Initiateur a déposé l'Offre auprès de l'AMF le 2 novembre 2023.

Il est précisé que les entités Kartesia IV Topco Sàrl, Kartesia Securities V Sàrl, Kartesia Credit FFS – KCO IV SUB-FUND et Kartesia Credit FFS – KCO V SUB-FUND (ensemble les « **Entités Kartesia** »), détenant (i) 1.979.466 Actions représentant environ 29,80 % du capital de la Société, et (ii) 952.756 ORA 2, ont conclu avec l'Initiateur, le 18 octobre 2023, un engagement d'apport de leurs Actions à l'Offre sous réserve de l'accomplissement de certaines conditions suspensives (l'« **Engagement d'Apport Kartesia** »), lequel a ensuite fait l'objet d'un avenant en date du 30 octobre 2023. Les principaux termes et conditions de l'Engagement d'Apport Kartesia sont plus amplement détaillés en Section 5.2 du Projet de Note en Réponse.

¹ Sur la base d'un nombre total de 6.643.534 actions et 9.250.724 droits de vote théoriques de la Société au 31 août 2023 (Source : Information relative au nombre de droits de vote publiée par la Société le 5 septembre 2023), desquels sont retranchés, s'agissant des droits de vote théoriques, 2.315.264 droits de vote, correspondant à l'annulation de droits de vote doubles consécutive à la réalisation de l'Acquisition du Bloc, réduisant ainsi le nombre de droits de vote théoriques à 6.935.460.

1.3. Rappel des principaux termes de l'Offre

L'Offre revêt un caractère obligatoire et sera réalisée selon la procédure normale en application des dispositions des articles 232-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

Conformément aux dispositions de l'article 232-4 du règlement général de l'AMF, si l'Offre connaît une suite positive, elle sera automatiquement réouverte dans les dix (10) jours de négociation suivant la publication du résultat définitif de l'Offre, dans des termes identiques à ceux de l'Offre (l'« **Offre Réouverte** »).

En application des articles L. 433-4 II du code monétaire et financier et 232-4 et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, dans le cas où le nombre d'actions non présentées à l'Offre par les actionnaires minoritaires de la Société ne représenteraient pas, à l'issue de l'Offre ou, le cas échéant, de l'Offre Réouverte, plus de 10% du capital et des droits de vote de la Société, l'Initiateur a indiqué avoir l'intention de demander à l'AMF la mise en œuvre, dans un délai de dix (10) jours de négociation à compter de la publication du résultat de l'Offre ou, le cas échéant, dans un délai de trois (3) mois à compter de la clôture de l'Offre Réouverte, d'une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions de la Société non présentées à l'Offre.

L'Offre est soumise au seuil de caducité visé à l'article 231-9, I du règlement général de l'AMF, tel que décrit à la Section 2.8 "*Condition de l'Offre – Seuil de caducité*" du Projet de Note d'Information.

En application des dispositions des articles 231-13 et 231-18 du règlement général de l'AMF, les Banques Présentatrices, agissant pour le compte de l'Initiateur, ont déposé le projet d'Offre et le Projet de Note d'Information le 2 novembre 2023 auprès de l'AMF. Un avis de dépôt a été publié par l'AMF sur son site Internet (www.amf-france.org) le 2 novembre 2023².

La Société a déposé le Projet de Note en Réponse auprès de l'AMF le 22 novembre 2023. Un avis de dépôt sera publié par l'AMF sur son site internet (www.amf-france.org).

Le Projet de Note en Réponse sera tenu gratuitement à la disposition du public au siège social d'ORAPI et sera mis en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (<https://orapi.com/fr>). Conformément aux dispositions de l'article 231-26 du règlement général de l'AMF, un communiqué de presse comportant les principales caractéristiques de l'Offre et précisant les modalités de mise à disposition du Projet de Note en Réponse sera diffusé sur le site Internet de la Société.

Le Projet de Note d'Information et le Projet de Note en Réponse restent soumis à l'examen de l'AMF.

² Voir avis AMF n°223C1767 du 2 novembre 2023.

L'AMF déclarera conforme l'Offre après s'être assurée de sa conformité aux dispositions législatives et réglementaires qui lui sont applicables et publiera la déclaration de conformité sur son site Internet (www.amf-france.org). Cette déclaration de conformité emportera visa par l'AMF de la note en réponse.

La note en réponse ayant ainsi reçu le visa de l'AMF ainsi que le document relatif aux autres informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront conformément aux dispositions de l'article 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 (<https://orapi.com/fr>).

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 de l'article 231-27 et 231-28 du règlement général de l'AMF.

1.4. Procédure d'apport à l'Offre

En application des dispositions des articles 232-1 et suivant du règlement général de l'AMF, l'Offre sera ouverte pendant une période de vingt-cinq (25) jours de négociation.

Les titres apportés à l'Offre (durant la première période d'Offre et, le cas échéant, durant l'Offre Réouverte) doivent être librement négociables et libres de tout privilège, gage, nantissement ou autre sûreté ou restriction de quelque nature que ce soit et restreignant le libre transfert de leur propriété. L'Initiateur se réserve le droit d'écarter toute action apportée qui ne répondrait pas à cette condition.

Conformément à ce qui figure en Section 2.17 "*Frais de courtage et rémunération des intermédiaires*" du Projet de Note d'Information, l'Initiateur prendra à sa charge les frais de courtage et la TVA y afférente payés par les porteurs d'Actions apportées à l'Offre (en ce compris l'Offre Réouverte, le cas échéant), dans la limite de 0,2% (hors taxe) du montant des Actions apportées à l'Offre avec un maximum de 100 euros (toutes taxes comprises) par dossier. Les actionnaires ne seront remboursés d'aucun frais de négociation dans le cas où l'Offre n'aurait pas une suite positive pour quelque raison que ce soit.

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 l'Offre ou l'Offre Réouverte, le cas échéant.

Les actionnaires de la Société qui souhaiteraient participer à l'Offre ou à l'Offre Réouverte, devront remettre à l'intermédiaire financier dépositaire de leurs Actions (établissement de crédit, entreprise d'investissement, etc.) un ordre de vente en utilisant le modèle mis à leur disposition par cet intermédiaire, au plus tard le jour de la clôture de l'Offre ou de l'Offre Réouverte.

Conformément aux dispositions de l'article 232-2 du règlement général de l'AMF, les ordres d'apport à l'Offre pourront être révoqués à tout moment et jusque, y compris, le jour de la clôture de l'Offre. Après cette date, ils seront irrévocables.

Les actionnaires dont les Actions sont inscrites en compte sous la forme « nominatif pur » dans les registres de la Société, tenus par CIC Market Solutions (6, avenue de Provence 75009 Paris) pourront participer à l'Offre selon les modalités qui leur seront communiquées par CIC Market Solutions.

Aucune commission ne sera versée par l'Initiateur aux intermédiaires financiers par l'intermédiaire desquels les actionnaires de la Société apportent à l'Offre ou à l'Offre Réouverte.

1.5. Calendrier indicatif de l'Offre

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

Un calendrier indicatif est proposé ci-dessous :

Dates	Principales étapes de l'Offre
2 novembre 2023	Dépôt du projet d'Offre et du Projet de Note d'Information de l'Initiateur auprès de l'AMF Mise à disposition du public du Projet de Note d'Information de l'Initiateur aux sièges de l'Initiateur et des Banques Présentatrices Mise en ligne sur les sites Internet de l'Initiateur (https://www.paredes.fr/) et de l'AMF (www.amf-france.org/) du Projet de Note d'Information Diffusion par l'Initiateur du communiqué de dépôt et de mise à disposition du Projet de Note d'Information
22 novembre 2023	Dépôt auprès de l'AMF du projet de note en réponse de la Société, comprenant l'avis du comité social et économique de la Société, l'avis motivé du conseil de surveillance de la Société et le rapport de l'expert indépendant Mise à disposition du public du Projet de Note en Réponse de la Société Mise en ligne sur les sites Internet de la Société (https://orapi.com/fr) et de l'AMF du Projet de Note en Réponse Diffusion par la Société du communiqué de dépôt et de mise à disposition du Projet de Note en Réponse
12 décembre 2023	Publication de la déclaration 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

Dates	Principales étapes de l'Offre
	<p>Mise à disposition du public au siège de l'Initiateur et des Banques Présentatrices et mise en ligne sur les sites Internet de l'Initiateur et de l'AMF 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 et de l'AMF de la note en réponse visée</p>
13 décembre 2023	<p>Mise à disposition du public au siège de l'Initiateur et des Banques Présentatrices et mise en ligne sur le site Internet de l'Initiateur et de l'AMF des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur</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>Mise à disposition du public au siège de la Société et mise en ligne sur le site Internet de la Société et de l'AMF des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société</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>
14 décembre 2023	Ouverture de l'Offre pour une durée de 25 jours de bourse
19 janvier 2024	Clôture de l'Offre
24 janvier 2024	Publication par l'AMF de l'avis de résultat de l'Offre
26 janvier 2024	Ouverture de l'Offre Réouverte pour une durée de 10 jours de bourse (en cas d'issue positive de l'Offre)
8 février 2024	Clôture de l'Offre Réouverte
13 février 2024	Publication par l'AMF de l'avis de résultat de l'Offre Réouverte
Au plus tôt à l'issue de la publication de l'avis de résultat de l'Offre Réouverte	Mise en œuvre du retrait obligatoire de la Société, si les conditions sont remplies

2. AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL DE SURVEILLANCE

2.1. Composition du conseil de surveillance

A la date du Projet de Note en Réponse, le conseil de surveillance de la Société est composé comme suit :

- Monsieur François-Xavier Thuilleur, président ;
- Monsieur Eric Palanque, membre ;
- Monsieur Damien Scaillierez, membre ;
- Monsieur Jérôme Gacoin, membre, jusqu'à la date de la publication par l'AMF de la décision de conformité du projet d'Offre, puis Madame Eva Paredes à compter de cette date ;
- La société Gali, représentée par Madame Martine Griffon-Fouco, membre indépendante ; et
- La société Fantinnov, représentée par Madame Céline Fantin, membre indépendante.

Monsieur Christian Mouillon et Monsieur Julien Rigon siègent également au conseil de surveillance de la Société en qualité de censeurs.

2.2. Rappel des décisions préalables du conseil de surveillance

À la demande des deux membres indépendantes du conseil de surveillance, les membres du conseil de surveillance de la Société se sont réunis le 26 juin 2023 afin de prendre connaissance du projet d'Offre. Conformément aux meilleures pratiques de gouvernance ainsi qu'à la recommandation AMF n° 2006-15, le conseil de surveillance, lors de cette réunion, a mis en place un comité *ad hoc* avec pour mission de proposer au Conseil de Surveillance l'identité de l'expert indépendant, de superviser ses travaux et de préparer le projet d'avis motivé. Ce comité *ad hoc* est composé de trois membres, dont deux membres indépendantes, à savoir :

- Madame Céline Fantin, représentante permanente de la société Fantinnov ;
- Madame Martine Griffon-Fouco, représentante permanente de la société Gali ; et
- Monsieur Jérôme Gacoin.

En outre, lors de sa réunion du 11 juillet 2023, sur recommandation du comité *ad hoc*, le conseil de surveillance de la Société a désigné le cabinet Accuracy, représenté par Monsieur Henri Philippe, en qualité d'expert indépendant en application des dispositions de l'article

261-1, I 1^{o3}, 2^{o4}, 4^{o5} et 5^{o6} du règlement général de l'AMF, avec pour mission de préparer un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

Les membres du comité *ad hoc* ont pu échanger à plusieurs reprises avec l'expert indépendant, et suivre la réalisation de ses travaux.

2.3. Avis motivé du conseil de surveillance

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, les membres du conseil de surveillance se sont réunis le 21 novembre 2023, sur convocation faite conformément aux statuts de la Société, afin d'examiner le projet d'Offre et de rendre leur avis motivé sur l'intérêt de l'Offre et ses conséquences pour ORAPI.

Tous les membres du conseil de surveillance de la Société étaient présents ou représentés, à l'exception de Monsieur Damien Scaillierez, membre du conseil de surveillance désigné par Kartesia, absent et excusé.

Ainsi qu'il est indiqué en Section 1.2.4 "*Composition des organes sociaux et de la direction de la Société*" du Projet de Note d'Information, l'Initiateur a précisé que les membres du conseil de surveillance de la Société issus du groupe Paredes ne prendront pas part aux délibérations du conseil de surveillance aux termes desquelles le conseil de surveillance rendra son avis motivé sur l'Offre en application de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF.

En l'absence de participation aux débats du président du conseil de surveillance, les débats et le vote sur l'avis motivé du conseil de surveillance se sont tenus sous la présidence de Madame Céline Fantin, représentante permanente de la société Fantinnov, désignée présidente de séance en sa qualité de membre du *comité ad hoc*.

L'avis motivé du conseil de surveillance a été adopté à l'unanimité des membres ayant pris part aux délibérations et au vote, en ce compris les membres indépendants, étant précisé que Messieurs François-Xavier Thuilleur et Eric Palanque, en tant que membres du conseil de surveillance issus du groupe Paredes, n'ont pas pris part aux délibérations et au vote.

Un extrait des délibérations de cette réunion, contenant l'avis motivé du conseil de surveillance, est reproduit ci-dessous :

³ En tant que de besoin, dans l'hypothèse où Groupe Paredes contrôlerait la Société au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce préalablement au dépôt de l'Offre.

⁴ À raison de la conclusion d'un accord entre Groupe Paredes et Monsieur Guy Chiffot, président du conseil de surveillance de la Société.

⁵ À raison de l'existence d'accords connexes.

⁶ En tant que de besoin, dans l'hypothèse où Groupe Paredes déciderait de viser dans le cadre de l'Offre Publique les ORA 2 émises par la Société.

« Le conseil de surveillance d'ORAPI (la « **Société** ») s'est réuni ce jour 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, ainsi que sur les conséquences qu'auraient pour la Société, ses actionnaires et ses salariés, le projet d'offre publique d'acquisition (l'« **Offre** »), visant les actions de la Société et stipulé à un prix de 6,50 euros par action, initié par Groupe Paredes (l'« **Initiateur** »).

L'Initiateur est la société de tête d'un groupe familial, Paredes, contrôlé par la famille de ses fondateurs.

Madame Céline Fantin rappelle que les termes de l'Offre sont décrits dans le projet de note d'information de l'Initiateur déposé auprès de l'AMF le 2 novembre 2023.

Madame Céline Fantin rappelle également que, conformément à la recommandation AMF n° 2006-15, lors de sa réunion du 26 juin 2023, le conseil de surveillance a mis en place un comité *ad hoc* chargé de superviser la mission de l'expert indépendant dans la perspective de l'avis motivé du conseil de surveillance (le « **Comité** »).

Le Comité est composé de trois membres, dont deux membres indépendantes (Mme Céline Fantin (représentante permanente de la société Fantinnov) et Mme Martine Griffon-Fouco (représentante permanente de la société Gali)), et de M. Jérôme Gacoin.

Préalablement à la réunion de ce jour, les membres du conseil de surveillance ont pu prendre connaissance des documents suivants afin de leur permettre de détenir toutes les informations leur permettant d'émettre un avis motivé :

- le projet de note d'information de l'Initiateur déposé auprès de l'AMF le 2 novembre 2023, contenant notamment le contexte et les motifs de l'Offre, les intentions de l'Initiateur, les caractéristiques de l'Offre ainsi que les éléments d'appréciation du prix de l'Offre établis par les établissements présentateurs et garants, BNP Paribas et Crédit Industriel et Commercial ;
- l'attestation de l'expert indépendant, qui conclut au caractère équitable d'un point de vue financier, pour les actionnaires minoritaires de la Société, du prix offert de 6,50 euros par action de la Société ;
- le projet de note d'information en réponse établi par la Société destiné à être déposé auprès de l'AMF dans les jours à venir, incluant le projet d'avis motivé du conseil de surveillance, lequel reste à être complété du rapport du cabinet Accuracy ; et
- l'avis favorable du comité social et économique d'ORAPI rendu le 6 novembre 2023.

Messieurs François-Xavier Thuilleur et Eric Palanque rappellent que, conformément à ce qui est indiqué dans le projet de note d'information de l'Initiateur, en tant que membres du conseil de surveillance de la Société issus du groupe Paredes, ils ne s'exprimeront pas et laisseront les autres membres du conseil de surveillance débattre et voter sur l'intérêt de

l'Offre et sur les conséquences de celle-ci pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

I. Travaux et recommandation du Comité

Madame Céline Fantin rend compte de la mission du Comité et résume ci-après succinctement les travaux accomplis dans ce cadre :

A - Processus de nomination de l'expert indépendant

Trois cabinets ont été identifiés comme pouvant répondre aux critères d'indépendance et de compétence requis par la réglementation applicable. Le choix porté sur ces trois cabinets résulte d'un processus de sélection prenant en compte (i) la notoriété des experts indépendants, (ii) leur compétence, (iii) leur implication dans des opérations récentes, (iv) l'absence de conflits d'intérêt, (v) l'absence de procédure judiciaire à leur encontre.

Des propositions d'intervention de ces trois cabinets ont été remises aux membres du Comité. À la suite de la réception de ces propositions, les membres du Comité ont souhaité pouvoir auditionner des représentants de deux de ces trois cabinets.

Ainsi, le 6 juillet 2023, le Comité a examiné de manière approfondie les profils et l'expérience des deux cabinets retenus, dont le cabinet Accuracy, ainsi que les opérations qu'ils ont pu conduire avec la Société et qui pourraient affecter leur indépendance. À l'issue de cette revue, le cabinet Accuracy a été retenu par le Comité à raison notamment (i) de sa compétence, (ii) de l'importance donnée par ce dernier au calcul des futures synergies opérationnelles qui seront mises en place entre la Société et Groupe Paredes, (iii) des modalités d'organisation de ses travaux avec les membres du Comité (avec la tenue de réunions régulières), et (iv) de la prise en compte dans ses travaux du litige en cours concernant la convention de prestations de services conclue entre la Société et la société La Financière MG3F.

Le cabinet Accuracy a confirmé ne pas être en situation de conflit d'intérêts avec les différents intervenants et disposer des moyens matériels suffisants et de la disponibilité nécessaire pour réaliser sa mission dans la période considérée. Compte tenu de ce qui précède, le Comité a choisi de recommander la nomination du cabinet Accuracy au conseil de surveillance.

Lors de sa réunion du 11 juillet 2023, sur recommandation du Comité, le conseil de surveillance de la Société a désigné le cabinet Accuracy, représenté par Monsieur Henri Philippe, en qualité d'expert indépendant en application des dispositions de l'article 261-1,

I¹⁰⁷, 2⁰⁸, 4⁰⁹, 5¹⁰ du règlement général de l'AMF, avec pour mission de préparer un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

B - Travaux du Comité et interactions avec l'expert indépendant

Madame Céline Fantin indique que le Comité a pu échanger à plusieurs reprises avec l'expert indépendant et a assuré le suivi de ses travaux.

Les membres du Comité ont participé à plusieurs réunions, dont une synthèse figure ci-dessous :

- 26 juin 2023 : à la suite de la constitution du comité ad hoc par le conseil de surveillance d'ORAPI, première réunion du comité ad hoc pour présenter aux membres l'étendue de leur mission dans le cadre de l'offre publique qui sera déposée par Groupe Paredes (sélection de l'expert indépendant, suivi de ses travaux et rédaction d'un projet d'avis motivé)
- 28 juin 2023 : échange entre les membres du comité ad hoc pour présélectionner 3 cabinets d'expertise indépendante, en vue de requérir de leur part la fourniture de propositions d'intervention
- 5 juillet 2023 : après réception des propositions des 3 cabinets d'expertise indépendante présélectionnés, échange sur ces propositions et sélection de deux cabinets pour une audition orale
- 6 juillet 2023 : audition orale des représentants de chacun des deux cabinets et sélection du cabinet Accuracy
- 1^{er} août 2023 : point d'étape entre le comité ad hoc et le cabinet Accuracy avant la pause estivale ; mise à jour des discussions intervenues entre Groupe Paredes et les deux principaux actionnaires et échange sur le calendrier prévisionnel de l'Offre
- 8 septembre 2023 : point d'étape entre le comité ad hoc et le cabinet Accuracy sur les travaux réalisés depuis la date de la dernière réunion du comité ad hoc. Le cabinet Accuracy a notamment échangé avec Groupe Paredes et la banque présentatrice sur leurs travaux de valorisation d'ORAPI, et a également indiqué avoir sollicité des réunions avec Monsieur Guy Chiffot et Kartesia. Le comité ad hoc a relevé, au cours de cette réunion, que l'offre d'acquisition du Groupe Paredes extériorisait un prix inférieur à la valeur des capitaux propres d'ORAPI. Enfin, un point sur les accords

⁷ En tant que de besoin, dans l'hypothèse où Groupe Paredes contrôlerait la Société au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce préalablement au dépôt de l'Offre.

⁸ À raison de la conclusion d'un accord entre Groupe Paredes et Monsieur Guy Chiffot, président du conseil de surveillance de la Société.

⁹ À raison de l'existence d'accords connexes.

¹⁰ En tant que de besoin, dans l'hypothèse où Groupe Paredes déciderait de viser dans le cadre de l'Offre Publique les ORA 2 émises par la Société.

connexes a été fait entre les membres du comité ad hoc et le cabinet Accuracy, qui attend la communication des versions définitives des accords connexes en question pour donner son opinion. Le comité ad hoc s'est également interrogé sur les modalités de remboursement en numéraire (ou de conversion, le cas échéant) des ORA 2 émises par la Société

- 15 septembre 2023 : point d'étape entre le comité ad hoc et le cabinet Accuracy, au cours duquel l'expert indépendant a dit avoir eu un entretien avec Kartesia et n'avoir toujours pas reçu les projets d'accords connexes. Le cabinet Accuracy a précisé qu'il était toujours en attente du plan d'affaires d'ORAPI : le management d'ORAPI a indiqué à cet égard que le plan d'affaires devait être ajusté en fonction de la décision du conseil de surveillance d'ORAPI sur l'approbation des comptes du premier semestre 2023. Les membres du comité ad hoc ont également attiré l'attention du cabinet Accuracy sur le traitement du compte courant débiteur inscrit au nom de la société MG3F dans les livres d'ORAPI (qui constitue un prêt consenti par ORAPI à la société MG3F), d'un montant en principal d'environ 1,4 million d'euros. Il a notamment été mentionné que l'absence de remboursement par la société MG3F de ce compte courant à ORAPI serait susceptible de caractériser un complément de prix au bénéfice de la société MG3F. Un point sur le contrat de location à conclure entre ORAPI et la société IPLA a également été fait, les membres du comité ad hoc souhaitant s'assurer que le montant du loyer devant être payé par ORAPI soit bien un loyer de marché
- 22 septembre 2023 : point d'étape entre le comité ad hoc et le cabinet Accuracy, au cours duquel la situation du compte courant débiteur de la société MG3F a de nouveau été évoquée. Les membres du comité ad hoc et le cabinet Accuracy ont à ce titre échangé sur la rédaction d'un projet de protocole transactionnel à conclure entre ORAPI, ses principaux actionnaires et Groupe Paredes, prévoyant que le montant du compte courant à rembourser par la société MG3F à ORAPI serait soumis à un expert en évaluation d'entreprises. Il a été rappelé à cette occasion que ce montant figure dans les comptes sociaux d'ORAPI depuis plusieurs exercices. Il a été rappelé à ce titre les éventuelles conséquences sur l'offre publique de Groupe Paredes d'une absence de remboursement de la totalité de ce compte courant. Les membres du comité ad hoc ont également échangé avec le cabinet Accuracy sur le plan d'affaires ORAPI
- 29 septembre 2023 : échanges entre le management d'ORAPI et le cabinet Accuracy sur les hypothèses et objectifs retenus par le management pour la construction du plan d'affaires d'ORAPI, qui sera utilisé par le cabinet Accuracy dans le cadre de ses travaux de valorisation, notamment pour les besoins de la méthode des flux de trésorerie actualisés (dite méthode « DCF »). Le comité ad hoc et le cabinet Accuracy ont également échangé à cette occasion sur les autres méthodes de valorisation possibles (notamment, les multiples de transactions pour les sociétés non cotées et les valeurs de marché ou prévisions annoncées pour les sociétés cotées), étant précisé que le cabinet Accuracy a jugé la méthode « DCF » comme la plus pertinente. Le calendrier de l'offre a également été évoqué

- 13 octobre 2023 : point d'étape entre le comité ad hoc et le cabinet Accuracy pour évoquer le statut des différents accords connexes, entre ceux déjà signés (le protocole de cession des actions ORAPI détenues par le bloc familial Chiffot à Groupe Paredes : à ce sujet, le comité ad hoc a demandé des explications sur les flux financiers figurant dans le protocole de cession) et ceux devant être signés ultérieurement (notamment (i) le protocole transactionnel entre les principaux actionnaires d'ORAPI et Groupe Paredes, et (ii) l'engagement d'apport des actions ORAPI détenues par Kartesia à l'offre publique de Groupe Paredes). Le comité ad hoc et le cabinet Accuracy ont également échangé sur les travaux de valorisation réalisés à date par le cabinet Accuracy (méthodes de valorisation à retenir et méthodes de valorisation à écarter car considérées comme non pertinentes)
- 23 octobre 2023 : à la suite de la réalisation de la cession des actions ORAPI détenues par le bloc familial Chiffot à Groupe Paredes, intervenue le 19 octobre 2023, le comité ad hoc et le cabinet Accuracy ont reçu les versions définitives des accords connexes signés à cette occasion. Le cabinet Accuracy a présenté son analyse des accords connexes conclus, notamment ceux n'appelant pas de commentaires particuliers de leur part, et ceux nécessitant des compléments d'information ou des confirmations ultérieures dans les lettres d'affirmation à adresser au cabinet Accuracy préalablement à la remise de son rapport. S'agissant du compte courant débiteur de la société MG3F, il a été rappelé lors de cette réunion qu'il avait bien été remboursé en totalité (intérêts compris) par la société MG3F à ORAPI. Le protocole transactionnel dans sa version finale prévoit cependant que le montant définitif de ce compte courant sera soumis à un expert en évaluation d'entreprises
- 7 novembre 2023 : à la suite du dépôt auprès de l'AMF du projet de note d'information de l'Initiateur, intervenu le 2 novembre 2023, le comité ad hoc a échangé sur le contenu de ce projet de note d'information. Le comité ad hoc a notamment relevé que (i) l'Initiateur et ses conseils ont construit un Plan d'Affaires « standalone » sur la base des données historiques publiées par la Société pour les besoins de leurs travaux de valorisation, et n'ont donc pas pris pour référence le plan d'affaires de la Société, et (ii) tout en développant les « fortes complémentarités » entre Groupe Paredes et ORAPI, l'Initiateur a déclaré que les synergies opérationnelles décrites et leurs coûts de mise en place n'ont pas pu être chiffrées à ce stade. Les membres du comité ad hoc ont échangé sur ces affirmations de l'Initiateur
- 17 novembre 2023 : les membres du comité ad hoc se sont réunis dans les locaux du cabinet Gibson Dunn & Crutcher, conseil de la Société, pour échanger sur la rédaction du projet d'avis motivé
- 20 novembre 2023 : après réception de la version signée du rapport du cabinet Accuracy, les membres du comité ad hoc ont adopté (par décision écrite unanime) la version finale du projet d'avis motivé

C - Plan d'affaires de la Société

Un plan d'affaires de la Société a été transmis au cabinet Accuracy pour les besoins de ses travaux (le « **Plan d'Affaires Société** »). Le Plan d'Affaires Société a été préparé sur la base des objectifs initiaux du plan ORAPI 2025 annoncé au marché en 2021. Ces objectifs ont été mis à jour régulièrement (la dernière fois dans le cadre des tests d'impairment au 30 juin 2023), notamment (i) pour tenir compte des chiffres réels réalisés par le groupe ORAPI lors des exercices 2021 et 2022, ainsi que lors du premier semestre de l'exercice 2023, et (ii) pour étendre la période considérée d'année en année (de telle sorte à conserver un plan d'affaires sur cinq ans). Par ailleurs, le Plan d'Affaires Société adopte une approche plus prudente pour (i) exclure les effets de l'inflation s'agissant de la croissance du chiffre d'affaires, (ii) adopter des hypothèses de développement inférieures à celles définies dans les objectifs commerciaux, et (iii) intégrer les impacts de l'accentuation de mesures d'optimisations commerciales et d'amélioration des marges.

Le Plan d'Affaires Société a été validé par l'ensemble des membres du comité exécutif de la Société, ainsi que par le directoire de la Société. Le Plan d'Affaires Société n'a pas été validé par le conseil de surveillance de la Société. Il est toutefois précisé que le conseil de surveillance a approuvé l'arrêté des comptes semestriels de la Société au 30 juin 2023, incluant la dépréciation du « goodwill » qui a été calculée sur la base du Plan d'Affaires Société.

L'équipe de direction considère que le Plan d'Affaires Société, intégrant l'approche prudente décrite ci-dessus, traduit la meilleure estimation des prévisions de la Société. Il est toutefois précisé que l'évolution de l'environnement de la Société est susceptible d'avoir un impact sur ces prévisions, à la hausse comme à la baisse. A la connaissance de la Société, il n'existe pas d'autres données prévisionnelles pertinentes.

A l'exception de l'approche prudente décrite ci-dessus retenue pour les besoins de la mise à jour du Plan d'Affaires Société qui a été faite dans le contexte de l'Offre et de la communication du Plan d'Affaires Société à l'expert indépendant, les hypothèses du Plan d'Affaires Société ne sont pas en contradiction avec la communication financière antérieure de la Société, notamment le plan ORAPI 2025. Il est précisé à toutes fins utiles que les objectifs fixés aux équipes commerciales du groupe ORAPI sont ceux du plan ORAPI 2025, ajustés de manière non significative le cas échéant.

D - Revue du projet de note d'information de l'Initiateur

Dans le cadre de sa revue du projet de note d'information de l'Initiateur, le Comité a relevé les éléments suivants :

- S'agissant du plan d'affaires utilisé par l'Initiateur pour les besoins de la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie disponibles : l'Initiateur et ses conseils ont construit un Plan d'Affaires « standalone » sur la base des données historiques publiées par la Société, et n'ont donc pas pris pour référence le Plan d'Affaires Société. Le Comité relève que certaines hypothèses de travail retenues par l'Initiateur sont moins favorables

que celles anticipées par la Société (ce point ayant également été noté par le cabinet Accuracy en section 5.1 de son rapport) ;

- S'agissant des synergies développées par l'Initiateur : l'Initiateur mise sur la « forte complémentarité » entre les deux groupes, mais indique que « *les coûts de mise en place [des opportunités économiques liées aux synergies opérationnelles] n'ont pas été chiffré[s] à ce stade* ». Les membres du Comité notent que des montants chiffrés de synergies ont été communiqués (i) aux membres du conseil de surveillance de la Société lors de la présentation du projet de Groupe Paredes lors de la réunion du conseil de surveillance de la Société du 16 juin 2023 et (ii) aux membres du comité social et économique de la Société dans le contexte du processus d'information et de consultation du comité social et économique d'ORAPI préalable à la signature du contrat d'acquisition du bloc d'actions ORAPI détenu par le groupe familial Chiffot. Les membres du Comité prennent acte que ces montants chiffrés n'ont pas été repris dans le projet de note d'information de l'Initiateur.

E - Lettre d'actionnaires minoritaires

Deux courriels en provenance du collectif Valora 3.14 ont été reçus le 9 août 2023 et le 8 octobre 2023 par le cabinet Accuracy. Le cabinet Accuracy répond à ces observations en section 6 de son rapport.

F - Conclusions du rapport de l'expert indépendant

Les conclusions des travaux de l'expert indépendant sont reproduites ci-dessous :

« Caractère équitable du Prix d'Offre

Dans le cadre de l'offre publique d'achat obligatoire stricto sensu, nous estimons que le prix de 6,50 € par action offert aux Actionnaires Minoritaires de la Société est équitable d'un point de vue financier, car ce prix est précisément égal au prix payé par Groupe Paredes, Initiateur de l'Offre, pour acquérir la participation susvisée.

Analyse des accords connexes

Par ailleurs, à la suite des diligences que nous avons réalisées, nous n'avons identifié aucun élément nous conduisant à penser que les accords conclus par l'Initiateur avec les dirigeants et les actionnaires de la Société dans le cadre de l'Opération ont biaisé ses conditions financières.

Intérêt pour les Actionnaires Minoritaires d'apporter leurs titres à l'Offre

En vue d'apprécier l'intérêt pour les Actionnaires Minoritaires de présenter leurs titres à l'Offre, nous avons tout d'abord cherché à estimer – de façon usuelle en pareille circonstance – la valeur en standalone de la Société (ou Valeur Intrinsèque) à travers une évaluation multicritères.

Notre conclusion est que la Valeur Intrinsèque de la Société se situe dans une fourchette d'estimations comprises entre 5,4 € et 7,9 €. L'amplitude de cette fourchette dépend en grande partie de l'appréciation de la probabilité de réalisation du scénario de retour à la croissance organique et de redressement de la profitabilité intégrée dans le Plan d'Affaires. De ce fait, si l'on considère le milieu de fourchette de nos estimations, le Prix d'Offre de 6,50 € intègre de façon satisfaisante la valeur des actifs de la Société et de son potentiel de développement. En revanche, et considérant à nouveau le milieu de fourchette de nos estimations, le Prix d'Offre n'intègre pas l'impact des éventuelles inflexions stratégiques et opérationnelles qui pourraient être mises en œuvre par l'Initiateur dans le futur proche.

Sur la base de nos analyses, le Prix d'Offre intègre une exigence de rentabilité additionnelle (ou prime de risque spécifique) de l'ordre de 200 bps par rapport au coût du capital estimé pour l'activité qui semble raisonnable compte tenu des risques associés à la réalisation du scénario du Plan d'Affaires et de l'historique de performance de la Société. Dans le cadre de la présente Offre, les Actionnaires Minoritaires bénéficient donc d'une fenêtre de liquidité acceptable dans la mesure où elle peut être saisie sans décote apparente par rapport à la Valeur Intrinsèque de la Société.

En revanche, compte tenu de la complémentarité des deux groupes, la Société dans les mains de l'Initiateur a vraisemblablement un potentiel de valorisation supérieur qui n'est pas entièrement reflété par le Prix d'Offre. Il importe de préciser que ce potentiel additionnel de valorisation n'est nullement garanti et que son estimation est rendue délicate par l'information limitée dont nous avons disposé dans le cadre de notre mission. Bien plus, pour l'actionnaire désireux de prendre sa chance en conservant ses titres, cette décision implique l'acceptation de risques additionnels (relatifs à l'intégration des deux groupes, à la matérialisation effective des synergies attendues aux bornes d'Orapi, à l'absence de visibilité sur les conditions d'une éventuelle fenêtre de liquidité ultérieure).

A cet égard, le Bloc Chifflot et Kartesia ont fait le choix de céder leurs actions au prix de 6,50 € (en dépit du potentiel de valorisation important que ces deux acteurs étaient tout à fait à même d'apprécier). Bien que les situations patrimoniales de ces deux acteurs ne soient pas comparables à celle des Actionnaires Minoritaires, cette décision reste néanmoins éclairante sur les risques associés au rapprochement d'Orapi et Groupe Paredes.

En conclusion, nous confirmons le caractère équitable des conditions financières de l'Offre pour les Actionnaires Minoritaires d'Orapi. »

G - Conclusions et recommandations du Comité

Le 20 novembre 2023, le Comité a finalisé, au regard notamment du rapport définitif de l'expert indépendant et de l'avis du comité social et économique d'ORAPI sur l'Offre, sa recommandation au conseil de surveillance de la Société.

– S'agissant de l'intérêt de l'Offre **pour la Société**, le Comité relève que :

- le projet de note d'information indique que « *l'Initiateur considère que son groupe et le groupe Orapi disposent de fortes complémentarités qui permettraient aux deux groupes, rebaptisés ensemble groupe Paredes Orapi, de devenir l'un des leaders français du marché de l'hygiène professionnelle, avec un profil idéal pour poursuivre la consolidation et devenir un des leaders européens* ». Ce nouveau groupe aurait un chiffre d'affaires agrégé de 450 millions d'euros et serait composé de 1.600 salariés ;
- l'Initiateur et la Société, qui sont de taille similaire, ont des complémentarités à la fois industrielles, commerciales et opérationnelles, ainsi qu'une proximité culturelle et géographique fortes ;
- l'Initiateur a souligné la complémentarité industrielle puisque le groupe ORAPI est intégré verticalement sur la chimie et le groupe Paredes sur la transformation de la ouate. La complémentarité commerciale est également soulignée puisque ORAPI est présent auprès des collectivités publiques et de la restauration alors que Paredes est présent dans le secteur de la santé et des industries agroalimentaires. Néanmoins certains effets négatifs sont à envisager puisque certains clients pourraient souhaiter maintenir une certaine diversité des fournisseurs ;
- l'Initiateur a déjà identifié des actions visant à exploiter au mieux cette complémentarité, notamment dans l'optimisation des processus d'achats, la convergence entre les gammes de produits vendus afin d'aboutir à un catalogue commun. L'initiateur a prévu l'évaluation des opportunités de regroupement ou de réorganisation de certains sites des deux groupes;
- s'agissant des filiales étrangères d'ORAPI, l'Initiateur entend poursuivre la démarche initiée par ORAPI de rationaliser ses implantations internationales, afin de ne conserver à terme que les filiales disposant d'un potentiel de développement avéré ;
- à la date du projet de note d'information, l'Initiateur n'envisage pas de fusionner avec la Société et ne prévoit aucune réorganisation ;
- Groupe Paredes envisage de demander le remboursement en numéraire des ORA 2 émises par ORAPI en totalité, dans un calendrier qui sera fonction des capacités de remboursement de la Société de sorte qu'un tel remboursement ne porte pas atteinte à l'activité du groupe ORAPI ;
- l'Initiateur envisage de proposer à l'assemblée générale des actionnaires de la Société qui sera appelée à approuver les comptes de l'exercice qui sera clos le 31 décembre 2023 de décider un changement du mode d'administration et de direction de la Société pour adopter la formule à direction générale et conseil d'administration ;

- sous réserve de disposer des pouvoirs nécessaires et en conformité à la réglementation applicable, l'Initiateur envisage de modifier la composition du directoire de la Société à compter de la date à laquelle l'AMF aura décidé de la conformité de l'Offre : à cette date, il est envisagé que Monsieur François-Xavier Thuilleur soit désigné président du directoire (et soit remplacé à la présidence du conseil de surveillance de la Société par Monsieur Eric Palanque),
- S'agissant de l'intérêt de l'Offre **pour les actionnaires**, au plan financier, le Comité note que :
- le prix de l'Offre a été accepté par deux actionnaires significatifs : les membres du groupe familial Chiffot, d'une part, et Kartesia (sous réserve, s'agissant de cette dernière, de l'accomplissement des conditions suspensives prévues dans leur engagement d'apport), d'autre part, représentant ensemble environ 64,7% du capital social de la Société. Du point de vue de Kartesia, l'offre permet ainsi de clore son investissement dans ORAPI en dégagant une rentabilité suffisante
 - le prix de l'Offre fait apparaître des niveaux de primes de 42,9% par rapport au cours de clôture de l'action du 15 juin 2023 (dernier jour de cotation avant la suspension du cours de bourse d'ORAPI) et, respectivement, de 54,3%, 56,4%, 51,4% et 43,5% par rapport à la moyenne des cours de bourse pondérée par les volumes sur 1 mois, 3 mois, 6 mois et 12 mois précédant cette date, tels que présentés dans le projet de note d'information de l'Initiateur ; le Comité relève toutefois, sur la base du rapport du cabinet Accuracy, que les montants échangés sur le marché du titre ORAPI sont particulièrement faibles (2 millions d'euros échangés en cumulé sur les douze mois précédant la date du 15 juin 2023) et que le cours de bourse ne constitue pas une référence pertinente à ce titre ;
 - les travaux du cabinet Accuracy sur l'évaluation par l'actualisation des flux de trésorerie disponibles font ressortir une valeur intrinsèque des capitaux propres d'ORAPI au 30 juin 2023, comprise entre 5,4 euros et 7,9 euros par action. Le prix de l'Offre se situe au milieu de cette fourchette et extériorise une prime de 20,6% par rapport à la valeur basse de la fourchette, et de -17,4% par rapport à la valeur haute de la fourchette. Cependant, il n'intègre pas l'impact des éventuelles inflexions stratégiques et opérationnelles qui pourront être mises en place par l'Initiateur ;
 - la valorisation d'ORAPI sur la base de l'actualisation des flux de trésorerie disponibles, telle qu'elle résulte des travaux de l'Initiateur, présente une conclusion éloignée de celle du rapport du cabinet Accuracy. Celui-ci, en section 5.1 de son rapport, note que la valorisation de l'Initiateur repose sur une approche plus prudente que celle de la Société, notamment s'agissant des prévisions sur le montant des flux de trésorerie futurs (revues à la baisse par l'Initiateur) et des provisions pour risques. La valorisation de l'Initiateur retient par ailleurs une valeur des intérêts minoritaires plus élevés et des ajustements

de BFR. Les membres du Comité relèvent ainsi un écart de près de 4 euros par action (pris en milieu de fourchette) entre les travaux de valorisation de l'Initiateur (valeur par action comprise entre 1,9 euro et 3,1 euros) et ceux du cabinet Accuracy (valeur par action comprise entre 5,4 euros et 7,9 euros) ;

- le rapport du cabinet Accuracy, sur la base des informations préliminaires transmises par l'Initiateur, estime la quote-part de la valeur des synergies entre Groupe Paredes et ORAPI, qui viendrait s'ajouter à la valeur intrinsèque de la Société, entre 1,5 euro et 2,5 euros par action ORAPI, représentant une valeur par action ORAPI de 6,9 euros (5,4 euros + 1,5 euro) en bas de fourchette ;
 - le cabinet Accuracy considère dans ses conclusions que *« compte tenu de la complémentarité des deux groupes, la Société dans les mains de l'Initiateur a vraisemblablement un potentiel de valorisation supérieur qui n'est pas entièrement reflété par le Prix d'Offre. Il importe de préciser que ce potentiel additionnel de valorisation n'est nullement garanti et que son estimation est rendue délicate par l'information limitée dont nous avons disposé dans le cadre de notre mission. Bien plus, pour l'actionnaire désireux de prendre sa chance en conservant ses titres, cette décision implique l'acceptation de risques additionnels (relatifs à l'intégration des deux groupes, à la matérialisation effective des synergies attendues aux bornes d'Orapi, à l'absence de visibilité sur les conditions d'une éventuelle fenêtre de liquidité ultérieure) »* ;
 - l'Offre permet aux actionnaires de la Société de bénéficier d'une fenêtre de liquidité immédiate, au même prix que celui accepté par les deux principaux actionnaires de la Société, et sans décote apparente par rapport à la valeur intrinsèque d'ORAPI ;
 - le cabinet Accuracy a confirmé, à l'issue de ses travaux, le caractère équitable des conditions financières de l'Offre pour les actionnaires minoritaires d'ORAPI ;
 - en matière de dividendes, l'Initiateur a indiqué qu'il *« se réserve le droit de modifier la politique de dividendes de la Société à la suite de la clôture de l'Offre »*, mais ne précise pas davantage ses intentions à ce sujet (étant rappelé qu'aucun dividende n'a été distribué par la Société au cours des cinq derniers exercices),
- S'agissant de l'intérêt de l'Offre **pour les salariés**, le Comité relève que :
- le projet de note d'information de l'Initiateur précise qu'*« afin de permettre la poursuite du développement des activités de la Société, Groupe Paredes s'est par ailleurs engagé à conduire le plan d'intégration du groupe Orapi au sein du futur groupe Paredes Orapi »* et rappelle l'engagement pris par l'Initiateur de *« [maintenir] l'emploi du nouveau groupe [Paredes ORAPI] constitué à un horizon de trois (3) ans sur le périmètre France »* ;

- l'Initiateur envisage de rapprocher les politiques en matière sociale des sociétés françaises d'ORAPI sur celles de Groupe Paredes, sur la base des politiques applicables au sein de Groupe Paredes, globalement plus avantageuses ;
- le comité social et économique d'ORAPI a rendu, le 6 novembre 2023, un avis favorable sur l'Offre.

En conclusion de quoi :

- Le Comité a pris acte des éléments qui résultent des intentions et objectifs déclarés par l'Initiateur dans son projet de note d'information et a pris connaissance des conclusions du rapport de l'expert indépendant (en ce compris les réponses formulées aux observations des actionnaires minoritaires de la Société) ;
- Le Comité a examiné l'intérêt de l'Offre pour la Société, pour les actionnaires et pour les salariés et a considéré que l'Offre était conforme aux intérêts de chacun ;
- Le Comité considère que l'Offre représente une opportunité pour les actionnaires qui souhaiteraient apporter leurs titres à l'Offre de bénéficier d'une liquidité immédiate dans des conditions équitables d'un point de vue financier. Il a également relevé que le nouvel ensemble formé de l'Initiateur et de la Société a un potentiel de valorisation supérieur au prix de l'Offre, étant précisé que ce potentiel de valorisation n'est nullement garanti pour les actionnaires et implique l'acceptation de risques additionnels (relatifs par exemple à l'intégration des deux groupes, à la matérialisation effective des synergies et à l'absence de visibilité sur les conditions d'une éventuelle fenêtre de liquidité ultérieure) ;
- Le Comité prend acte que l'Initiateur a l'intention de mettre en œuvre un retrait obligatoire des actions ORAPI à l'issue de l'Offre si les actions de la Société non apportées à l'Offre ne représentent pas plus de 10% du capital et des droits de vote de la Société ;
- À la suite de sa réunion du 17 novembre 2023, et de sa décision unanime en date du 20 novembre 2023, il recommande au conseil de surveillance de la Société d'émettre un avis favorable.

II. Avis motivé du conseil de surveillance

Le conseil de surveillance prend acte des travaux du Comité et des recommandations de ce dernier sur l'Offre ainsi que des conclusions de l'expert indépendant.

Au vu des éléments soumis et notamment (i) des objectifs et intentions exprimés par l'Initiateur, (ii) des éléments de valorisation préparés par les établissements présentateurs et garants, BNP Paribas et Crédit Industriel et Commercial, (iii) des conclusions du rapport de l'expert indépendant, (iv) de l'avis du comité social et économique d'ORAPI, (v) des conclusions des travaux de revue du Comité et (vi) des éléments figurant ci-dessus, le

conseil de surveillance, après en avoir délibéré, et étant précisé que Messieurs François-Xavier Thuilleur et Eric Palanque, en tant que membres du conseil de surveillance issus du groupe Paredes, se sont abstenus de participer aux débats et de voter, décide, à l'unanimité des membres ayant pris part aux délibérations et au vote (à savoir les trois membres du Comité, Monsieur Damien Scaillierez, membre du conseil de surveillance désigné par Kartesia, étant absent et excusé) :

- de reprendre à son compte, en tout point, les observations, conclusions et recommandations du Comité ;
- d'émettre, à la lumière des observations, conclusions et recommandation du Comité, un avis favorable sur le projet d'Offre tel qu'il lui a été présenté ;
- de recommander aux actionnaires de la Société qui souhaiteraient bénéficier d'une liquidité immédiate d'apporter leurs actions à l'Offre ;
- d'approuver le projet de note en réponse de la Société ;
- d'autoriser, en tant que de besoin, le directoire à l'effet de :
 - 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 ;
 - préparer, signer et déposer auprès de l'AMF toute la documentation requise dans le cadre de l'Offre ;
 - signer toutes attestations requises dans le cadre de l'Offre ; et
 - plus généralement, prendre toutes dispositions et toutes mesures nécessaires ou utiles à la réalisation de l'Offre, en ce compris conclure et signer, au nom et pour le compte de la Société, toutes opérations et documents nécessaires et afférents à la réalisation de l'Offre, notamment tout communiqué de presse. ».

3. INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL DE SURVEILLANCE D'ORAPI

Aucun membre du conseil de surveillance d'ORAPI ne détient d'Action.

4. INTENTION DE LA SOCIÉTÉ QUANT AUX ACTIONS AUTO-DÉTENUES

A la date du présent Projet de Note en Réponse, la Société détient 128.927 de ses propres actions.

Lors de sa réunion du 27 octobre 2023, le conseil de surveillance de la société a décidé de ne pas apporter à l'Offre ces Actions auto-détenues par la Société, qui ne sont donc pas visées par l'Offre.

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

Sous réserve des différents accords mentionnés dans la présente Section 5, la Société n'a pas connaissance d'autres accords et n'est partie à aucun autre accord lié à l'Offre ou qui serait de nature à avoir un effet significatif sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.

5.1. Contrat d'Acquisition du Bloc

Ainsi que décrit précédemment, l'Initiateur a procédé, le 19 octobre 2023 à l'Acquisition du Bloc aux termes d'actes réitératifs conclus à cette date en application du Contrat d'Acquisition du Bloc en date du 6 octobre 2023. L'Acquisition du Bloc était ainsi subordonnée à l'accomplissement des conditions suspensives suivantes :

- (i) obtention de la mainlevée définitive et intégrale de la saisie-conservatoire portant sur la totalité des Actions détenues par la société La Financière MG3F ;
- (ii) obtention de l'accord de la société FHB Fiducie, en qualité de fiduciaire, agissant sur instructions des bénéficiaire de ladite fiducie, au titre d'un contrat de fiducie sûreté-gestion portant sur le transfert dans un patrimoine fiduciaire de l'intégralité des titres représentant le capital et les droits de vote de la société GC Consult ; et
- (iii) mise à disposition effective des sommes correspondant aux prix de cession du Bloc Chiffлот.

Le Contrat d'Acquisition du Bloc contenait par ailleurs des engagements des cédants relatifs :

- (iv) à la sécurisation de l'exploitation par le groupe Orapi du site de Saint-Vulbas à des conditions de marché, dont la société IPLA¹¹ est crédit-preneur à travers la conclusion de baux commerciaux de sous-location et de promesses de baux commerciaux et de promesse d'achat par IPLA des tènements immobiliers dont cette société est crédit-preneur et la Société sous-locataire aux termes des crédit-baux concernés ; et
- (v) à la composition du Conseil de Surveillance (voir Section 1.2.4 "*Composition des organes sociaux et de la direction de la Société*") du Projet de Note d'Information) et des organes sociaux du Groupe aux termes desquels Monsieur Guy Chiffлот s'est engagé, à première demande de Groupe Paredes à compter de la date de réalisation de l'Acquisition du Bloc (i) à démissionner de tout mandat social qu'il exerce au sein du Groupe et (ii) à faire en sorte que Monsieur Fabrice Chiffлот démissionne de tout

¹¹ Société par actions simplifiée au capital de 20.000 euros dont le siège social est sis 18, chemin des Moraises, Parc Industriel de la Plaine de l'Ain – 01700 Neyron, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Bourg-en-Bresse sous le numéro 538 429 614 et dont la majorité du capital et des droits de vote est détenue par Madame Fabienne Chiffлот et Monsieur Fabrice Chiffлот, enfants de Monsieur Guy Chiffлот.

mandat social qu'il exerce au sein du Groupe.

Le Contrat d'Acquisition du Bloc ne contenait aucune clause de complément de prix ou assimilable à un complément de prix ni aucun mécanisme de réinvestissement des cédants dans la Société ou une société du groupe de l'Initiateur.

5.2. Engagement d'Apport Kartesia

Les titres de la Société faisant l'objet de l'Engagement d'Apport Kartesia correspondent à l'intégralité des Actions détenues par les Entités Kartesia, soit, à la date du Projet de Note d'Information, un nombre de 1.979.466 Actions, diminué d'un nombre maximum de 175.515 Actions devant être cédées aux Managers aux termes des Protocoles Managers (tels que définis à la Section 5.3 du Projet de Note en Réponse). Ainsi, dans l'hypothèse où l'ensemble des cessions prévues aux termes des Protocoles Managers serait réalisé, le nombre d'Actions faisant l'objet de l'Engagement d'Apport Kartesia serait de 1.803.951.

L'Engagement d'Apport Kartesia prendra fin à la date la plus proche des dates suivantes : (i) la date à laquelle l'AMF déclarerait l'Offre non-conforme, ou (ii) la date de publication par l'AMF d'un avis indiquant que l'Offre a échoué et est caduque en application de l'article 231-9 du règlement général de l'AMF ou (iii) la date à laquelle l'Engagement d'Apport Kartesia sera de plein droit caduc aux termes de cet engagement d'apport (tel que décrit ci-après) ou (iv) le 31 décembre 2023 si l'Offre n'a pas été déclarée conforme par l'AMF à cette date, ou (v) la date de règlement-livraison de l'Offre ou (vi) la date à laquelle Groupe Paredes et/ou la Société modifierai(en)t les termes de l'Offre ou (vii) le 28 février 2024.

La réalisation de l'apport à l'Offre par les Entités Kartesia de leurs Actions aux termes de l'Engagement d'Apport Kartesia est toutefois soumise à l'accomplissement des conditions suspensives suivantes :

- approbation par le conseil de surveillance de la Société des éléments de rémunération variables au titre de l'exercice 2023 des membres du comité exécutif du Groupe ainsi que :
 - s'agissant des membres du comité exécutif non-membres du directoire de la Société (le « **Directoire** »), le versement de ces sommes ; et
 - s'agissant des membres du Directoire, la signature par l'Initiateur d'une lettre d'engagement portant sur (i) l'inscription à l'ordre du jour et le vote positif, lors de l'assemblée générale des actionnaires de la Société qui sera notamment appelée à approuver les comptes sociaux de l'exercice 2023, de ces éléments de rémunération variable, ainsi que (ii) leur versement au plus tard dans les sept (7) jours de la tenue de cette assemblée générale et (iii) l'obtention d'une garantie bancaire à première demande en garantie de chacun de ces engagements de Groupe Paredes,

étant précisé que ces éléments ont été approuvés par le conseil de surveillance de la Société lors de sa réunion du 15 novembre 2023.

- confirmation par le conseil de surveillance de la Société :
 - du maintien en vigueur de l'avenant au contrat de travail de Monsieur Henri Biscarrat conclu le 29 juillet 2020 prévoyant le versement à son profit d'une indemnité contractuelle de licenciement de ce dernier, es-qualités de salarié de la Société ;
 - en cas de perte de son mandat, de la poursuite du contrat de travail aux conditions de rémunération perçues par Monsieur Henri Biscarrat en 2023 et avec pris en compte de l'ancienneté acquise au titre du mandat ; et
 - de l'autorisation de ce dernier à conserver son véhicule de fonction en cas de départ du Groupe,

étant précisé que la confirmation de ces éléments a été décidée par le conseil de surveillance de la Société lors de sa réunion du 15 novembre 2023.

- adhésion de la Société au Protocole Transactionnel (tel que ce terme est défini ci-après), laquelle a été autorisée par le conseil de surveillance de la Société à l'occasion de sa réunion en date du 15 novembre 2023 ; et
- conclusion d'un contrat de cession portant sur la cession, au plus tard à la date de règlement-livraison de l'Offre initiale (et non de l'Offre Réouverte), de l'intégralité des 952.756 ORA 2 détenues par les Entités Kartesia au profit de Groupe Paredes à un prix de 5,20 euros par ORA 2.

L'Engagement d'Apport Kartesia prévoit par ailleurs une caducité de plein droit et sans formalité de cet engagement d'apport en cas d'offre concurrente à l'Offre qui serait déposée par un tiers et déclarée conforme par l'AMF. Il est également prévu qu'en cas de nouvelle offre de l'Initiateur déclarée conforme par l'AMF en surenchère à une offre concurrente déposée par un tiers, les engagements pris aux termes de l'engagement d'apport seraient à nouveau effectifs *mutatis mutandis* dans le cadre de la nouvelle offre de l'Initiateur.

En outre, aux termes de l'Engagement d'Apport Kartesia, les Entités Kartesia se sont chacune engagées, sous réserve de l'accomplissement des conditions suspensives visées ci-avant, notamment à :

- ne pas apporter à l'Offre les Actions de Préférence qu'elle sera amenée à détenir au résultat de l'exercice, par les Managers, des promesses d'achat décrites en Section 5.3 du Projet de Note en Réponse ;

- ne pas céder, transférer de quelque manière que ce soit ses titres de la Société, ne pas consentir un droit, une promesse ou conclure tout autre accord au profit d'un tiers (sauf à des affiliés des Entités Kartesia qui adhèreraient à l'Engagement d'Apport Kartesia) en vue du transfert de la propriété de ses titres ou conclure tout contrat, option ou autre convention, engagement ou accord ayant le même effet ;
- ne pas solliciter, initier, encourager ou entreprendre toute mesure de nature à faciliter ou mener une offre concurrente, et à mettre un terme à toute discussion ou négociation avec un tiers relative à toute proposition de nature à mener à une offre concurrente ou à une offre alternative ;
- notifier à l'Initiateur, dès réception, toute proposition de nature à mener à une offre concurrente ;
- ne pas agir de concert avec un tiers vis-à-vis de la Société, l'Initiateur considérant que, conformément aux stipulations du Pacte d'Actionnaires (tel que ce terme à la Section 6.2.2 ci-dessous) constitutif d'une action de concert entre les Entités Kartesia, Monsieur Guy Chiffлот, la société La Financière MG3F et la société ORAPI, la réalisation de l'Acquisition du Bloc a mis fin à cette action de concert ;
- ne pas prendre de mesure de nature à empêcher le succès de l'Offre.

Les principales dispositions de l'Engagement d'Apport Kartesia ont été rendues publiques par un avis de l'AMF en date du 30 octobre 2023¹².

5.3. Protocoles Managers

Le 26 octobre 2023, les Entités Kartesia ont conclu un protocole d'accord avec certains dirigeants actuels ou passés de la Société, à savoir Messieurs Henri Biscarrat, Garry Enouf, Vincent Estager, Emile Mercier et Philippe Montagnier (les « **Managers** ») (ensemble, les « **Protocoles Managers** ») ayant pour objet de permettre, dans le cadre de l'Offre, la mise en œuvre des promesses de cession et d'acquisition d'Actions et d'Actions de Préférence conclues le 20 octobre 2020 dans le cadre du plan d'intéressement mis en place à leur profit au cours de l'exercice 2020 à l'occasion de l'opération de restructuration financière du Groupe et prenant notamment la forme :

- (i) de l'attribution gratuite d'un nombre total de 900 Actions de Préférence de la Société à l'ensemble des Managers (à l'exception de Monsieur Philippe Montagnier), sur lesquelles ces derniers bénéficient d'une promesse d'achat consentie par les Entités Kartesia concernées, à savoir Kartesia Credit FFS – KCO IV Sub-fund et Kartesia Credit FFS – KCO V Sub-fund, permettant à ces Managers de céder à un prix déterminé, à la connaissance de la Société, sur la base des droits économiques desdites Actions de Préférence conformément à leurs termes et conditions tels que figurant en

¹² Voir avis AMF n°223C1732 du 30 octobre 2023.

annexe des statuts de la Société tels qu'adoptés le 29 juillet 2020 ;

- (ii) de la conclusion de promesses de cession dont bénéficient les Managers aux termes desquelles ces derniers peuvent acquérir auprès des Entités Kartesia concernées, à savoir Kartesia IV Topco Sàrl et Kartesia Securities V Sàrl, un nombre total de 175.515 Actions à un prix total, indemnité d'immobilisation incluse, de 5,20 euros par Action.

Conformément aux termes de ces Protocoles Managers et à la connaissance de la Société, il est prévu que (i) l'intégralité des 900 Actions de Préférence détenues par les Managers soit cédée par ces derniers aux Entités Kartesia concernées au prix déterminé en application de leurs droits économiques aux termes des statuts de la Société et (ii) l'intégralité des 175.515 Actions faisant l'objet des promesses de cession visées ci-avant soit acquise par les Managers auprès des Entités Kartesia concernées à un prix total, indemnité d'immobilisation incluse, de 5,20 euros par Action.

Aux termes de chacun des Protocoles Managers, les parties concernées sont convenues que les opérations de cession qui y sont prévues interviennent sous réserve et dans les cinq (5) jours ouvrés de l'accomplissement de l'ensemble des conditions suspensives suivantes :

- (i) l'obtention par l'Initiateur de la décision de conformité de l'Offre ; et
- (ii) la remise par le Manager concerné à l'Initiateur d'une version signée de celui des Engagements d'Apport Managers (tel que ce terme est défini ci-après) le concernant.

Conformément aux termes et conditions des Actions de Préférence, l'intégralité des Actions de Préférence sera convertie en une (1) unique Action au plus tard le soixantième (60^{ème}) jour suivant la date à laquelle les Entités Kartesia concernées ne seront plus titulaires d'aucune ORA 2.

5.4. Engagements d'apport des Managers

Conformément aux Protocoles Managers, il est prévu que les « Managers s'engagent, par un acte d'engagement d'apport devant être conclu par chacun d'eux préalablement à la clôture de l'Offre (ensemble les « **Engagements d'Apport Managers** ») à apporter à l'Offre, à un prix de 6,50 euros par Action, l'intégralité des Actions qu'ils se sont engagés à acquérir préalablement à la clôture de l'Offre aux termes des Protocoles Managers, représentant un nombre total de 175.515 Actions réparti comme suit :

Managers	Nombre d'Actions devant être acquises et apportées à l'Offre
Monsieur Henri Biscarrat	60.968
Monsieur Garry Enouf	27.713

Managers	Nombre d'Actions devant être acquises et apportées à l'Offre
Monsieur Vincent Estager	39.798
Monsieur Emile Mercier	39.798
Monsieur Philippe Montagnier	9.238
TOTAL	175.515

Aux termes de chacun de ces Engagements d'Apport Managers, il est notamment prévu :

- une caducité de l'engagement dans le cas où une offre concurrente à l'Offre serait déposée par un tiers et déclarée conforme par l'AMF ; étant précisé, qu'en cas de toute nouvelle offre de l'Initiateur déclarée conforme par l'AMF en surenchère à une offre concurrente, les engagements pris aux termes de chacun des Engagements d'Apport Managers concernés seraient à nouveau effectifs *mutatis mutandis* dans le cadre de la nouvelle offre de l'Initiateur ; et
- une durée de chacun des Engagements d'Apport Managers expirant à la date la plus proche entre (i) la date à laquelle ces derniers seront de plein droit caducs conformément à leurs termes et conditions, (ii) la date de règlement-livraison de l'Offre et (iii) le 28 février 2024.

5.5. Protocole Transactionnel

Le 18 octobre 2023, la société La Financière MG3F, la société GC Consult, Monsieur Guy Chiffлот, Monsieur Fabrice Chiffлот, Madame Fabienne Chiffлот, Madame Marie-France Chiffлот, les Entités Kartesia, Monsieur Henri Biscarrat et l'Initiateur ont conclu un protocole transactionnel (le « **Protocole Transactionnel** ») aux termes duquel les parties sont convenues, sous réserve du respect par ces dernières de l'ensemble des engagements qui y sont prévus :

- (i) de mettre un terme au litige en cours devant le juge des référés du Tribunal de commerce de Lyon entre la société La Financière MG3F, la Société et certaines Entités Kartesia relatif au versement de la rémunération de la société La Financière MG3F au titre de la convention de prestation de services conclue entre cette dernière et la Société, telle que modifiée par avenant du 29 juillet 2020. La société La Financière MG3F s'est ainsi engagée à se désister de la procédure en cours dans le cadre de ce litige. L'ensemble des parties se sont engagées dans ce cadre à renoncer à toute action, demande ou procédure née ou à naître au titre, directement ou indirectement, de cette convention ; étant précisé qu'il est prévu que la Société prenne également ces engagements à compter de son adhésion au Protocole Transactionnel.

A cet égard, il est précisé que la Société a été informée du dépôt le 26 octobre 2023 par la société La Financière MG3F de conclusions en désistement dans le cadre de l'instance en cours ;

- (ii) que la société La Financière MG3F procède au règlement, au plus tard à la date de réalisation de l'Acquisition du Bloc, de l'intégralité des sommes dues au titre du compte courant débiteur inscrit à son nom dans les livres de la Société, soit la somme de 1.432.325,15 euros, règlement qui a bien été effectué le 19 octobre 2023. Il est également prévu aux termes du Protocole Transactionnel qu'au plus tard dans les trois (3) mois suivant la date de règlement-livraison de l'Offre initiale (et non de l'Offre Réouverte), la société La Financière MG3F, l'Initiateur et, sous réserve de son adhésion au Protocole Transactionnel, la Société s'engagent à ce que soit désigné un expert de premier rang spécialisé en évaluation d'entreprises, n'ayant en aucune manière exercé, directement ou indirectement, de mandat de contrôle des comptes ou de conseil des Parties concernées, ou de leurs affiliés, au titre des dix (10) années précédant la date de début de sa mission qui statuera en amiable composition, c'est-à-dire sans être lié par les règles de droit ni de procédure, ni par une quelconque expertise judiciaire qui aurait déjà eu lieu préalablement, sur le montant de ce compte courant ;
- (iii) de renoncer à toutes actions et instances, passées, présentes ou futures en relation avec les faits antérieurs au Protocole Transactionnel, de quelque nature que ce soit et devant quelque juridiction que ce soit l'une envers l'autre, que ce soit pour faire valoir quelque droit que ce soit, né ou à naître, et à quelque titre que ce soit, en relation avec leurs qualités respectives, selon le cas, directement ou indirectement, actuelles ou passées, d'actionnaire, de futur actionnaire, de dirigeant, de membre du conseil de surveillance de la Société ou, s'agissant de la Société, de société concernée, en ce qui concerne, exclusivement et à l'exception de tout autre sujet :
 - a. les faits relatifs au Protocole Transactionnel ;
 - b. la gestion de la Société ou de son groupe ; et
 - c. d'une manière générale, leurs relations de fait ou de droit dans le passé et jusqu'à la date du Protocole Transactionnel au titre de leurs qualités respectives au sein de la Société et de son groupe dont les parties au Protocole Transactionnel avaient connaissance à la date du Protocole Transactionnel ;
- (iv) que la Société adhère au Protocole Transactionnel au plus tard dans les dix (10) jours de la date de la décision de conformité de l'Offre initiale (et non de l'Offre réouverte).

6. ÉLÉMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE

PUBLIQUE

6.1. Structure du capital de la Société

Le capital social de la Société s'élève, à la date du présent Projet de Note en Réponse, à 6.643.534,00 euros, divisé en 6.642.634 Actions et 900 Actions de Préférence, d'un (1) euro de valeur nominale chacune. Le nombre de droits de vote théoriques s'élève à 6.935.460¹³.

Le tableau ci-après présente, à la connaissance de la Société et sur la base des informations figurant dans le Projet de Note d'Information, la répartition du capital et des droits de vote de la Société :

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% des droits de vote*
<i>La Financière MG3F</i>	-	0,00 %	-	0,00 %
<i>GC Consult</i>	-	0,00 %	-	0,00 %
<i>Marie-France Chiffлот</i>	3.882	0,06 %	7.764	0,11 %
<i>Guy Chiffлот</i>	-	0,00 %	-	0,00 %
<i>Fabienne Chiffлот</i>	847	0,01 %	1.694	0,02 %
<i>Fabrice Chiffлот</i>	1.845	0,03 %	3.690	0,05 %
Groupe Chiffлот	6.574	0,10 %	13.148	0,19 %
Groupe Paredes	2.315.265	34,85 %	2.315.265	33,38 %
<i>Kartesia Securities V Sàrl</i>	1.187.680	17,88 %	1.187.680	17,12 %
<i>Kartesia IV Topco Sàrl</i>	791.786	11,92 %	791.786	11,42 %
<i>Kartesia Credit FPS-KCO IV Subfund Unlevered Sub-Fund</i>	-	0,00 %	-	0,00 %
<i>Kartesia Credit FPS-KCO V Subfund Unlevered Sub-Fund</i>	-	0,00 %	-	0,00 %
Entités Kartesia	1.979.466	29,80 %	1.979.466	28,54 %
Auto-détention	128.927	1,94 %	128.927	1,86 %
Public (dont salariés et Actions de Préférence)	2.213.302	33,32 %	2.498.654	36,03 %
Total	6.643.534	100 %	6.935.460	100 %

*Conformément à l'article 231-1 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 comprises les actions dépourvues

¹³ Sur la base d'un nombre total de 6.643.534 actions et 9.250.724 droits de vote théoriques de la Société au 31 août 2023 (Source : Information relative au nombre de droits de vote publiée par la Société le 5 septembre 2023), desquels sont retranchés, s'agissant des droits de vote théoriques, 2.315.264 droits de vote, correspondant à l'annulation de droits de vote doubles consécutive à la réalisation de l'Acquisition du Bloc, réduisant ainsi le nombre de droits de vote théoriques à 6.935.460.

de droits de vote.

À la date du Projet de Note en Réponse, 3.195.519 ORA 2 ont été émises par la Société, dont (i) 2.242.763 sont détenues par l'Initiateur au résultat de l'Acquisition du Bloc et (ii) 381.103 et 571.653 sont détenues respectivement par Kartesia Credit FPS-KCO IV Sub-fund et Kartesia Credit FPS-KCO V Sub-fund, dont la cession au profit de l'Initiateur est envisagée (tel que décrit en Section 5.2 du Projet de Note en Réponse).

Le 19 octobre 2023, consécutivement à la réalisation de l'Acquisition du Bloc, caractérisant, conformément à l'article 5.2.1 des termes et conditions des ORA 2, un cas de remboursement obligatoire en numéraire de l'intégralité des ORA 2, faisant perdre à ces dernières, à cette date, la qualité de titres donnant accès au capital de la société ORAPI, l'unanimité des titulaires d'ORA 2 a accepté de suspendre, jusqu'à la date de règlement livraison de l'Offre (en ce compris l'Offre Réouverte, le cas échéant) le remboursement en numéraire de l'intégralité des ORA 2.

En outre, la Société a mis en place plusieurs plans d'attributions gratuites d'Actions de Performance au bénéfice de certains salariés de la Société et de son groupe.

Ces Actions de Performance ont été attribuées par le Directoire, agissant sur autorisation du conseil de surveillance de la Société en date du 16 mars 2021, agissant lui-même sur délégation de pouvoirs de l'assemblée générale mixte des actionnaires de la Société en date du 23 avril 2021.

À la date du Projet de Note en Réponse, les principales caractéristiques des plans d'Actions de Performance sont les suivantes :

Plans d'Actions de Performance	Plan	Plan	Plan 2022-	Plan	Plan 2023-
	2021-2024	2021-2024/2	2024	2023-2024	2024/2
Date d'attribution (décision du Directoire)	17 mai 2021	7 octobre 2021	3 octobre 2022	15 février 2023	21 août 2023
Nombre total d'Actions de Performance attribuées gratuitement	87.000	9.000	4.000	2.000	2.000
Date d'acquisition définitive	17 mai 2024				21 août 2024
Conditions de performance	Oui				
Conditions de présence	Oui				
Nombre d'actions acquises à la date du Projet de Note en Réponse	0				

Plans d'Actions de Performance	Plan 2021-2024	Plan 2021-2024/2	Plan 2022- 2024	Plan 2023-2024	Plan 2023- 2024/2
Nombre de droits caducs à la date du Projet de Note en Réponse	18.000				
Fin de la période de conservation	17 mai 2025				21 août 2025
Nombre d'actions en période de conservation à la date du Projet de Note en Réponse	0				
Droits à acquisition restants	86.000				

À la date du Projet de Note en Réponse et sur la base du calendrier indicatif de l'Offre figurant en Section 1.5 du Projet de Note en Réponse, la période d'acquisition de l'ensemble des Actions de Performance n'aura pas expiré avant la date de clôture de l'Offre ou, le cas échéant, de l'Offre Réouverte. En conséquence, aucune Action de Performance n'aura été définitivement acquise préalablement à cette date et ne pourra être apportée à l'Offre ou, le cas échéant, à l'Offre Réouverte¹⁴.

Il n'existe pas d'autres titres de capital, ou autres instruments financiers émis par la Société ou de droits conférés par la Société pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société.

6.2. Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts 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

6.2.1. Restriction statutaire à l'exercice des droits de vote et aux transferts des actions d'ORAPI

Obligation 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 8.3 des statuts de la Société stipule que toute personne physique ou morale agissant seule ou de concert qui vient à détenir ou qui cesse de détenir une fraction du capital, des droits de votes ou de titres donnant accès à terme au capital de la Société, égale ou supérieure à 0,5% ou un multiple de cette fraction, sera tenue de notifier à la Société,

¹⁴ Les bénéficiaires de droits à recevoir des Actions de Performance pourront toutefois apporter lesdites Actions de Performance à l'Offre ou, le cas échéant, à l'Offre Réouverte pour autant qu'elles soient définitivement acquises et cessibles conformément aux dispositions législatives et réglementaires applicables, notamment en cas de levée des indisponibilités en application des articles L. 225-197-1 et suivant du Code de commerce (cause de décès ou d'invalidité du bénéficiaire).

dans un délai de quinze (15) jours à compter du franchissement de l'un de ces seuils, le nombre total d'actions, de droits de vote ou de titres donnant accès à terme au capital, qu'elle possède seule directement ou indirectement ou encore de concert.

L'inobservation de l'obligation de déclaration prévue ci-dessus peut être sanctionnée par la privation des droits de vote pour les actions ou droits y attachés excédant la fraction non déclarée, et ce, pour toute assemblée d'actionnaires qui se tiendra jusqu'à l'expiration d'un délai de deux ans suivant la date de régularisation de la notification prévue audit paragraphe.

La sanction est appliquée si elle fait l'objet d'une demande, consignée au procès-verbal de l'assemblée générale des actionnaires de la Société, d'un ou plusieurs actionnaires détenant 0,5% au moins du capital de la Société.

Transferts d'Actions

Il n'existe aucune restriction statutaire aux transferts des Actions ou des Actions de Préférence (qui ne donnent pas de droit de vote aux décisions collectives des actionnaires de la Société, conformément aux termes et conditions des Actions de Préférence figurant en Annexe 1 des statuts de la Société).

6.2.2. Conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du code de commerce

A la date du Projet de Note en Réponse, les stipulations de l'Engagement d'Apport Kartesia ont été portées à la connaissance de l'AMF et de la Société en application de l'article L. 233-11 du code de commerce et ont été rendues publiques par un avis de l'AMF en date du 30 octobre 2023¹⁵.

En outre, les stipulations d'un pacte d'actionnaires entré en vigueur le 29 juillet 2020 constitutif d'une action de concert (le « **Pacte d'Actionnaires** »), conclu entre certaines des Entités Kartesia (Kartesia IV Topco Sàrl, Kartesia Securities V Sàrl, Kartesia Credit FFS), Monsieur Guy Chiffot, et la société La Financière MG3F, et la Société ont été portées à la connaissance de l'AMF et de la Société en application de l'article L. 233-11 du code de commerce et ont été rendues publiques par un avis de l'AMF en date du 5 août 2020¹⁶.

Ainsi qu'il est rappelé à la Section 1.1.2.3 "*Engagement d'apport des Entités Kartesia*", l'Initiateur considère que la réalisation de l'Acquisition du Bloc a mis fin à cette action de concert. À la connaissance de la Société, malgré la réalisation de l'Acquisition du Bloc, les stipulations du Pacte d'Actionnaires restent en vigueur vis-à-vis de la Société à la date du Projet de Note en Réponse.

¹⁵ Voir avis AMF n°223C1732 du 30 octobre 2023.

¹⁶ Voir avis AMF n°220C2881 du 5 août 2020.

6.3. Participations directes et indirectes au capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissements de seuils ou d'une déclaration d'opération sur titres en application des articles L. 233-7 et L. 233-12 du code de commerce

A la date du Projet de Note en Réponse, le capital social de la Société est réparti ainsi qu'il est indiqué à la Section 6.1 "*Structure du capital de la Société*" du Projet de Note en Réponse.

Au cours des douze mois précédant le dépôt du présent Projet de Note en Réponse :

- l'Initiateur a déclaré par courrier à l'AMF et à la Société avoir franchi à la hausse, le 19 octobre 2023, les seuils légaux de 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30% et 1/3, en capital social et en droits de vote de la Société à la suite de la réalisation de l'Acquisition du Bloc. Aux termes de ce même courrier, l'Initiateur a déclaré ses intentions pour les six (6) mois à venir conformément aux dispositions de l'article L. 233-7 VII du code de commerce. Cette déclaration a fait l'objet d'un avis publié par l'AMF sur son site Internet sous le numéro 223C1732 le 30 octobre 2023 ;
- l'Initiateur a également déclaré par courrier à la Société, conformément aux dispositions de l'article L. 233-7 du Code de commerce et de l'article 8.3 des statuts de la Société, avoir franchi à la hausse les seuils statutaires de 0,5% du capital et des droits de vote de la Société, et tous les multiples de ces seuils jusqu'à 34,5% (inclus) s'agissant du nombre total d'Actions et jusqu'à 33,0% (inclus) s'agissant du nombre total de droits de vote de la Société.

6.4. Liste des détenteurs de titres ORAPI comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci

L'article 19.6 des statuts de la Société stipule qu'un droit de vote double de celui conféré aux autres actions, eu égard à la quotité de capital social qu'elles représentent, est attribué à toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il sera justifié d'une inscription nominative depuis deux (2) ans au moins au nom du même actionnaire.

La conversion au porteur d'une action, le transfert de sa propriété, fait perdre à l'action le droit de vote double susvisé.

Néanmoins, le transfert par suite de succession, de liquidation de communauté de biens entre époux ou de donation entre vifs au profit d'un conjoint ou d'un parent au degré successible ne fait pas perdre le droit acquis et n'interrompt pas les délais prévus ci-dessus.

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

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

À la date du Projet de Note en Réponse, le FCPE ORAPI détient 47.891 Actions, représentant environ 0,72% du capital social et 0,69% des droits de vote de la Société.

Le FCPE ORAPI est géré par un conseil de surveillance. Les droits de vote attachés aux actions détenues par le personnel au travers du FCPE ORAPI sont exercés par un représentant mandaté par le conseil de surveillance du FCPE, à l'effet de le représenter en assemblée générale.

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

A l'exception (i) des accords décrits à la Section 5 "*Accords susceptibles d'avoir une incidence sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre*" du présent Projet de Note en Réponse et à la Section 1.1.2 "*Contexte de l'Offre et description des modalités de rapprochement entre Orapi et Groupe Paredes*" du Projet de Note d'Information, à savoir le Contrat d'Acquisition du Bloc, l'Engagement d'Apport Kartesia, les Protocoles Managers et l'Engagement d'Apport Managers et (ii) des accords décrits à la Section 6.2.2 "*Conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du code de commerce*" du présent Projet de Note en Réponse, à savoir le Pacte d'Actionnaires, la Société n'a connaissance à ce jour d'aucun accord en vigueur pouvant entraîner des restrictions au transfert des actions et à l'exercice des droits de vote de la Société.

6.7. Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du directoire ainsi qu'à la modification des statuts d'ORAPI

6.7.1. Nomination et remplacement des membres du directoire

Aux termes des stipulations de l'article 11.1 des statuts de la Société, la Société est dirigée par un directoire composé de deux (2) à cinq (5) membres au plus, personnes physiques, choisies parmi les actionnaires ou non, qui exercent leurs fonctions sous la supervision du conseil de surveillance.

Conformément aux articles 11.2 et 11.4 des statuts de la Société, les membres du directoire sont nommés pour une durée de six (6) années par le conseil de surveillance, qui confère à l'un d'eux la qualité de président. Ils sont rééligibles.

En cas de vacance d'un siège de membre du directoire, le conseil de surveillance doit décider s'il y a lieu ou non de pourvoir au remplacement du poste vacant. À défaut, tout intéressé peut demander au président du tribunal de commerce, statuant en référé, de procéder à cette nomination, à titre provisoire. La personne ainsi nommée peut, à tout moment, être remplacée par le conseil de surveillance. Le conseil de surveillance est toutefois tenu de pourvoir tout siège dont la vacance ferait tomber le nombre des membres

du directoire à moins de deux (2).

Les membres du directoire peuvent être révoqués par l'assemblée générale statuant à la majorité simple ou par le conseil de surveillance statuant à la majorité simple de ses membres.

Le nombre des membres du directoire ayant dépassé l'âge de soixante-dix (70) ans ne pourra être supérieur au tiers des membres du directoire en fonction. Si cette limitation est dépassée, le membre le plus âgé est réputé démissionnaire d'office. Il restera toutefois en fonction jusqu'à la première assemblée générale ordinaire des actionnaires intervenant après la date à laquelle le membre du directoire considéré aura atteint l'âge limite de soixante-dix (70) ans.

6.7.2. Modification des statuts d'ORAPI

Conformément à l'article 24.1 des statuts de la Société, l'assemblée générale extraordinaire est seule habilitée à modifier les statuts dans toutes leurs dispositions ; elle ne peut toutefois augmenter les engagements des actionnaires, sous réserve des opérations résultant d'un regroupement d'actions régulièrement effectué.

En outre, aux termes des stipulations de l'article 4 des statuts de la Société, le siège social peut être transféré dans le même département ou dans un département limitrophe par une simple décision du conseil de surveillance, sous réserve de ratification par la prochaine assemblée générale ordinaire, et partout ailleurs en vertu d'une délibération de l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires. Le conseil de surveillance est, alors, autorisé à modifier les statuts en conséquence.

Enfin, conformément aux termes et conditions des Actions de Préférence, l'intégralité des Actions de Préférence sera convertie en une (1) unique Action au plus tard le soixantième (60^{ème}) jour suivant la date à laquelle les Entités Kartesia concernées ne seront plus titulaires d'aucune ORA 2. Conformément à la décision des actionnaires de création des Actions de Préférence, le directoire est dûment autorisé à constater pour le compte de la Société la conversion des Actions de Préférence en une (1) Action, et les changements résultants à apporter aux statuts de la Société.

6.8. Pouvoirs du directoire, en particulier concernant l'émission ou le rachat d'actions

Le directoire est investi des pouvoirs les plus étendus pour agir en toutes circonstances au nom de la Société, sous réserve de l'objet social, et de ceux expressément attribués par la loi au conseil de surveillance et aux assemblées générales d'actionnaires.

À cet égard, conformément aux dispositions de l'article L. 225-68 du code de commerce, le directoire devra demander l'autorisation du conseil de surveillance chaque fois qu'il accordera le cautionnement, l'aval ou la garantie financière de la Société, et que ces opérations sortiront des limites de l'autorisation générale que le conseil de surveillance lui aura accordé en application des dispositions de l'article R. 225-53 du code de commerce.

Dans les rapports avec les tiers, la Société est engagée même par les actes du directoire qui ne relèvent pas de l'objet social, à moins qu'elle ne prouve que le tiers savait que l'acte dépassait cet objet ou ne pouvait l'ignorer compte tenu des circonstances, étant exclu que la seule publication des statuts suffise à constituer cette preuve.

Le président du directoire représente la Société dans ses rapports avec les tiers. Le conseil de surveillance peut attribuer le même pouvoir de représentation à un ou plusieurs autres membres du directoire, qui portent alors le titre de directeur général.

Outre les pouvoirs légaux qui lui sont conférés par la loi et les statuts de la Société, le directoire bénéficie des autorisations et délégations listées ci-dessous.

Nature de l'autorisation ou délégation accordée	Date de l'assemblée générale et résolution concernée	Montant nominal maximal ou pourcentage du capital social ou nombre d'actions autorisé	Durée	Utilisation au cours de l'exercice
Autorisation donnée au Directoire à l'effet de procéder à l'attribution gratuite d'actions ordinaires aux membres du personnel salariés et/ou aux mandataires sociaux de la Société ou des sociétés liées ou à certains d'entre eux	23/04/2021 (17 ^{ème} résolution)	5% du capital social (au jour de la décision d'attribution)	38 mois	15 février 2023 21 août 2023
Délégation de compétence à l'effet d'émettre des valeurs mobilières donnant accès, immédiatement ou à terme, au capital social avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires	29/04/2022 (14 ^{ème} résolution)	5.000.000 euros (de valeur nominale pour les actions), dans la limite du plafond global fixé à la 17 ^{ème} résolution 50.000.000 euros (de montant nominal pour les obligations ou autres titres de créance donnant accès au capital social)	26 mois	Aucune
Délégation de compétence à l'effet d'augmenter le capital social, avec suppression du droit préférentiel de souscription, pour rémunérer des apports en nature des titres de capital ou de valeurs mobilières donnant accès au capital de sociétés tierces	29/04/2022 (15 ^{ème} résolution)	10% du capital social, dans la limite du plafond global fixé à la 17 ^{ème} résolution	26 mois	Aucune
Délégation de compétence à l'effet de procéder à l'augmentation du capital social par incorporation de réserves, de bénéfices ou primes	29/04/2022 (16 ^{ème} résolution)	1.000.000 euros	26 mois	Aucune
Autorisation donnée au Directoire en vue de l'achat par la Société de ses propres actions dans la limite de 10 % du capital	28/04/2023 (16 ^{ème} résolution)	10% du capital social	18 mois	Aucune

Autorisation donnée au Directoire aux fins de réduire le capital de la Société par annulation d'actions propres	28/04/2023 (17 ^{ème} résolution)	10% du capital social	18 mois	Aucune
Délégation de compétence à l'effet d'augmenter le capital social, avec suppression du droit préférentiel de souscription, par voie d'offre au public autre que celles visées à l'article L. 411-2 du code monétaire et financier	28/04/2023 (18 ^{ème} résolution)	5.000.000 euros (de valeur nominale pour les actions), dans la limite du plafond global fixé à la 21 ^{ème} résolution 50.000.000 euros (de montant nominal pour les titres de créance donnant accès au capital social)	26 mois	Aucune
Délégation de compétence à l'effet d'augmenter le capital social, avec suppression du droit préférentiel de souscription, par offres au public visées à l'article L. 411-2 du code monétaire et financier	28/04/2023 (19 ^{ème} résolution)	20% du capital social, dans la limite du plafond global fixé à la 21 ^{ème} résolution	26 mois	Aucune
Autorisation donnée à l'effet de fixer le prix d'émission sans droit préférentiel de souscription des actionnaires, de titres de capital à émettre de manière immédiate ou différée	28/04/2023 (20 ^{ème} résolution)	10% du capital social	26 mois	Aucune
Délégation de compétence à l'effet de procéder à des augmentations de capital, avec suppression du droit préférentiel de souscription, réservées aux salariés ou mandataires sociaux de la Société ou de sociétés liées, adhérant au Plan d'Épargne Groupe	28/04/2023 (22 ^{ème} résolution)	3% du capital social (au jour de la décision d'attribution)	26 mois	Aucune

6.9. Accords conclus par ORAPI étant modifiés ou prenant fin en cas de changement de contrôle d'ORAPI

Les termes et conditions des ORA 2 émises par la Société le 29 juillet 2020 prévoyaient des cas de remboursement anticipé obligatoire en numéraire des ORA 2 en cas de survenance de certaines situations de changement de contrôle d'ORAPI (telles que définies dans les termes et conditions).

Ainsi qu'il est indiqué à la Section 6.1 "*Structure du capital de la Société*" du présent Projet de Note en Réponse, le 19 octobre 2023, consécutivement à la réalisation de l'Acquisition du Bloc, caractérisant, conformément à l'article 5.2.1 des termes et conditions des ORA 2, un cas de remboursement obligatoire en numéraire de l'intégralité des ORA 2, faisant perdre à ces dernières, à cette date, la qualité de titres donnant accès au capital de la société ORAPI, l'unanimité des titulaires d'ORA 2 a accepté de suspendre, jusqu'à la date de règlement livraison de l'Offre (en ce compris l'Offre Réouverte, le cas échéant) le remboursement en

numéraire de l'intégralité des ORA 2.

À la connaissance de la Société, les sociétés du Groupe ne sont pas partie à des contrats significatifs susceptibles d'être modifiés ou résiliés en cas de changement de contrôle de la Société.

6.10. Accords prévoyant des indemnités pour les membres du directoire 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 d'achat ou d'échange

À la connaissance de la Société, aucun accord ne prévoit d'indemnité pour les membres du directoire 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.

Le président du Directoire bénéficie d'un engagement pris par la Société à son bénéfice en cas de cessation contrainte de ses fonctions salariées qui seraient de nouveau effectives en cas de cessation de son mandat de président du Directoire.

6.11. Mesures susceptibles de faire échouer l'Offre que la Société a mises en œuvre ou décide de mettre en œuvre

La Société n'a pas mis en œuvre de mesures susceptibles de faire échouer l'Offre et n'a pas l'intention de mettre en œuvre de telles mesures.

7. AVIS DU COMITÉ SOCIAL ET ÉCONOMIQUE D'ORAPI

Le comité social et économique d'ORAPI a été réuni et consulté préalablement à la signature du Contrat d'Acquisition du Bloc et a émis un avis favorable sur l'Acquisition du Bloc le 1^{er} septembre 2023. Le texte de cet avis est intégralement reproduit ci-dessous :

« Le CSE approuve à l'unanimité le projet de rachat des parts du bloc Chiffot par Paredes ».

À la suite du dépôt du Projet de Note d'Information de l'Initiateur, le comité social et économique d'ORAPI a été réuni pour prendre connaissance des termes de l'Offre et du Projet de Note d'Information préalablement à l'ouverture de l'Offre, conformément aux dispositions législatives applicables.

Le 6 novembre 2023, le comité social et économique de la Société a émis un avis favorable sur l'Offre.

Le texte de l'avis du comité social et économique est intégralement reproduit ci-dessous :

« Les représentants du personnel au CSE approuve à l'unanimité des membres présents, le projet d'Offre Publique d'Achat du Groupe PAREDES sur la société ORAPI SA et sur le projet de sortie de la côte de la société ORAPI SA ».

8. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

En application des dispositions de l'article 261-1 I, 1° (en tant que de besoin), 2°, 4° et 5° (en tant que de besoin) du règlement général de l'AMF, le conseil de surveillance de la Société, lors de sa séance du 11 juillet 2023, a désigné le cabinet Accuracy représenté par Monsieur Henri Philippe, en qualité d'expert indépendant avec pour mission de préparer un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

Ledit rapport, en date du 20 novembre 2023, est intégralement reproduit ci-dessous :



Expertise indépendante
dans le cadre de l'offre publique d'achat initiée par
Groupe *Paredes* sur les actions *Orapi*

Novembre 2023

Transactions & Investments

Disputes & Crises

Corporate Strategy & Finance

Business Performance

Expertise indépendante dans le cadre de l'offre publique d'achat initiée par *Groupe Paredes* visant les actions *Orapi*

Orapi SA (« **Orapi** », la « **Société** » ou la « **Cible** ») est une société française qui conçoit, fabrique et commercialise des produits d'hygiène, de désinfection et de maintenance à destination des professionnels.

Créée en 1968, la Société est cotée sur *Euronext Paris* depuis 2000. Au 15 juin 2023, elle affichait une capitalisation boursière d'environ 30,0 m€ (soit 4,55 € par action). A cette même date, la Société était contrôlée par M. Guy Chiffлот qui détenait directement et indirectement 34,85% du capital et 50,61% des droits de vote¹. Le solde est détenu par (i) les fonds d'investissement *Kartesia Securities V sàrl* et *Kartesia Credit FFS – KCO IV SUB-FUND* (ensemble « **Kartesia** »), entrés au capital en 2020 dans le cadre de la restructuration financière de la Société et qui détiennent 29,80% du capital et 21,40% des droits de vote et (ii) le flottant (33,32%).

Le groupe *Paredes* (« **Groupe Paredes** » ou « **l'Initiateur** ») est également un acteur du marché de l'hygiène et de la protection professionnelles principalement basé en France et en Italie.

Aux termes d'un protocole de cession de titres en date du 6 octobre 2023 et dont la réalisation est intervenue le 19 octobre 2023, *Groupe Paredes* a acquis auprès de M. Guy Chiffлот, la société *Financière MG3F* et la société *GC Consult* l'intégralité des actions et obligations remboursables en actions (ci-après l'« **Opération** ») qu'ils détiennent. En vertu de cet accord, l'Initiateur a acquis :

- (i) 2 315 265 actions représentant 34,85% du capital et 33,38% des droits de vote de la Société² pour un prix de 6,50 € par action,
- (ii) 2 242 763 obligations remboursables en actions 2 (« **ORA 2** ») détenues par la société *GC Consult* pour un prix de 5,20 € par ORA 2.

A l'issue de l'Opération, l'Initiateur détient 34,85% du capital et 33,38%³ des droits de vote.

¹ Sur la base d'un nombre total de 6 643 534 actions et 9 250 724 droits de vote théoriques de la Société

² Sur la base d'un nombre total de 6 643 534 actions et 9 250 724 droits de vote théoriques de la Société, desquels sont retranchés, 2 315 264 droits de vote, correspondant à l'annulation de droits de vote doubles consécutive à la réalisation de l'acquisition du Bloc Chiffлот, réduisant ainsi le nombre de droits de vote théoriques à 6 935 460.

³ Sur la base d'un nombre total de 6 643 534 actions et 9 250 724 droits de vote théoriques de la Société, desquels sont retranchés, s'agissant des droits de vote théoriques, 2 315 264 droits de vote, correspondant à l'annulation de droits de vote doubles consécutive à la réalisation de l'Acquisition du Bloc, réduisant ainsi le nombre de droits de vote théoriques à 6 935 460.

Conformément à la réglementation boursière, à la suite de l'acquisition effective d'une participation représentant plus de 30% du capital, *Groupe Paredes* est tenu de déposer un projet d'Offre Publique d'Achat, (« l'**Offre** »), sur le solde du capital de la Société à un prix au moins égal à celui offert au Bloc Chiffrot, soit 6,50 € par action (le « **Prix d'Offre** »).

L'Initiateur a en outre indiqué son intention de procéder au retrait obligatoire des actions de la Société dans l'hypothèse où, à l'issue de l'Offre, les actions non présentées par les actionnaires minoritaires ne représenteraient pas plus de 10% du capital et des droits de vote d'*Orapi*.

Dans ce contexte, conformément à la réglementation boursière, le Conseil de surveillance de la Société, sur recommandation d'un comité *ad hoc* constitué à cet effet et composé majoritairement d'administrateurs indépendants (le « **Comité Ad Hoc** »), a désigné *Accuracy* le 11 juillet 2023 en qualité d'expert indépendant aux fins d'obtenir un avis sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre.

Plus précisément, l'intervention d'*Accuracy* est requise au titre de deux dispositions de l'article 261-1 du Règlement Général de l'AMF :

- (i) « *Les dirigeants de la société visée ou les personnes qui la contrôlent au sens de l'article L.233-3 du code de commerce ont conclu un accord avec l'initiateur de l'offre susceptible d'affecter leur indépendance* » (alinéa 1 – 2°) ;
- (ii) « *Lorsqu'il existe une ou plusieurs opérations connexes à l'offre susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix ou la parité de l'offre publique considérée* » (alinéa 1 – 4°) ;

Le présent rapport d'expertise est donc une attestation d'équité au sens de l'article 262-1 du Règlement Général de l'AMF, dont les principes d'élaboration sont détaillés dans l'instruction d'application n°2006-08 du 25 juillet 2006 telle que modifiée le 10 février 2020 et dans une recommandation sur l'expertise financière indépendante en date du 28 septembre 2006, modifiée le 19 octobre 2006, le 27 juillet 2010 et le 10 février 2020.

Ce rapport est structuré en sept parties distinctes. La première fournit une présentation synthétique de la société *Accuracy*, des missions d'expertise effectuées au cours de vingt-quatre derniers mois, ainsi qu'une attestation d'indépendance et une description des diligences effectuées dans le cadre de la présente mission. La deuxième partie présente les caractéristiques opérationnelles et la performance récente de la Société, aussi bien d'un point de vue financier que boursier. Nous en tirons un certain nombre de conséquences sur la méthodologie d'évaluation à mettre en œuvre dans le cadre de la présente expertise. La troisième partie de ce rapport examine plus spécifiquement les

caractéristiques et la nature de l'Offre et expose les objectifs de notre mission ainsi que les premières conclusions afférentes. La quatrième partie détaille les travaux d'évaluation réalisés par *Accuracy* pour estimer la valeur des actions de la Cible, dans le strict respect de l'approche multicritères recommandée par les autorités de marché en pareilles circonstances. La cinquième partie expose nos commentaires sur le rapport d'évaluation élaboré dans le cadre de l'Offre par *BNP Paribas* et *Crédit Industriel et Commercial* (ci-après les « **Banques** »). La sixième partie répond aux deux courriels reçus par certains actionnaires minoritaires. La septième et dernière partie présente nos conclusions sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre pour les actionnaires minoritaires dans le contexte de la présente offre.

1. Présentation d'Accuracy et des principales diligences effectuées

1.1. Présentation d'Accuracy

Accuracy est une société de conseil en finance d'entreprise détenue en totalité par ses Associés. Implantée en Europe, Afrique, Amérique du Nord et Asie, Accuracy propose une large palette de solutions « sur-mesure » en finance d'entreprise dans les cinq domaines suivants : support aux transactions, support aux contentieux, redressement d'entreprises, analyses de marché et évaluations financières.

Forte d'une équipe de plus de 600 consultants (dont près de 250 à Paris), Accuracy dispose d'une grande expérience dans l'évaluation d'activités et d'entreprises, ainsi que dans l'évaluation d'instruments financiers complexes (management package, options, actions de préférence, etc.).

Au cours des vingt-quatre derniers mois, Accuracy a réalisé les missions d'expertise indépendante suivantes portant sur des sociétés cotées.

Figure 1 | Attestations réalisées par Accuracy au cours des 24 derniers mois

Date de dépôt	Cible	Initiateur	Type d'opération	Banque présentatrice
sept-23	Evolis	HID Global	Offre publique d'achat suivie le cas échéant d'un retrait obligatoire	BNP Paribas
août-23	Biorcorp Production	Novo Nordisk	Offre publique d'achat simplifiée	Lazard Frères et Portzamparc
oct-22	Le Tanneur & Cie	Tolomei Participations et Qatar Luxury Group	Offre publique de retrait	Natixis
nov-21	Artefact	BidSky	Offre publique simplifiée	Société Générale

Accuracy n'a adhéré à aucune des deux associations professionnelles agréées par l'AMF en application de l'article 263-1 de son Règlement Général, estimant que la taille de la société, le large éventail de compétences dont elle dispose en matière d'analyse et d'évaluation financières et les procédures mises en œuvre en interne garantissent le contrôle qualité préalable, à la fois exigeant et indépendant, requis par ce type de mission.

1.2. Personnel associé à la réalisation de la mission

La présente mission a été dirigée par Henri Philippe, Associé d'*Accuracy*, Guillaume Charton et Mathilde de Montigny, Directeurs, avec le concours de Bruno Husson, Associé honoraire, qui a assuré le contrôle qualité des travaux réalisés.

- Henri Philippe dispose d'une expérience professionnelle de plus de vingt ans dans le domaine de l'évaluation financière et a participé à plus d'une quarantaine d'opérations d'attestation d'équité. Henri Philippe est diplômé de l'*ESC Bordeaux*, titulaire d'un MBA de la *Wake Forest University* et d'un doctorat en finance de l'*Université Paris-Dauphine* ; il est également maître de conférences à l'*Ecole des Ponts ParisTech* et chargé de cours au *Groupe HEC*.
- Guillaume Charton a une expérience de plus de quinze ans dans le conseil financier et est spécialisé en évaluation. Il a notamment participé à une dizaine de missions d'expertise indépendante sur des sociétés cotées. Guillaume Charton est diplômé d'*HEC*.
- Mathilde de Montigny a une expérience de plus de vingt ans dans le conseil financier et est spécialisée en évaluation. Elle a notamment participé à une vingtaine de missions d'expertise indépendante sur des sociétés cotées. Mathilde de Montigny est diplômée de l'*Université Paris-Dauphine*.
- Bruno Husson est intervenu à plus de quatre-vingt-dix reprises en qualité d'expert indépendant pour attester le caractère équitable des conditions financières envisagées pour une opération impliquant les actionnaires minoritaires d'une société cotée en bourse. Bruno Husson est diplômé d'*HEC* et docteur d'Etat en finance ; il a également enseigné la finance d'entreprise pendant quarante ans au sein du *Groupe HEC*, en qualité de membre de la Faculté puis de Professeur Affilié. Il n'est plus aujourd'hui employé par *Accuracy*.

Pour la réalisation de la mission, Henri Philippe, Guillaume Charton et Mathilde de Montigny ont été assistés par un consultant expérimenté disposant de plus de cinq ans d'expérience en conseil financier et de deux consultants juniors.

1.3. Déclaration d'indépendance

Accuracy n'a réalisé aucune mission, et en particulier aucune mission d'évaluation, pour le compte de la Société ou de l'Initiateur au cours des dix-huit derniers mois.

Aussi, *Accuracy* atteste, conformément à l'article 261-4 du Règlement Général de l'AMF, de « l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui avec

les personnes concernées par l'offre ou l'opération et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement lors de l'exercice de sa mission ».

1.4. Rémunération

Le montant des honoraires forfaitaires perçus par *Accuracy* au titre de la présente mission s'élève à 117 500 euros hors taxes⁴.

1.5. Diligences effectuées

1.5.1. Programme de travail

Accuracy a mis en œuvre le programme de travail suivant :

- analyse du projet de note d'information élaboré par l'Initiateur et ses conseils,
- analyse du contexte de l'Opération, notamment du processus ayant conduit à la cession du Bloc Chiffrot, de la vie boursière de l'action *Orapi* sur la période récente et de la liquidité de ce titre, ainsi que du niveau de suivi par les analystes financiers,
- analyse de la performance financière historique et prévisionnelle de la Société, à partir des rapports annuels de la période récente et des prévisions élaborées par les dirigeants de la Société pour la période 2023-2027,
- entretiens avec les dirigeants de la Société (ci-après le « **Management** »), portant notamment sur la présentation de la Société, son historique, ses perspectives, son positionnement concurrentiel actuel et futur, sa situation financière, etc.,
- entretiens avec des représentants des conseils de la Société,
- entretiens avec les représentants de l'Initiateur,
- entretiens avec les représentants des Banques,
- examen critique des références d'évaluation représentées par le cours de bourse sur la période récente,
- évaluation des actions de la Société dans le cadre d'une approche multicritère comprenant notamment la mise en œuvre de la méthode des flux de trésorerie disponibles actualisés (ou méthode DCF pour *Discounted Cash Flows*) et des deux méthodes alternatives relevant d'une

⁴ Dont 80 000 euros hors taxes, tel que prévu initialement, auquel s'ajoutent, conformément aux termes de notre lettre de mission, un montant d'honoraires complémentaires de 37 500 euros hors taxes au titre de la prolongation de notre intervention au-delà du calendrier initialement prévu.

-
- démarche analogique (méthode des comparaisons boursières et méthode des transactions comparables),
- dans le cadre de la mise en œuvre de ces deux approches d'évaluation, examen approfondi des éléments d'actif et de passif non financiers ajoutés ou déduits de la valeur estimée du portefeuille d'activités (ou valeur d'entreprise) pour obtenir la valeur des capitaux propres,
 - dans le cadre de la méthode DCF, examen attentif des modalités de calcul de la valeur terminale et des paramètres retenus pour la détermination du taux d'actualisation,
 - dans le cadre de la méthode des comparaisons boursières, identification du sens et de l'importance des biais induits par les inévitables différences existant entre la Société et les sociétés « comparables » dans leur ensemble et au sein même de l'échantillon de référence entre les sociétés comparables elles-mêmes,
 - analyse des transactions récentes portant sur le capital de sociétés exerçant des activités proches de celles de la Société,
 - analyse critique du rapport d'évaluation élaboré par les Banques dans le cadre de l'Offre,
 - obtention d'une lettre d'affirmation de la part de la Société et d'une lettre d'affirmation de la part de l'Initiateur,
 - contrôle-qualité réalisé par un expert indépendant (Associé honoraire d'*Accuracy*) n'ayant pas participé à la mission,
 - rédaction du présent rapport d'expertise.

Accuracy considère avoir effectué cette mission en se conformant pleinement au Règlement Général de l'AMF et à ses recommandations sur l'expertise financière indépendante.

Notre mission s'est déroulée du 11 juillet 2023, date de notre nomination par le Conseil de Surveillance, au 20 novembre 2023, date de signature du présent rapport.

Au cours de cette période, nous avons eu des réunions de travail avec le comité *ad hoc*, le Management, les conseils de la Société, les Banques ainsi qu'avec l'Initiateur :

- Semaine du 17 juillet 2023 au 22 juillet 2023 : réunion de lancement des travaux avec le Management de la Société.
- Semaine du 31 juillet 2023 au 6 août 2023 : première réunion avec le comité *ad hoc*.
- Semaine du 7 août 2023 au 11 août 2023 : réception de la lettre ouverte adressée par le collectif d'actionnaires Valora 3.14.

-
- Semaine du 4 septembre 2023 au 10 septembre 2023 : réunion avec les Banques, réunion avec l'Initiateur et réunion avec le comité *ad hoc* en particulier sur les différents accords connexes.
 - Semaine du 11 septembre 2023 au 17 septembre 2023 : réunion avec le comité *ad hoc* et réunion avec le fonds *Kartesia*.
 - Semaine du 18 septembre 2023 au 22 septembre 2023 : réunion avec l'Initiateur, réunion avec M. Guy Chiffot et réunion hebdomadaire avec le comité *ad hoc* concernant l'avancement de nos travaux.
 - Semaine du 25 septembre 2023 au 29 septembre 2023 : réunion avec le Management concernant l'activité de la Société ainsi que ses perspectives de développement et réunion avec le comité *ad hoc* concernant l'avancement de nos travaux.
 - Semaine du 2 octobre 2023 au 6 octobre 2023 : réunion avec le Management concernant le plan d'affaires et ses hypothèses structurantes.
 - Semaine du 9 octobre 2023 au 13 octobre 2023 : réunion avec le comité *ad hoc* concernant l'avancement de nos travaux.
 - Semaine du 16 octobre 2023 au 20 octobre 2023 : réunion avec les Banques concernant leur rapport préliminaire d'évaluation.
 - Semaine du 23 octobre 2023 au 27 octobre 2023 : réunion avec le comité *ad hoc* à la suite de la signature des accords définitifs préalables au lancement de l'Offre.
 - Semaine du 30 octobre 2023 au 5 novembre 2023 : réunion avec les Banques et avec l'Initiateur.
 - Semaine du 6 novembre 2023 au 12 novembre 2023 : réunion avec le comité *ad hoc*.

1.5.2. Informations utilisées

Nos travaux se sont principalement appuyés sur les informations confidentielles qui nous ont été communiquées par le Management de la Société, à savoir :

- le plan d'affaires couvrant la période 2023-2027 (le « **Plan d'Affaires** ») élaboré par le Management dans le cadre des tests d'impairment conduits au 30 juin 2023,
- le protocole transactionnel en date du 18 octobre 2023,
- l'acte d'engagement d'apport en date du 18 octobre 2023 entre *Kartesia* et *Groupe Paredes* et son avenant en date du 30 octobre 2023,
- le protocole de cession en date du 6 octobre 2023 entre le Bloc Chiffot et *Groupe Paredes*,

-
- les protocoles d'accord entre *Kartesia* et plusieurs managers d'*Orapi* en date du 26 octobre 2023,
 - le rapport d'évaluation élaboré par les Banques,
 - les rapports d'expertise en évaluations immobilières relatifs aux actifs exploités par la Société,
 - la convention de sous-location entre *IPLA* et *Orapi*,
 - le projet de note d'information,
 - les plans d'attribution d'actions gratuites,
 - les statuts de la Société,
 - les offres confirmatoires élaborées par *Kartesia* et *Groupe Paredes*,
 - les termes et conditions des instruments donnant accès au capital,
 - la demande de suspension du remboursement en numéraire des ORA 2 par *Orapi* aux titulaires d'ORA 2 jusqu'à la date de règlement-livraison de l'Offre,

Nous avons également utilisé l'information publique disponible et notamment :

- le rapport d'expertise indépendante réalisée dans le cadre de l'augmentation de capital réservée du 23 juin 2020,
- les rapports annuels et semestriels ainsi que les communiqués de presse de la Société,
- des rapports annuels de sociétés comparables,
- des informations de marché diffusées par les bases de données financières *Capital IQ* et *Mergermarket*.

1.5.3. Listes des principaux interlocuteurs

Dans le cadre de nos travaux, nous avons échangé avec les personnes suivantes :

- Guy Chiffлот, Président du Conseil de Surveillance, *Orapi*
- Henri Biscarrat, Président du Directoire, *Orapi*,
- Annelise Rousset, Directrice administrative et financière, *Orapi*,
- François Thuilleur, Président directeur général, *Groupe Paredes*,
- Eric Palanque, Directeur administratif et financier, *Groupe Paredes*
- Frédéric Chevalier, avocat à la Cour, *Gibson Dunn & Crutcher*,
- Olivier Rinaudo, *Managing Director*, *BNPP*,
- Thierry Marie, *Managing Director*, *BNPP*,
- Martine Griffon-Fouco, membre du comité *ad hoc*,

-
- Jérôme Gacoin, membre du comité *ad hoc*,
 - Céline Fantin, membre du comité *ad hoc*,
 - Julien Rigon, Head of France, *Kartesia*.

1.5.4. Limites de nos travaux

Nous avons considéré que les informations (de nature comptable et financière) que les dirigeants ou les conseils de la Société nous ont communiquées dans le cadre de notre mission étaient fiables et transmises de bonne foi.

Conformément à la définition de notre mission, les éléments de prévision élaborés par les dirigeants de la Société n'ont fait l'objet d'aucune validation ou vérification de notre part. Nous nous sommes néanmoins efforcés d'apprécier le caractère raisonnable de ces données prévisionnelles au regard des performances historiques récentes de la Société et des explications orales données par le Management sur ses perspectives de développement.

Dans le cadre de notre mission, nous avons également obtenu de la part de la Société et de l'Initiateur une lettre d'affirmation.

Par ailleurs, même s'ils reposent sur une analyse des états financiers historiques et prévisionnels de la Société, nos travaux ne constituent en aucune façon un audit, ni même une revue limitée, de ces états financiers.

2. Contexte de l'Opération

2.1. Présentation de la Société

2.1.1. Un producteur/distributeur de produits d'hygiène et de maintenance qui s'est développé par acquisitions

Orapi, acronyme de « Office de Recherche et d'Application de Produits pour l'Industrie », est une société fondée en 1968 par M. Guy Chiffлот. Historiquement spécialisée dans le domaine des produits destinés à la maintenance et aux *process* industriels, la Société s'est diversifiée à compter du début des années 2000 dans le secteur des produits d'hygiène et de désinfection.

Aujourd'hui, *Orapi* propose une large gamme de produits comprenant à la fois (i) des produits de chimie destinés à l'hygiène générale (sols, surfaces) et spécialisée (linge, CHR⁵, milieux médicaux) et aux *process* industriels (entretien du matériel et de machines) (ci-après les « **Produits de Chimie** »), (ii) des produits à base de ouate tels que les essuie-mains, papier hygiénique, etc. (les « **Produits de Ouate** »), (iii) du matériel et des consommables (équipements de protection individuels, sacs à déchets, chariots, autolaveuses, etc.).

Orapi dispose de sept usines dont les deux principales sont situées en France :

- Saint-Vulbas : site historique de la Société de 29 000 m² comprenant notamment une usine et une plateforme logistique.
- Vénissieux : site de 24 000 m² hérité de l'acquisition de *Chimiotechnic* en 2008 et spécialisé dans la production de pastilles et de doses hydrosolubles.

Quarante-six personnes sont également affectées à la recherche & développement en 2022 et réparties en trois laboratoires (Saint-Vulbas, Birmingham et Singapour).

Cette organisation permet à la Société de fabriquer près des deux tiers des Produits de Chimie qui sont commercialisés sous marque propre ou en marque blanche (marques de distributeurs).

La Société agit également comme négociant pour certains Produits de Chimie, les Produits de Ouate et le matériel et les consommables. Elle assure par exemple la distribution exclusive en France de certaines marques pour professionnels du groupe *Reckitt Benckiser*.

Le modèle d'affaires de la Société correspond donc à la fois à celui :

⁵ Cafés, hôtels, restaurants

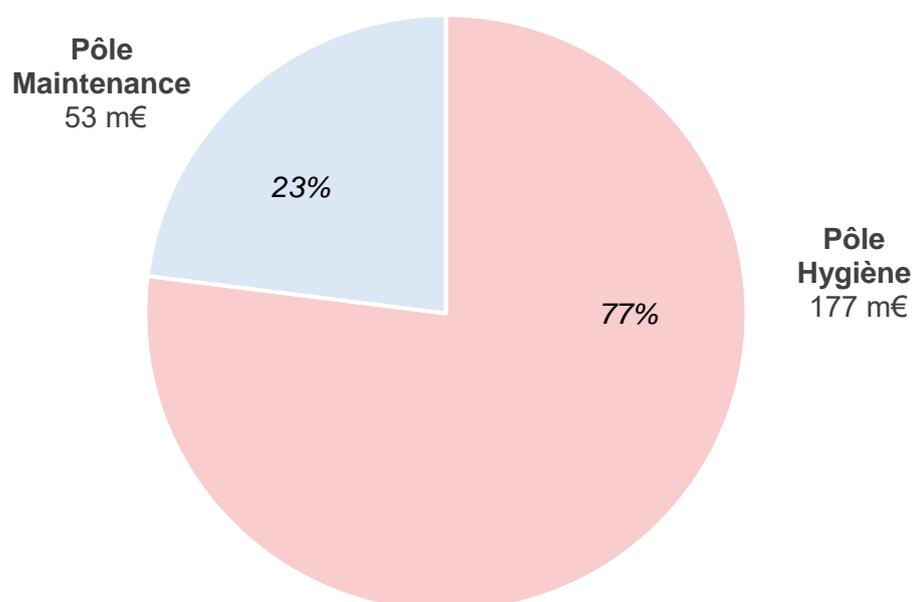


-
- d'une activité verticalement intégrée de conception, production et distribution de produits de chimie (hygiène, nettoyage, maintenance et *process* industriels), ci-après « **l'Activité Production** », qui représente environ 40% du chiffre d'affaires de la Société (et environ deux tiers du chiffre d'affaires réalisés par les Produits de Chimie), et à celui
 - d'une activité de pure distribution / négoce de Produits de Chimie, de Produit de Ouate et de produits connexes : équipements de protection, sac à déchets, divers accessoires, ci-après « **l'Activité Négoce** », qui représente environ 60% du chiffre d'affaires de la Société.

Ces produits sont regroupés en deux grands pôles.

- Le pôle hygiène et désinfection (le « **Pôle Hygiène** ») représente 77% du chiffre d'affaires 2022 et est majoritairement destiné aux secteurs du loisir, de la santé, des collectivités et des entreprises de propreté.
- Le pôle maintenance et *process* industriels (le « **Pôle Maintenance** ») représente 23% du chiffre d'affaires et est quant à lui destiné à l'industrie et au secteur des transports. Ces produits incluent notamment des lubrifiants, nettoyeurs, adhésifs, produits d'étanchéité et de protection.

Figure 2 | Répartition du chiffre d'affaires en 2022



Source : Rapport annuel

Orapi commercialise ces différents produits :

- soit directement à l'utilisateur final (80% du chiffre d'affaires en France) au travers de ses propres structures commerciales,
- soit via un réseau de 150 distributeurs / partenaires (grandes surfaces de bricolage, revendeurs de produits d'hygiène et/ou de fournitures professionnelles, etc.) totalisant 1 200 points de vente dans le monde.

Les marchés des produits d'hygiène et de maintenance à destination des professionnels sont deux marchés relativement matures où la croissance en volume est limitée.

S'agissant du secteur de produits d'hygiène pour professionnels, le secteur est dominé en France par plusieurs types d'acteurs :

- des fabricants de Produits de Chimie d'envergure mondiale, tels que *Ecolab* (14 Mrds€ de chiffre d'affaires) ou encore *Diversey* (2,5 Mrds€),
- des fabricants de Produits de Chimie de taille intermédiaire tels que *Orapi*, *Kersia* (spécialiste de l'agroalimentaire, issu du rapprochement de *Hypred* et d'*Anti-Germ* en 2017), *Chrysteins*, *Hydrachim*, *Eyrein Industrie*, etc.,
- des fabricants actifs sur d'autres segments du marché de l'Hygiène (comme *Groupe Paredes* qui fabrique les Produits de Ouate par exemple),
- des purs négociants tels que *Bunzl* (*PLG* en France) ou encore des grossistes.

L'augmentation des contraintes réglementaires (directives REACH ou Biocides) ainsi que le phénomène de consolidation observé chez certains clients (distributeurs et industriels) ont poussé les acteurs du secteur des produits d'hygiène à se consolider. Ainsi, les sociétés du secteur ont un recours important à la croissance externe, favorisée par l'existence de petits acteurs (fabricants spécialisés), facilement intégrables par les grands groupes, et permettant de dégager à la fois des synergies de coûts et de revenus.

A titre d'exemple, *Ecolab*, fabricant américain de Produits de Chimie pour le nettoyage et la désinfection et *leader* du secteur, a réalisé plus de soixante-deux acquisitions depuis 2000.

De son côté, *Orapi* a réalisé près de trente-cinq acquisitions au cours de son histoire. Ces acquisitions lui ont notamment permis de se diversifier dans le domaine de l'hygiène à compter des années 2000, secteur qui a concentré la quasi-totalité des acquisitions réalisées depuis 2005 (quinze acquisitions pour un chiffre d'affaires total acquis de 260 m€) et ont conduit la Société à un endettement élevé.

Figure 3 | Acquisitions et cessions réalisées par la Société depuis 1998

Année	Société	Pays	CA (m€)	Description de la société
Acquisitions				
2018	Justinesy	France	13,0	Distribution de produits d'entretien auprès des grands groupes d'entreprises de propreté
2015	Pro Hygiene Service (PHS)	France	66,0	Distribution de produits, systèmes et matériels d'hygiène professionnelle
2014	Hexotol	France	4,0	Produits d'hygiène, les accessoires sanitaires pour handicapés et personnes âgées
2013	Raynaud Hygiène Caral	France	30,0	Hygiène professionnelle pour les professions de la santé (Raynaud)
2012	Argos	France	85,0	Distributeur de produits d'hygiène professionnelle
2011	Top Hygiene	France	n.a	Prestations multiples liées au domaines de l'hygiène sanitaire, hospitalière et publique
2010	CREST	Canada	n.a	Vente de produits d'hygiène buccodentaire
2010	PHEM	France	n.a	Vente de produits et prestations de service dans l'hygiène et la maintenance
2008	Chimiotechnic	France	25,0	Fabricant de poudres, des pastilles et des doses hydrosolubles pour les marchés des collectivités et des services.
2008	Proven	France	40,0	Fabricant et distributeur de solutions et produits innovants, d'entretien, d'hygiène et de désinfection
2007	DACD	France	10,6	Fabricant et distributeur de produits consommables dans les domaines de l'Hygiène, de la Sécurité, du Nettoyage et de la Maintenance
2005	LUPROTEC	France	6,6	Spécialiste de la commercialisation de lubrifiants et produits techniques
2005	Laboratoires MEYSSOL	France	2,5	Fabricant de savons, détergents et produits d'entretien
2002	NORMAX	Finlande-Suède	n.a	n.a
2002	Degryp-Oil	France	n.a	Fabricant de lubrifiants, dégraissants et dégrissants.
1998	Releasall	Canada	n.a	Fabricant de lubrifiants et aérosols pour l'entretien
Cessions				
2020	Médilis	France	n.a	Fabricant de dispositifs médicaux absorbants à usage unique pour le traitement de l'incontinence
2019	DACD	France	n.a	Fabricant et distributeur de produits consommables dans les domaines de l'Hygiène, de la Sécurité, du Nettoyage et de la Maintenance
2010	PHEM	France	8,9	Vente de produits et prestations de service dans l'hygiène et la maintenance

Source : Rapports annuels

2.1.2. Une longue phase de restructuration du Pôle Hygiène et de l'outil industriel qui n'a pas suffi à améliorer significativement la performance de la Société...

L'acquisition de *PHS* en 2015 ouvre le début d'une phase d'intégration des différentes sociétés acquises dans le domaine de la distribution de produits d'hygiène en France. La Société a ainsi lancé un plan d'action ambitieux (« *Hygiene Overseas 500* ») qui devait lui permettre :

- de dépasser le cap des 500 m€ de chiffre d'affaires à horizon 2020, notamment par la réalisation d'acquisitions à l'international,
- d'atteindre un niveau de marge d'EBITDA supérieur à 8 % en 3 ans.

L'intégration et la transformation d'*Orapi* a néanmoins été plus longue et difficile qu'anticipé. Ainsi :

-
- Alors que la Société annonce que 90% des opérations de structuration ont été réalisées à fin 2016, la marge d'EBITDA demeure très en retrait des niveaux de 2013-2014.
 - A fin 2017, soit près de trois ans après le lancement du plan *Hygiene Overseas 500*, la Société estime que seul 50% du chiffre d'affaires est aux standards de rentabilité cible d'*Orapi* et qu'une partie de l'activité concentrée sur *Orapi Hygiène* reste à aligner aux méthodes de management du groupe.

Dans ce contexte, la Société a conduit plusieurs initiatives entre 2017 et 2019 :

- un plan de réorganisation industrielle en 2017 et 2018 comprenant notamment (i) la modernisation de l'usine de Saint-Vulbas en 2017 (investissement total de 8 m€) qui a entraîné des difficultés importantes en 2017 et 2018 (montée en puissance plus lente que prévue, surcoûts, pertes de production, etc.), (ii) le déménagement de l'usine de Vénissieux,
- un plan de « refondation » commerciale du Pôle Hygiène à compter de 2018 donnant priorité à « la croissance du chiffre d'affaires » et à la « discipline opérationnelle »,
- un plan d'action début 2019 (le « **Plan TINA** » ou « **New Momentum** ») ayant pour priorité : (i) la diminution du BFR et la maîtrise des investissements, (ii) l'amélioration de la rentabilité (*pricing power*, refonte des achats, pilotage par la marge) et (iii) l'efficacité industrielle (amélioration de la productivité de l'usine de Saint-Vulbas, planification de la production, refonte logistique et transport).

Ces différentes initiatives n'ont pas permis d'améliorer sensiblement la croissance et la rentabilité de la Société. Au cours de cette période d'intégration et de restructuration, le développement commercial a été limité et n'a pas permis de compenser les effets négatifs de la rationalisation de portefeuille d'affaires conduit par la Société. Ainsi, si la croissance du chiffre d'affaires s'établit à 2% par an en moyenne sur la période 2013-2019 en termes courants, nous estimons que la Société a connu une décroissance de l'ordre de -2% à -3% par an sur la même période à périmètre et change constants.

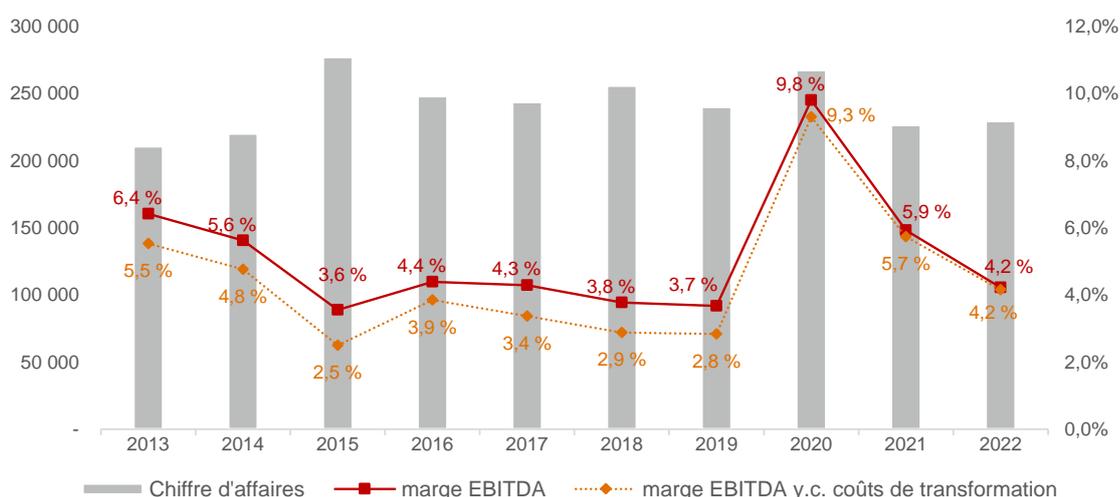
Ce déficit de croissance s'est accompagné d'une dégradation de la rentabilité pouvant s'expliquer notamment par une moindre absorption de coûts fixes relatifs à la production et à la force commerciale. Sur la période 2013-2019, la marge

d'EBITDA est ainsi passée de 6,3% à 3,4% et la marge d'EBIT courant⁶ de 4,1% à 1,0%.

Par ailleurs, la Société a encouru des coûts de « transformation » importants (frais d'acquisition, coûts de restructuration, d'intégration, de déménagement) représentant en moyenne environ 1% du chiffre d'affaires, soit environ 20% de l'EBITDA sur la période 2013-2019.

Il en résulte que la rentabilité après impôts dégagée sur les capitaux employés (« ROCE ») est restée très inférieure à la rentabilité exigée sur l'activité (ou coût d'opportunité du capital tel que défini et estimé en section 4.3.3).

Figure 4 | Evolution du chiffre d'affaires (en k€) et de la marge d'EBITDA depuis 2013



Sources : Rapports annuels

Note* : Marge d'EBITDA hors impact IFRS 16 et marge d'EBITDA incluant les charges de transformation, d'intégration et de restructuration

A fin 2018, la Société présente donc un endettement financier net élevé (72,3 m€) et une profitabilité faible (EBITDA de l'ordre de 10 m€) résultant à la fois (i) des acquisitions réalisées entre 2012 et 2015 et dont l'intégration s'est avérée moins profitable et plus coûteuse que prévu et (ii) des investissements de refonte de l'outil industriel. Cette situation a contraint la Société à céder certains actifs pour accélérer son désendettement (DACD début 2019) qui n'ont pas permis de lever les doutes croissants sur la capacité de la Société à rembourser sa dette (endettement financier net de 61,5 m€ à fin 2019).

⁶ avant autres produits et charges opérationnels non récurrents.



2.1.3. ... conclue par la restructuration financière de la Société en 2020

Les difficultés rencontrées par la Société ont conduit à un plan de restructuration de son endettement conclu en juillet 2020 avec ses principaux créanciers français et le fonds *Kartesia*. Cette restructuration comprenait notamment :

- La mise à disposition par *Kartesia* d'une ligne de financement d'un montant maximum de 17 m€ sous forme d'obligations simples non cotées à échéance 2026 et portant intérêt à Euribor + 15% (« **OSNM** »). Cette ligne a été tirée par *Orapi* à hauteur de 12 m€.
- Le rachat par *Kartesia* de l'ensemble de l'endettement bancaire France (hors une dette hypothécaire de 0,6 M€) et obligataire d'*Orapi* à une décote significative, soit un total de 52 m€ dont 50 m€⁷ ont été convertis par *Kartesia* à hauteur de :
 - 10,3 m€ par augmentation de capital réservée (1 979 466 actions souscrites par *Kartesia* au prix de 5,20 € par action donnant ainsi droit à 30% du capital de la Société),
 - 23,0 m€ et 16,6 m€ par émission d'obligations remboursables en actions nouvelles 1 et 2 (« **ORA 1** » et « **ORA 2** ») de maturité 20 ans et portant intérêt à 5%⁸.
- L'attribution gratuite de 2 309 375 bons de souscription d'actions (« **BSA** ») au profit des actionnaires d'*Orapi*. Chacun de ces BSA donne droit à la souscription à une action nouvelle au prix de 5,20 € dans un délai de 12 mois à compter du remboursement des OSNM et ORA 1.

Cette restructuration a permis de réduire l'endettement financier net de la Société de près de 12 m€ sur un total de 62 m€ à fin 2019.

2.1.4. Des performances exceptionnelles durant la période de pandémie de Covid 19

Sous l'effet de la pandémie de Covid-19, la période 2020-2021 a été paradoxalement très positive pour la Société. *Orapi* a fortement bénéficié de la hausse de la demande pour ses produits d'hygiène et de désinfection. Le chiffre d'affaires a progressé de près de 14% à périmètre et taux de change constants

⁷ Le solde des créances bancaires et obligataires non converties faisant l'objet d'un abandon de créances de la part de *Kartesia*.

⁸ *La Financière MG3F* (ou son substitué) dispose par ailleurs d'une option d'achat de 2 242 763 sur les 3 195 519 ORA 2 émises consentie par *Kartesia* exerçable pendant douze mois à compter du remboursement intégral des OSNM des ORA 1 à la valeur nominale des ORA 2 (augmentée des intérêts courus).

et la marge d'EBITDA de 5,1 points pour atteindre 9,8%⁹ fin 2020, sous le double effet d'un accroissement des volumes et d'un mix produits favorable.

Cette performance illustre le fait que la Société était depuis de nombreuses années proche de son point mort opérationnel : toute augmentation des volumes de ventes entraîne une forte augmentation de la marge opérationnelle.

La très bonne performance enregistrée par la Société en 2020 et 2021 a permis un remboursement rapide de l'intégralité des OSNM (soit 15 m€ y compris intérêts) et des ORA 1 (24 m€) au cours de l'année 2021.

En revanche, le cours de bourse de la Société étant resté en dessous du prix d'exercice, les BSA n'ont pas été exercés¹⁰ et sont devenus caduques fin décembre 2022.

2.1.5. Des objectifs à l'horizon 2025 ambitieux au regard de l'historique et du contexte inflationniste

Dans le prolongement de la restructuration financière et de la nomination d'Henri Biscarrat, directeur général délégué de la Société, comme président du directoire, *Orapi* a annoncé en mars 2021 un nouveau plan stratégique 2021-2025 appelé « ORAPI 2025 ». Ce plan avait pour priorité de :

- renforcer l'Activité Production en augmentant la part des produits fabriqués par *Orapi* à 75% des produits de chimie commercialisés par la Société (contre environ 65% en 2022),
- réaliser chaque année 10% du chiffre d'affaires grâce aux produits nouveaux dont 50% liés au lancement de produits écologiques,
- accroître de 30% le chiffre d'affaires à l'international.

D'après ce plan, les objectifs fixés par le Groupe sont d'atteindre une croissance organique supérieure à 5 % par an et une marge d'EBITDA¹¹ supérieure à 8% à l'horizon 2025.

Parallèlement, *Orapi* a investi près de 7 m€ afin de rénover son site de Vénissieux et augmenter ses capacités de production afin de produire notamment, dans le cadre d'un contrat avec un industriel majeur, un nettoyant universel solide à diluer par l'utilisateur.

Jusqu'à présent, les impacts du Plan ORAPI 2025 ont cependant été largement masqués par les effets de l'inflation. En effet, la hausse des coûts de production

⁹ Avant IFRS 16

¹⁰ A l'exception de 44 415 BSA qui ont été exercés

¹¹ Avant IFRS 16

observée à compter de l'année 2022 n'a pu être intégralement répercutée par la Société dans ses prix de vente.

Sur les premières années du Plan Orapi 2025, la performance de la Société est revenue à des niveaux proches de ceux observés pré-Covid:

- La marge d'EBITDA (4,2%¹² en 2022 et 3,8%¹³ au premier semestre 2023) a connu une baisse importante par rapport à 2020 et 2021 en raison du reflux des ventes post Covid-19 et des effets de l'inflation (les hausses de coûts n'ayant pas été intégralement compensées par les hausses de tarif passées en 2022).
- La croissance du chiffre d'affaires reste quant à elle limitée (+1,2% à périmètre et change constants sur les neuf premiers mois 2023) et demeure impactée par (i) des arbitrages nécessaires sur les activités de sous-traitance et marques distributeurs et (ii) des difficultés en Europe du Nord.

Au total, il apparaît donc qu'en raison du « choc d'inflation », les efforts déployés par la Société n'ont pas permis d'améliorer, à un niveau consolidé, ses performances en termes de croissance et de profitabilité. Toutefois, le Plan d'Affaires suppose que la Société sera à même de compenser les effets sur sa profitabilité de l'inflation de ses coûts d'achats et de production.

Plan d'affaires utilisé

Le Management a réalisé un plan d'affaires granulaire avec ses équipes commerciales qui faisait notamment ressortir un objectif de croissance organique de 5,0% par an et de marge d'EBITDA au moins égale à 8%. Ces objectifs ont été annoncés au marché en 2021 et réitérés à l'occasion de la publication du chiffre d'affaires du troisième trimestre 2023.

Dans le cadre de nos travaux, nous nous sommes appuyés sur le plan d'affaires mis régulièrement à jour par la direction financière et utilisé dans le cadre des tests d'*impairment* au 30 juin 2023 pour la période 2023-2027 (le Plan d'Affaires).

Ce Plan d'Affaires intègre une croissance organique moindre (+2% par an) mais conserve des objectifs de marges comparables grâce à l'accentuation de mesures d'optimisation commerciale (croissance focalisée sur les segments les plus rentables) et de contrôle des coûts.

Ce Plan d'Affaires a été construit non pas de manière « *bottom up* » (contrairement aux prévisions initiales) mais de façon incrémentale. En effet, les prévisions sont élaborées à partir des dernières estimations de résultats pour

¹² Avant IFRS 16

¹³ Avant IFRS 16

l'année 2023 auxquelles est ajouté l'effet incrémental attendu d'un certain nombre d'initiatives pouvant être résumées comme suit :

- développement commercial permettant de générer 20 m€ de chiffre d'affaires incrémental (soit 2% de croissance par an sur la période 2024-2027) lié à la croissance des Produits de Chimie fabriqués par *Orapi* (permise notamment par le développement de produits innovants et écologiques), mais aussi des produits de négoce,
- gains d'efficacité au niveau de la gouvernance, des équipes commerciales, des fonctions support à travers une digitalisation accrue des process et des plateformes logistiques ;
- rationalisation du portefeuille d'activités avec, par exemple, la cession de certaines filiales et/ou actifs.

La Société fait aussi l'hypothèse qu'elle sera en mesure de compenser l'inflation sur ses coûts salariaux par des mesures d'efficacités additionnelles non spécifiées.

En synthèse, le Plan d'Affaires prévoit une forte amélioration de la marge d'EBITDA¹⁴ qui atteint près de 8% en 2027. Cette amélioration tient compte notamment de la meilleure saturation des coûts fixes industriels et commerciaux permise par le retour à la croissance organique.

Le Plan d'Affaires intègre un montant de charges de transformation « récurrentes » (inférieur à celui observé historiquement) permettant de réaliser les objectifs de marge d'EBITDA.

Comme mentionné précédemment, les prévisions du Plan d'Affaires sont plus prudentes que celles du plan ORAPI 2025. En effet :

- La croissance organique retenue est de 2% par an (et non de 5%).
- L'objectif de marge d'EBITDA de 8% correspond au bas de fourchette de la feuille de route (dont l'objectif est une marge d'EBITDA supérieure à 8%¹⁵) et serait atteint en 2027 (et non en 2025).
- Le Management estime qu'un volant de charges de transformation récurrent est nécessaire pour réaliser et maintenir ses objectifs.

Cependant, même plus prudentes que les objectifs du plan ORAPI 2025, les prévisions du Plan d'Affaires supposent le plein retournement de la Société, ce qui semble encore optimiste au regard de l'historique de performance de la Société et du contexte d'inflation élevée.

¹⁴ Pre-IFRS 16

¹⁵ Pre-IFRS 16

En effet, depuis 2015 et la mise en place du plan d'intégration et à l'exclusion des deux ans de la période Covid¹⁶ :

- Le chiffre d'affaires a décru de près de -2% à -3% par an en moyenne à périmètre et taux de change constants.
- La marge d'EBITDA s'est élevée à 4,0% en moyenne sur la période (soit moins de la moitié de l'objectif visé).
- La Société a pourtant encouru chaque année des coûts de transformation (comptabilisés sous l'EBITDA) de près de 1,0% du chiffre d'affaires.
- La Société subit désormais face les effets de l'inflation qui ont impacté de façon significative sa rentabilité en 2022 et au S1 2023.

Au total, la rentabilité des capitaux employés (ROCE) attendue au terme du Plan d'Affaires s'établit à 10,1% (y.c. *goodwill*) et de 20,6% (hors *goodwill*), soit un niveau supérieur à la rentabilité exigée sur l'activité (ou coût d'opportunité du capital tel que défini et estimé en section 4.3.3).

2.2. Vie boursière

2.2.1. Structure de l'actionariat

Orapi a été introduit en bourse en mars 2000 et est coté sur *Euronext Paris* (compartiment C).

Au 15 juin 2023, dernier jour avant la suspension de la cotation pour rumeurs de marché ayant précédé l'annonce de l'Opération le 28 juin 2023, le cours d'*Orapi* s'établit à 4,55€, soit une capitalisation boursière de 30,0m€ qui range la Société dans la catégorie des petites valeurs (*small caps*).

Le capital social de la Société était composé à la veille de l'Opération de 6 653 060 actions ordinaires, détenues à hauteur de 34,85% par le Bloc Chiffлот (composé de la *Financière MG3F*, *GC Consult* et de M. Guy Chiffлот), 0,1% par d'autres membres de la famille Chiffлот et à 29,8% par *Kartesia*.

Le flottant représente 32,32% du capital et 27,01% des droits de vote.

¹⁶ 2020 et 2021

Figure 5 | Composition du capital à la veille de l'Opération

	Nombre d'actions	% du capital	Droits de vote	% droits de vote
Bloc Chiffлот	2 315 265	34.85 %	4 630 529	50.06 %
Financière MG3F	2 304 771	34.69 %	4 609 541	49.83 %
GC Consult	7 845	0.12 %	15 690	0.17 %
Guy Chiffлот	2 649	0.04 %	5 298	0.06 %
Autres membres de la famille Chiffлот	6 574	0.10 %	13 148	0.14 %
Kartesia	1 979 466	29.80 %	1 979 466	21.40 %
Autocontrôle	128 927	1.94 %	128 927	1.39 %
Autres (y.c. salariés et actions de préférence)	2 213 302	33.32 %	2 498 654	27.01 %
Total	6 643 534	100.0 %	9 250 724	100.0 %

Source : Orapi

Figure 6 | Composition du capital à l'issue de l'Opération

Actionnaire	Nombre d'actions	% du capital	Droits de vote	% droits de vote
Groupe Paredes (Initiateur)	2 315 265	34,85 %	2 315 265	33,99 %
Autres membres de la famille Chiffлот	6 574	0,10 %	13 148	0,19 %
Kartesia	1 979 466	29,80 %	1 979 466	29,06 %
Salariés	140 327	2,11 %	230 563	3,38 %
Autocontrôle	128 927	1,94 %	-	-
Public	2 072 975	31,20 %	2 273 968	33,38 %
Total	6 643 534	100,0 %	6 812 410	100,0 %

Source : Management

2.2.2. Liquidité et suivi du titre

La liquidité de l'action *Orapi* est très faible. Sur les douze derniers mois précédant la suspension du cours de l'action *Orapi*, le volume quotidien moyen échangé s'établit à 1 892 actions. Sur cette même période, le total des volumes échangés s'élève à 486 300 actions environ en cumulé (soit 2,2 m€), soit 23% du flottant.

Figure 7 | Liquidité du titre à la veille de l'annonce de l'Opération

	Cours de bourse moyen ponderé (en €)	Volume quotidien moyen			Volume cumulé			
		Nombre de titres	Valeur titres échangés (€)	En % du capital	Nombre de titres	Valeur titres échangés (€)	En % du capital	En % du flottant
Cours spot au 15 juin 2023	4,55	1 000	4 550	0,0 %	1 000	4 550	0,0 %	0,0 %
Dernier mois	4,21	3 150	13 270	0,0 %	75 590	318 481	1,1 %	3,6 %
3 derniers mois	4,16	2 257	9 378	0,0 %	144 430	600 200	2,2 %	7,0 %
6 derniers mois	4,29	1 812	7 781	0,0 %	230 120	988 211	3,5 %	11,1 %
12 derniers mois	4,53	1 895	8 580	0,0 %	488 860	2 213 600	7,4 %	23,6 %

Source : Capital IQ

Les actions de la Société n'étant échangées qu'épisodiquement et la profondeur du carnet d'ordres étant réduite, le passage d'un ordre significatif peut engendrer un décalage important du cours. De plus, la Société présente un levier financier en valeur de marché qui reste élevé¹⁷. Pour ces deux raisons, la volatilité du titre est beaucoup plus élevée que celle du marché dans son ensemble (43,8% contre 14,5% pour l'indice *Eurostoxx 600*).

Sans surprise pour une valeur de petite taille, le titre n'est suivi que par un seul bureau d'étude, *Gilbert Dupont*, établissement qui assure également l'animation du marché du titre *via* un contrat de liquidité.

2.2.3. Evolution historique du cours de bourse

Le graphique ci-après présente l'évolution du cours de bourse d'*Orapi* sur les cinq années précédant l'annonce de l'Opération.

Sur la période juillet 2018 à janvier 2020, le cours baisse de manière importante passant de 9,0 € à 3,5 €, alors que l'indice des sociétés comparables¹⁸ reste relativement constant, oscillant entre 8,0 € et 9,2 €. Dans un contexte macroéconomique incertain, le cours de l'action est impacté par l'annonce de performances décevantes liées notamment aux difficultés déjà évoquées (i) d'intégration des sociétés acquises entre 2012 et 2015 pour constituer le Pôle Hygiène, (ii) de refonte de l'outil industriel qui engendre des coûts exceptionnels importants.

Le cours de l'action a également été pénalisé par l'inquiétude croissante du marché quant à la structure financière d'*Orapi*. A cet égard, le cours de bourse est particulièrement sensible aux annonces concernant l'évolution de l'endettement. A titre d'exemple, il réagit positivement à l'annonce de la cession de *DACD* début 2019, qui lui permet de réduire son endettement net (environ 72

¹⁷ Près de 30 m€ de dettes financières (y compris *ORA 2*) pour une capitalisation boursière de 30 m€, soit un levier financier de 1,0.

¹⁸ Indice composite constitué des sociétés *Essity, Ecolab, Fuchs, Henkel, Clemondo, McBride* et *Bunzl*.



m€ à fin 2018). En revanche, l'annonce en août 2019 de nouvelles discussions avec les partenaires financiers de la Société, un an après le refinancement d'une grande partie de la dette, ouvre une nouvelle période baissière pour le titre qui ne sera interrompue que début 2020 par la survenance de la pandémie de Covid-19.

Sur la période janvier 2020 à mars 2021, le cours de la Société connaît de fortes variations qui résultent tant (i) de la pandémie de Covid-19, qui a largement profité à l'activité d'*Orapi*, que (ii) des annonces relatives à la restructuration financière de l'entreprise :

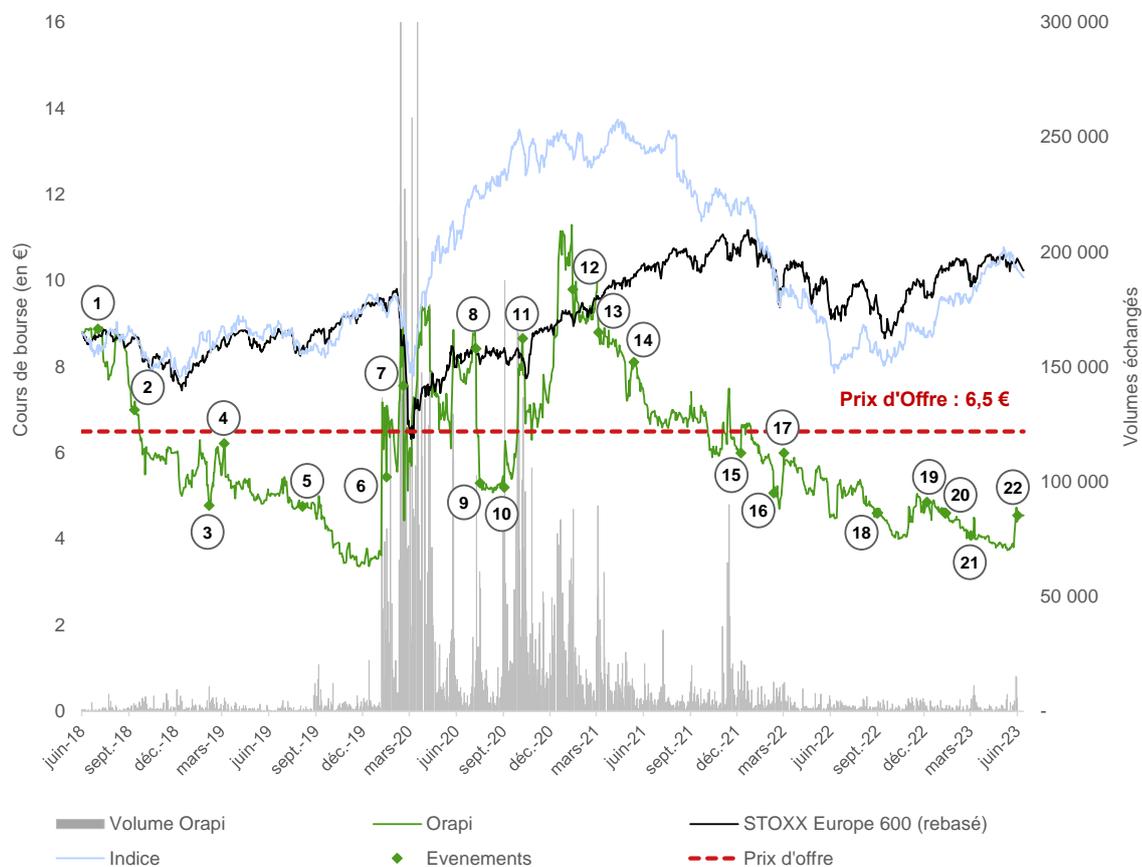
- hausse de 150% entre janvier et début mars 2020, probablement due à l'anticipation d'une demande accrue de produits d'hygiène et désinfection lors des premiers stades de développement de la crise Covid-19, pour atteindre 8,9 € le 2 mars 2020,
- baisse de 30% dans les jours suivant l'annonce le 3 mars 2020 des termes de l'accord de restructuration financière trouvé avec *Kartesia* pour atteindre 5,1 € le 13 mars 2020,
- baisse de 8,4 € à 5,2 € (soit le prix de l'augmentation de capital réservée) dans les jours suivant la réalisation effective de la restructuration financière.

Après de très bons résultats 2020, le cours de bourse atteint son plus haut niveau le 8 janvier 2021 (11,2 €), soit une hausse de +210% en moins d'un an.

Depuis cette date et jusqu'à fin 2022, le cours de l'action *Orapi* connaît, à l'instar du secteur, une baisse quasi continue pour atteindre 4,90 € au 31 décembre 2022 (soit une baisse de -56% contre -35% pour l'indice sectoriel), ceci malgré le désendettement très significatif de la Société permis par la bonne performance enregistrée par la Société en 2020 et 2021. Sur la même période, l'*Eurostoxx 600* progresse de 4%.

Depuis le début de l'année 2023 et jusqu'à la suspension de la cotation précédant l'annonce de l'Opération, le cours de l'action perd à nouveau 7%, alors que l'indice sectoriel connaît une forte reprise (+23%). Sur la même période, l'*Eurostoxx 600* progresse quant à lui de 8%.

Figure 8 | Evolution du cours de bourse depuis juin 2018



Source : Capital IQ

Note * : Indice de sociétés comparables composé des sociétés suivantes : Ecolab, Henkel, Essity, Fuchs, McBride, Clemondo et Bunzl

Légende du graphique

- (1) juillet 2018 : présentation à la presse de l'usine du futur automatisée à Saint-Vulbas
- (2) 25 septembre 2018 : résultats semestriels impactés par la réorganisation industrielle, refinancement finalisé (47m€)
- (3) 18 février 2019 : cession de la filiale DACD afin d'accélérer le désendettement
- (4) 19 mars 2019 : résultats 2018, annonce d'un plan majeur pour accélérer le retournement sur 2019-2021
- (5) 19 août 2019 : résultats semestriels., discussions initiées avec les partenaires financiers
- (6) Février 2020 : début de la crise Covid-19
- (7) 3 mars 2020 : annonce d'un accord de restructuration financière avec les créanciers du Groupe
- (8) 23 juillet 2020 : publication du CA S1 2020
- (9) 31 juillet 2020 : réalisation de l'accord restructuration financière, entrée au capital de Kartesia
- (10) 16 septembre 2020 : publication des résultats semestriels 2020
- (11) 22 octobre 2020 : communication du chiffre d'affaires du T3 2020
- (12) 28 janvier 2021 : annonce d'un chiffre d'affaires 2020 record de 267 m€
- (13) 19 mars 2021 : annonce du plan stratégique pour la période 2021-2025
- (14) 27 mai 2021 : remboursement anticipé du solde des ORA 1 (23,7 m€ au total)
- (15) 22 décembre 2021 : remboursement anticipé intégral des OSNM (15,0 m€)
- (16) 24 février 2022 : début de la guerre en Ukraine



-
- (17) 16 mars 2022 : publication des résultats annuels 2021
 - (18) 15 septembre 2022 : publication des résultats semestriels S1 2022
 - (19) 20 décembre 2022 : MG3F annonce exercer l'option d'achat consentie portant sur 70% des ORA2 détenues par *Kartesia*
 - (20) 26 janvier 2023 : publication du chiffre d'affaires annuel 2022
 - (21) 16 mars 2023 : publication des résultats annuels 2022
 - (22) 16 juin 2023 : suspension du cours *Orapi*



2.3. Implications sur la démarche d'évaluation

Les caractéristiques d'*Orapi* détaillées précédemment (caractéristiques opérationnelles, structure du capital, marché du titre) ont des implications sur la mise en œuvre de l'approche multicritères en vue de l'estimation de la valeur des actions de la Société. Il convient d'en tenir compte de façon rigoureuse, tant dans l'examen des références disponibles (actif net comptable, cours de bourse, transactions récentes) que dans la mise en œuvre des méthodes d'évaluation (DCF, comparaisons boursières et transactions comparables).

S'agissant de l'actif net comptable, nous considérons qu'il ne constitue pas une référence pertinente pour estimer la Valeur Intrinsèque des actions telle qu'elle sera définie plus loin dans ce rapport, notamment parce qu'elle n'intègre pas les perspectives de croissance et de rentabilité de la Société. Toutefois, compte tenu du recours important à la croissance externe par le passé, l'écart entre nos estimations de la Valeur Intrinsèque de la Société et l'actif net comptable¹⁹ constituera un indicateur de création/destruction de valeur par les acquisitions réalisées.

S'agissant de la référence d'évaluation représentée par le cours de bourse (avant annonce de l'Opération), nous considérons que la très faible liquidité observée sur le titre *Orapi* au cours des douze derniers mois, sa taille limitée et la forte volatilité du titre rendent particulièrement délicate l'utilisation de cette référence pour estimer la Valeur Intrinsèque de la Société.

S'agissant des objectifs de cours des analystes (avant annonce de l'Opération), nous constatons que la Société est suivie par un seul bureau d'étude assurant également l'animation du marché du titre *via* un contrat de liquidité. Dans ces conditions, le rôle de ce bureau d'étude relève plus de la bonne dissémination de la communication financière de Société que d'un travail d'analyse fondamentale. Aussi, nous considérons que la référence donnée par l'objectif de cours de cet analyste n'est pas suffisamment pertinente pour estimer la Valeur Intrinsèque de la Société.

S'agissant de la méthode DCF, le caractère relativement mature de l'activité implique que le potentiel de croissance en volume à moyen terme est limité. Ceci incite donc à retenir une période d'extrapolation courte afin de faire atterrir les prévisions établies au terme du plan d'Affaires vers les hypothèses retenues pour l'année normative.

¹⁹ 54 m€ au 30 juin 2023 (dont *goodwill* de 31,7 m€), soit près de 5 € par action.

Par ailleurs, la mise en œuvre usuelle de la méthode DCF consistant à actualiser des flux de trésorerie au coût du capital suppose que ces flux correspondent à un scénario espéré moyen.

Dans le cas présent, le scénario du Plan d’Affaires revêt un degré d’incertitude élevé à plusieurs niveaux dont il conviendra de tenir compte.

Tout d’abord, la Société demeurant proche de son point mort opérationnel, sa rentabilité future sera entièrement dépendante d’un retour durable à la croissance. Dans un tel scénario, le doublement de la marge d’EBITDA sur l’horizon du Plan d’Affaires est envisageable (au vu des marges d’autres acteurs du secteur). Cependant, la probabilité d’un tel scénario paraît faible compte tenu de la performance historique de la Société en termes de croissance du chiffre d’affaires.

De plus, la réalisation du Plan d’Affaires dépend de la mise en œuvre d’un certain nombre d’initiatives opérationnelles et commerciales dont les effets ne sont pas encore totalement perceptibles. Le degré de visibilité sur la réussite du Plan d’Affaires reste donc limité, plus de deux ans après l’élaboration du Plan ORAPI 2025 sur lequel il est fondé.

Nous avons donc tenu compte de l’incertitude inhérente à la réalisation du Plan d’Affaires par l’ajout d’une prime de risque au coût du capital. Un autre choix méthodologique consisterait à construire un ou plusieurs scénarios alternatifs et probabiliser les valeurs obtenues dans chacun desdits scénarios. Un tel choix se heurte cependant à la complexité de construire de tels scénarios qui peuvent impliquer des arbitrages stratégiques et/ou industriels que nous ne sommes pas en mesure de simuler.

Par ailleurs, il ressort de nos analyses que, dans le contexte d’une activité fortement concurrentielle, la position de la Société anticipée au terme du Plan d’Affaires sera amenée à se dégrader, entraînant à moyen terme une érosion de la rentabilité opérationnelle sous l’effet conjugué (i) d’une concurrence et réglementation accrues pouvant tirer les prix et/ou les volumes à la baisse et les coûts à la hausse, (ii) d’une tension croissante sur les recrutements et les niveaux de salaires afin de soutenir la croissance (notamment l’augmentation des coûts de R&D pour soutenir l’innovation « produit »), (iii) de la pression sur les prix exercée par les grands donneurs d’ordre, (iv) d’une concurrence sur les prix d’acquisition de cibles potentielles. Par conséquent, nous considérons que, même dans l’hypothèse d’une pleine réussite du Plan d’Affaires, la Société ne pourra vraisemblablement pas maintenir de manière pérenne les niveaux de rentabilité atteints à l’horizon du Plan d’Affaires. Pour l’estimation du flux normatif, il conviendra donc de retenir des niveaux de rentabilité inférieurs à ceux anticipés pour 2027.

En ce qui concerne la méthode des comparaisons boursières, le positionnement hybride de la Société alliant Activité de Production et Activité de Négoce rend *Orapi* difficilement comparable aux autres sociétés cotées du secteur (qui relèvent généralement de l'une ou de l'autre activité). De plus, la Société étant en retournement, son profil de croissance bénéficiaire à court et moyen terme diffère assez nettement de ceux des sociétés cotées sélectionnées. Afin de limiter les biais relatifs à cette méthode, nous avons constitué deux sous-échantillons, d'une part, de sociétés à forte dominante « Production » (six sociétés) et, d'autre part, de purs négociants (une seule société). Nous avons ensuite pondéré les multiples obtenus par le poids relatif de chaque activité dans le chiffre d'affaires 2022 d'*Orapi*. De plus, afin de neutraliser les biais inhérents à la croissance externe nous avons retraité les agrégats prévisionnels de la Société et des sociétés des deux sous-échantillons des amortissements d'actifs intangibles (reconnus dans le cadre des exercices de *PPA*). Il conviendrait également de retenir des agrégats relativement lointains et intégrant le cas échéant des coûts de transformation normatifs retenus par le Management dans son Plan d'Affaires.

Cependant, compte tenu de toutes les précautions de mises en œuvre nécessaires, nous considérons que la méthode ne peut être appliquée de manière satisfaisante. Aussi, nous présenterons à titre d'information les niveaux de multiples estimés pour les sociétés de l'échantillon, sans en déduire d'estimations de la Valeur Intrinsèque de la Société.

Pour les mêmes raisons, la méthode des transactions comparables se heurte à la difficulté d'identifier des transactions comparables récentes ayant impliqué des acteurs similaires à *Orapi*. L'hétérogénéité des multiples extériorisés, que le contexte et l'information prévisionnelle disponible ne permettent pas d'expliquer, nous conduit à penser que l'échantillon constitué est de qualité médiocre. Il ne permet donc pas de conclure de façon suffisamment fiable sur le multiple d'évaluation pertinent pour estimer la Valeur Intrinsèque d'*Orapi*. Aussi, ici encore, nous présenterons à titre d'information les niveaux de multiples estimés pour les sociétés de l'échantillon, sans en déduire d'estimations de la Valeur Intrinsèque de la Société.

3. Description de l'Offre et des modalités d'appréciation de l'équité de ses conditions financières

Après une description des principales caractéristiques de l'Offre et des effets attendus du rapprochement avec *Paredes*, la présente section a pour objet de présenter les modalités d'appréciation du caractère équitable des conditions financières de l'Offre.

3.1. Description de l'Offre et des effets attendus du rapprochement avec *Groupe Paredes*

3.1.1. *Processus de cession et description de l'Offre*

L'Offre est l'aboutissement de discussions initiées par M. Guy Chiffлот, fondateur d'*Orapi*, qui s'est rapproché courant 2022 de *Groupe Paredes* afin de céder sa participation contrôlante dans la Société.

Ce processus de cession a vu *Groupe Paredes* et *Kartesia* échanger plusieurs offres fermes avec le fondateur de la Société.

- *Groupe Paredes* a ainsi remis au *Bloc Chiffлот* et *Kartesia* une lettre d'offre indicative le 10 mars 2023, puis une lettre d'offre confirmatoire le 12 juin 2023 et, enfin, une lettre d'offre confirmatoire le 21 juin 2023 au prix de 5,88 € par action et ORA 2.
- *Kartesia* a également remis au *Bloc Chiffлот* une offre ferme le 12 juin 2023, puis une seconde le 21 juin 2023.

A notre connaissance, aucun autre acteur n'a déposé de lettre d'intention ou d'offre dans le cadre de ce processus de cession.

A l'issue de ces échanges, M. Guy Chiffлот a accepté l'offre de *Groupe Paredes* au prix de 5,88 € par action et ORA 2, qui n'a en revanche pas été acceptée par *Kartesia*.

Le 3 août 2023, *Groupe Paredes* a remis une ultime offre révisée au *Bloc Chiffлот* et à *Kartesia* au prix de 6,50 € par action et 5,20 € par ORA 2, offre finalement acceptée par M. Guy Chiffлот et *Kartesia*.

Ces accords ont donné lieu à la signature :

- d'un protocole de cession de titres le 6 octobre 2023 dont la réalisation est intervenue le 19 octobre 2023,

-
- d'un engagement d'apport à l'Offre des actions ordinaires détenues par *Kartesia* le 18 octobre 2023, soumis notamment à la conclusion d'un contrat de cession à *Groupe Paredes* des ORA 2 détenues par *Kartesia*.

Du point de vue de *Kartesia*, l'Offre permet ainsi de clore son investissement dans *Orapi* en dégageant une rentabilité conséquente. En effet, en un peu plus de trois ans, *Kartesia* a été remboursé de l'intégralité de l'endettement bancaire²⁰ (qu'il avait racheté aux créanciers de la Société en juillet 2020 avec une décote significative), a été remboursé également de l'intégralité des OSNM consenties à la Société en juillet 2020 et va réaliser à l'occasion de l'Offre une plus-value sur les actions ordinaires qu'il détient.

Conformément à la réglementation boursière, à la suite du franchissement du seuil de détention de 30% du capital ou des droits de vote d'*Orapi* intervenu le 19 octobre, l'Initiateur a déposé le 2 novembre 2023 un projet d'Offre Publique d'Achat sur le solde du capital de la Société au prix de 6,50 € par action.

Dans l'hypothèse où, à l'issue de l'Offre, les actionnaires minoritaires d'*Orapi* ne représenteraient pas plus de 10 % du capital et des droits de vote d'*Orapi*, *Groupe Paredes* a indiqué son intention de procéder à un retrait obligatoire des actions de la Société.

Dans l'hypothèse inverse, l'Initiateur a indiqué se réserver le droit de déposer, dans le cadre de la réglementation applicable, une offre publique suivie, le cas échéant, d'un retrait obligatoire portant sur les titres visés par l'Offre qu'il ne détiendrait pas.

3.1.2. Effets attendus du rapprochement avec Groupe Paredes

L'Initiateur est une société française, créée en 1942, qui conçoit, fabrique et commercialise des produits d'hygiène et de process à l'attention des professionnels sur divers marchés. *Groupe Paredes* est notamment spécialisé dans la transformation et le conditionnement de ouate à destination du marché de l'hygiène.

Groupe Paredes a réalisé un chiffre d'affaires d'environ 212 m€ en 2022. Le groupe dispose (i) d'un site de fabrication de ouate et de savons à Genas, en région lyonnaise, (ii) d'un site de fabrication de ouate en Toscane et (iii) de 16 sites logistiques et commerciaux en France et en Italie.

Les deux groupes, qui sont de taille similaire, présentent une complémentarité évidente à plusieurs niveaux.

- Complémentarité industrielle : *Orapi* est en effet intégrée verticalement sur les Produits de Chimie et *Groupe Paredes* sur les Produits de Ouate. La

²⁰ A l'exception de 2 m€ de créances abandonnées.

fabrication de certains produits pourra donc être internalisée dans les usines de *Groupe Paredes* et d'*Orapi*.

- Complémentarité commerciale : *Orapi* s'adresse aux collectivités publiques contrairement à *Paredes* très présent sur la santé et l'industrie. Pour autant, l'Initiateur anticipe des effets négatifs de ce rapprochement auprès de certains clients / distributeurs communs qui souhaitent maintenir une certaine diversité de fournisseurs.
- Complémentarité opérationnelle : notamment en termes d'achats, de logistique, d'éventuels regroupements d'entrepôts. La proximité géographique des deux groupes devrait également faciliter la direction du nouvel ensemble.

Ces fortes complémentarités doivent permettre aux deux groupes de créer le *leader* de l'hygiène professionnelle en France avec un chiffre d'affaires agrégé de plus de 450 m€ et 1 600 salariés.

Il apparaît ainsi que le rapprochement d'*Orapi* et *Groupe Paredes* présente des opportunités de synergies évidentes.

L'Initiateur a indiqué que ces synergies potentielles (et leurs coûts de mise en œuvre) n'ont pas pu être chiffrées de façon fiable à ce stade, celui-ci n'ayant pas eu accès lors des due diligences à des données suffisamment détaillées du fait de la position concurrentielle directe des deux groupes.

Néanmoins, sur la base de données publiques, l'Initiateur estimait, dans le cadre de ses négociations avec les cédants et donc de manière très préliminaire, le montant des synergies opérationnelles à terme et aux bornes du nouvel ensemble à près de 7,0 m€ par an avant impôts (après prise en compte des dissynergies éventuelles). Il est à noter que ce montant est estimé avant coût de mise en œuvre de ces synergies et ne se réaliserait qu'après une période de montée en puissance (*ramp up*) significative.

En retenant une durée de vie des synergies comprises entre 10 et 15 ans et en supposant que celles-ci soient attribuables à parts égales à *Orapi* et *Paredes*, nous estimons la valeur actuelle des synergies susceptibles de revenir aux actionnaires d'*Orapi* entre 1,5 € par action et 2,5 € par action²¹.

²¹ Estimation fondée sur les hypothèses suivantes : *ramp up* de 4 ans, taux d'imposition de 25,8%, coûts de mise en œuvre égaux à deux années de synergies. Les synergies sont actualisées au coût du capital et les coûts de mise en œuvre au coût de la dette de *Groupe Paredes*.

3.2. Caractéristiques de l'Offre et objectif du présent rapport d'expertise

L'analyse de l'Offre fait apparaître une caractéristique importante : il s'agit d'une offre (i) obligatoire, qui intervient à la suite de l'acquisition par l'Initiateur d'une participation de 34,85% du capital, (ii) relevant d'une procédure normale et à l'issue de laquelle (iii) l'Initiateur a déclaré son intention de mettre en œuvre la procédure de retrait obligatoire, si les conditions le permettent.

Premièrement, l'Offre est une offre « obligatoire » en ce sens qu'elle est lancée, conformément à la réglementation boursière, à la suite de l'acquisition d'un bloc de titres représentant plus de 30% du capital de la société cible. Si le lancement de l'Offre est obligatoire pour l'Initiateur, les actionnaires de la Société non impliqués dans l'acquisition de ce bloc et visés par l'Offre n'en restent pas moins libres d'y répondre favorablement ou non en décidant de présenter ou de conserver leurs actions.

Deuxièmement, l'Offre relève de la procédure normale dans la mesure où l'Initiateur détient, à la veille du lancement de l'Offre, moins de 50% du capital et des droits de vote de la Société.²²

Ceci implique que dans l'hypothèse où les actions non apportées à l'Offre ne représenteraient pas plus de 10% du capital et des droits de vote et où l'Initiateur déciderait de mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire, l'AMF n'aura pas à se prononcer sur le caractère équitable du projet de retrait obligatoire, celui-ci intervenant « de droit » après le plébiscite du marché.

Dans ce contexte, le présent rapport d'expertise doit (i) s'assurer que les conditions financières de l'Offre n'ont pas été biaisées par d'éventuels conflits d'intérêts et (ii) s'assurer du caractère équitable du Prix d'Offre dans le contexte d'une offre obligatoire.

Enfin, à travers l'évaluation des actions de la Société, ce rapport vise également à éclairer les membres indépendants du conseil de surveillance de la Société (également membres du Comité Ad Hoc) sur l'intérêt que présente l'Offre d'un point de vue financier pour les actionnaires minoritaires.

²² Article 233-1 du règlement AMF.

3.3. Modalités d'appréciation du caractère équitable des conditions financières de l'Offre

3.3.1. Caractère équitable des conditions financières de l'Offre au regard des accords conclus avec les dirigeants et actionnaires de la Société dans le cadre de l'Opération

Un certain nombre d'accords ont été conclus entre l'Initiateur, les actionnaires de la Société et ses dirigeants :

- le protocole de cession sous conditions suspensives entre le Bloc Chifflot et *Groupe Paredes* le 6 octobre 2023,
- un protocole transactionnel entre *La Financière MG3F*, *GC Consult*, les membres de la famille Chifflot, M. Henri Biscarrat, le fonds *Kartesia* et le *Groupe Paredes* (le « **Protocole Transactionnel** ») le 18 octobre 2023,
- un acte d'engagement d'apport des entités *Kartesia* à l'offre publique conclu entre *Kartesia* et *Groupe Paredes* (« **l'Acte d'Engagement d'Apport** ») le 18 octobre 2023 et tel que modifié par avenant le 30 octobre 2023,
- des protocoles entre *Kartesia* et certains managers (les « **Protocoles Managers** »).

Nous avons obtenu et pris connaissance de ces différents accords qui ne font état d'aucun complément de prix, de mécanisme de réinvestissement, ni d'aucune autre modalité susceptible d'avoir selon nous une incidence sur l'appréciation du caractère équitable des conditions financières de l'Offre.

Certaines modalités de ces accords appellent néanmoins les commentaires suivants de notre part.

Premièrement, il existait au 30 juin 2023 un compte courant inscrit dans les livres de la Société (1,4 m€) qui a fait l'objet d'un remboursement le 19 octobre 2023 de la part de *La Financière MG3F*. Le Protocole d'Accord prévoit néanmoins que, dans les trois mois, suivant la date de règlement-livraison de l'Offre, la *Financière M.G.3.F*, *Groupe Paredes* et la Société (sous réserve de son adhésion au Protocole Transactionnel) s'engagent à ce que soit désigné un expert en évaluation d'entreprises, qui statuera en amiable composition, c'est-à-dire sans être lié par les règles de droit ni de procédure, ni par une quelconque expertise judiciaire qui aurait déjà eu lieu préalablement, sur le montant du compte courant. Nous comprenons que l'objet de cette expertise est de rectifier des erreurs éventuelles qui auraient pu être commises dans le cadre des facturations de prestations entre la *Financière M.G.3.F.* et la Société. Sur la base de l'information qui nous a été transmise, nous n'avons pas reçu d'élément qui laisse supposer que ce compte courant puisse faire l'objet d'un remboursement significatif en faveur de la *Financière MG3F*. Par ailleurs, ce compte courant fait partie

intégrante des comptes de la Société, qui ont été certifiés par un commissaire aux comptes, et des comptes de *La Financière MG3F*, dont MM. Guy Chiffot et Henri Biscarrat étaient les dirigeants et actionnaires. L'Initiateur nous a confirmé, dans une lettre d'affirmation, s'engager à rendre publiques les conclusions de cette expertise.

Deuxièmement, le contrat d'acquisition du Bloc Chiffot prévoit certains engagements concernant le site de Saint Vulbas (le site étant détenu par la société IPLA dont la majorité du capital et des droits de vote est détenue par des membres de la famille Chiffot). L'Initiateur, dans une lettre d'affirmation, nous a confirmé que les loyers et les conditions financières des baux qui seront négociés lors des renouvellements des baux se feront à des conditions de marché.

Nous avons également pris connaissance de l'Acte d'Engagement d'Apport des entités *Kartesia*. Ce dernier n'appelle pas de commentaire particulier. *Kartesia* s'est engagé à apporter l'intégralité de ses actions au prix d'Offre, soit 6,50€ par action, sous la condition notamment que soit signé un contrat de cession de l'intégralité de ses ORA 2 à *Groupe Paredes* au prix de 5,20 € par ORA 2.

Il est par ailleurs fait mention dans cet Engagement d'Apport d'un certain nombre de versements et/ou d'opérations impliquant les dirigeants de la Société.

Ainsi, le niveau de la rémunération variable de certains managers au titre de l'exercice 2023 a été aménagé – dans les limites des enveloppes prévues par les contrats de travail des intéressés – afin de tenir compte de l'effet potentiellement perturbateur des négociations ayant conduit à l'Opération sur la performance de la Société en 2023.

De plus, M. Henri Biscarrat a obtenu confirmation par la Société (i) du maintien en vigueur de l'avenant à son contrat de travail en date du 29 juillet 2020 prévoyant notamment le versement d'une indemnité contractuelle en cas de licenciement par la Société et (ii) du maintien de sa rémunération au niveau perçue en 2023 (avec prise en compte de l'ancienneté acquise au titre du mandat) en cas de perte de son mandat de président du directoire.

Ces accords n'appellent pas de commentaires particuliers de notre part dans la mesure où ils relèvent de la mise en œuvre ou du maintien d'accords conclus préalablement à l'Offre.

Enfin, M. Henri Biscarrat a obtenu l'autorisation de conserver son véhicule de fonction en cas de départ de la Société.

Par ailleurs, des accords conclus entre *Kartesia* et certains managers prévoient également :

-
- le rachat de 900 actions de préférence détenues par certains managers, donnant droit à leurs titulaires à une quote-part de la plus-value réalisée par *Kartesia* en cas de sortie,
 - des options d'achat au bénéfice des managers leur permettant d'acquérir auprès de *Kartesia* 175 514 actions au prix de 5,20 €.

Ces engagements entre *Kartesia* et certains managers n'appellent pas de commentaire de notre part dans la mesure où (i) ils ont été conclus préalablement à l'Offre et où (ii) les titres concernés par ces accords font l'objet d'engagements d'apport à l'Offre.

Enfin, s'agissant des ORA 2 émises par la Société qui seront intégralement détenues par l'Initiateur à l'issue de l'Offre, il convient de préciser que (i) ce dernier envisage de demander leur remboursement en numéraire en totalité, en une ou plusieurs fois, en fonction des capacités de remboursement de la Société, (ii) les ORA 2 ne portent plus intérêt depuis le remboursement des ORA 1.

Sur cette base, nous pouvons d'ores et déjà conclure au caractère équitable des conditions financières de l'Offre au regard des accords conclus avec les dirigeants et actionnaires de la Société dans le cadre de l'Opération.

Dans une lettre d'affirmation, le Management de la Société nous a confirmé que, à sa connaissance, il n'existe pas d'autres accords avec les différentes parties prenantes à l'Offre et susceptibles d'influer sur les conditions financières de l'Offre.

3.3.2. Caractère équitable du Prix d'Offre dans le seul cadre de la présente Offre

Comme indiqué précédemment, l'Offre fait suite à l'acquisition des actions détenues par le Bloc Chiffrot par l'Initiateur représentant 34,8% du capital et des droits de vote, au prix de 6,50 € par action.

Dans ce contexte, le respect de l'équité de l'Offre repose en particulier sur le principe d'égalité de traitement de tous les actionnaires, comme attesté par les conditions imposées sur la fixation du prix d'offre dans le Règlement Général de l'AMF : « *Lorsqu'un projet d'offre est déposé en application des articles 234-2 et 234-5, le prix proposé doit être au moins égal au prix le plus élevé payé par l'initiateur, agissant seul ou de concert au sens des dispositions de l'article L. 233-10 du code de commerce, sur une période de douze mois précédant le fait générateur de l'obligation de déposer le projet d'offre* » (article 234-6).

Sur cette base, nous pouvons d'ores et déjà conclure que, dans le seul cadre de l'offre publique d'achat, le Prix d'Offre de 6,50 € par action est équitable pour les actionnaires minoritaires, puisqu'il permet aux Actionnaires Minoritaires d'obtenir

pour leurs actions un prix égal au prix unitaire négocié par le Bloc Chiffrot et par *Kartesia*.



4. Estimation de la Valeur Intrinsèque des actions Orapi

La présente section expose les travaux d'évaluation effectués en vue de l'estimation de la Valeur Intrinsèque de l'action *Orapi*. Ces travaux d'évaluation ont été réalisés dans le respect d'une approche multicritères. Conformément à la recommandation AMF 2006-15 relative à l'expertise indépendante, cette approche s'est appuyée sur l'analyse des références d'évaluation disponibles et la mise en œuvre des méthodes d'évaluation couramment utilisées dans la vie des affaires.

4.1. Estimations de la Valeur Intrinsèque fondées sur les références d'évaluation disponibles

4.1.1. Actif net comptable consolidé

Dans le cas présent, l'actif net comptable par action ne peut être considéré comme une référence pertinente pour estimer la Valeur Intrinsèque de la Société, notamment parce qu'il n'intègre pas les perspectives de croissance et de rentabilité de la Société.

Au 30 juin 2023, l'actif net comptable part du groupe de la Société s'établissait à 54,0 m€ pour 6 539 708 actions²³, soit 8,26 € par action. A noter que ces 54,0 m€ de capitaux propres intègrent un montant de goodwill de 32 m€ qui résulte d'un recours historique important à la croissance externe (cf. section 2.1.1.**Error! Reference source not found.**).

4.1.2. Cours de bourse

Le cours de bourse est une référence pertinente pour estimer la valeur des actions d'une société cotée sous réserve que le marché du titre puisse être considéré comme efficient.

Dans le cas présent, les conditions d'une bonne efficience du marché du titre *Orapi* ne nous semblent pas réunies. En effet, comme mentionné précédemment, les volumes échangés sont particulièrement faibles (23% du flottant échangé sur les douze derniers mois, représentant une valeur cumulée de 2,2 m€). De plus, le suivi du titre par les analystes financiers est limité (un analyste) et ne participe donc que de manière limitée à l'efficience du marché du titre.

²³

Sur la base d'un nombre total de 6 643 534 actions, diminué de 128 927 actions autodétenues, de 900 actions de préférence (converties en 1 action ordinaire) et augmenté de 26 000 actions gratuites.

Pour ces raisons, nous considérons que le cours de bourse avant Opération ne constitue pas une référence pertinente pour déterminer la Valeur Intrinsèque de la Société.

A titre d'information, le Prix d'Offre de 6,50 € s'établit à un niveau supérieur de 42,9 % au cours de clôture du 15 juin 2023, dernier cours coté avant l'annonce de l'Opération le 27 juin 2023 (et à des niveaux supérieurs de respectivement 54,3 %, 56,4 %, 51,4 % et 43,5 % aux cours moyens pondérés sur un mois, trois mois, six mois et douze mois avant cette même date).

Sur les 12 derniers mois précédant le 15 juin 2023, aucune séance de cotation n'a clôturé à un cours supérieur ou égal à 6,50 €.

Figure 9 | Primes extériorisées par le Prix d'Offre

	Cours de bourse moyen pondéré (en €)	Pirne induite par le Prix d'Offre
Cours spot au 15/06/2023	4,55	42,9 %
Dernier mois	4,21	54,3 %
3 derniers mois	4,16	56,4 %
6 derniers mois	4,29	51,4 %
12 derniers mois	4,53	43,5 %
Minimum 1 an (spot)	3,74	73,8 %
Maximum 1 an (spot)	5,38	20,8 %

Sources : Capital IQ et analyse Accuracy

Note : cours de bourse moyen calculé sur la base des cours moyens pondérés par les volumes.

4.1.3. Prix cible des analystes financiers

Le titre *Orapi* est suivi par seulement une société de bourse, *Gilbert Dupont*, dans le cadre d'une recherche rémunérée.

La **Figure 10** présente les prix cibles communiqués par *Gilbert Dupont* au cours des dix-huit derniers mois avant l'annonce de l'Opération.

Figure 10 | Prix cibles et recommandations avant et après l'annonce de l'Opération

Date de publication	Analyste	Recommandations	Objectifs de cours	Cours de référence	Potentiel de hausse (baisse)	Prime induite par le prix d'Offre
Post-annonce						
21/07/2023	Gilbert Dupont	Acheter	6,5 €	5,7 €	13,6 %	-
Pré-annonce						
17/03/2023	Gilbert Dupont	Acheter	7,1 €	4,1 €	74,0 %	(8,5)%
27/01/2023	Gilbert Dupont	Acheter	8,5 €	4,6 €	84,8 %	(23,5)%
21/10/2022	Gilbert Dupont	Acheter	8,3 €	4,0 €	105,4 %	(21,7)%
16/09/2022	Gilbert Dupont	Acheter	9,9 €	4,6 €	114,8 %	(34,3)%
22/07/2022	Gilbert Dupont	Acheter	10,8 €	5,1 €	112,2 %	(39,8)%
27/01/2022	Gilbert Dupont	Acheter	10,5 €	6,1 €	73,0 %	(38,1)%

Source : Gilbert Dupont

L'analyse comparée du cours de bourse de la Société et des prix cibles de *Gilbert Dupont* avant Opération montre que ce dernier se positionne à l'achat sur le titre *Orapi* en affichant, depuis plusieurs années, des prix cibles largement supérieurs au cours de bourse.

Sur les dix-huit derniers mois, le bureau d'étude a systématiquement révisé à la baisse ses objectifs de cours, principalement en raison de publications de résultats en dessous des attentes, tant en termes de chiffre d'affaires que de marge.

Le Prix d'Offre fait ressortir une décote de 8,5% par rapport au dernier objectif de cours publié avant l'annonce de l'Opération le 27 juin 2023.

Notons cependant que le 21 juillet 2023, soit le lendemain de l'annonce du chiffre d'affaires du premier semestre 2023, le bureau d'étude a révisé à la baisse son objectif de cours à 6,50 €, soit précisément le niveau du Prix d'Offre qui sera annoncé le 4 août 2023.

Si ces prix cibles constituent généralement une référence de valeur qui ne peut être ignorée, nous en relativisons ici la pertinence. En effet, seul un bureau d'étude assure le suivi du titre dans le cadre d'une recherche rémunérée. Lecture faite des notes publiées, le travail effectué par ce bureau d'étude vise plutôt à favoriser la bonne diffusion des informations financières de la Société dans le marché qu'à émettre une opinion indépendante sur la valeur de la Société.

4.1.4. Transactions récentes sur le capital

Nous n'avons pas eu connaissance de transaction significative intervenue sur le capital de la Société au cours des douze derniers mois, autre que l'Opération.

En remontant plus loin dans le temps, la dernière transaction significative intervenue sur le capital de la Société est relative à la restructuration financière réalisée en juillet 2020, date à laquelle la Société a procédé à (i) une augmentation de capital réservée à *Kartesia* au prix de 5,20€ par action nouvelle et à (ii) l'émission des ORA 1 et ORA 2.

Nous considérons cependant que cette référence est trop ancienne pour constituer une référence pertinente de la Valeur Intrinsèque.

Dans le cadre de l'Opération envisagée, le prix d'Offre de 6,50 € par action *Orapi* est identique (i) au prix payé par l'Initiateur pour l'acquisition du Bloc Chiffлот et (ii) au prix auquel *Kartesia* s'est engagé à apporter ses actions aux termes de l'Engagement d'Apport *Kartesia* conclu le 18 octobre 2023.

En sa qualité de fondateur d'*Orapi*, M. Guy Chiffлот a une connaissance approfondie du secteur et se trouvait donc en position d'apprécier en toute connaissance de cause le prix proposé par *Groupe Paredes*. Il en est de même pour le fonds *Kartesia*, entré au capital d'*Orapi* en 2020 et présent dans les organes de gouvernance de la Société.

Le prix de 6,50 € ne peut dès lors pas être une référence pertinente de la Valeur Intrinsèque dans la mesure où il devrait *a priori* intégrer une quote-part des synergies attendues de l'Opération que les deux acteurs susmentionnés sont tout à fait à même d'apprécier. Cette quote-part reste fonction du rapport de force entre les vendeurs et l'acquéreur.

Dans le cas d'espèce, certains éléments permettent de penser que *Groupe Paredes* était dans une position favorable dans les négociations : (i) *Groupe Paredes* était – à notre connaissance – le seul acquéreur déclaré, autre que *Kartesia*, (ii) l'Opération a été initiée par la volonté de sortie M. Guy Chiffлот, et (iii) l'Opération permet à *Kartesia* de clore son investissement dans *Orapi* en dégageant une rentabilité conséquente, le prix de cession des actions détenues dans *Orapi* ne représentant qu'un des éléments constitutifs du TRI dégage.

4.2. Estimation de la Valeur Intrinsèque fondée sur la mise en œuvre des méthodes d'évaluation usuelles

4.2.1. Une démarche d'évaluation en trois étapes qui écarte toute approche directe de la valeur des capitaux propres

Pour l'estimation de la Valeur Intrinsèque, nous avons adopté une démarche d'évaluation en trois étapes, qui consiste à estimer successivement (i) la valeur du portefeuille d'activités (ou « **valeur d'entreprise** »), (ii) la valeur de l'endettement financier net et des actifs et passifs hors exploitation courants, et enfin (iii) par le solde entre ces composantes, la valeur de marché des capitaux propres.

Une telle démarche exclut par construction l'utilisation des méthodes d'évaluation qui visent à déterminer directement la valeur des capitaux propres en une seule étape sans passer par les deux étapes intermédiaires consistant à estimer la valeur d'entreprise et la valeur de l'endettement financier net et des autres éléments d'actifs et passifs hors exploitation. A ce titre, ont donc été écartées d'emblée les deux méthodes fondées respectivement sur l'actualisation d'un flux de dividendes futurs (méthode DDM pour *Discounted Dividends Model*) ou sur l'utilisation du multiple de résultat net (méthode du PER pour *Price Earning Ratio*). Ces deux méthodes sont certes fondées sur un plan purement conceptuel, mais s'avèrent dans la pratique trop délicates à mettre en œuvre pour fournir une estimation fiable de la valeur des capitaux propres. En effet, la première nécessite de nombreuses hypothèses quant à la structure de financement future de la société évaluée, tandis que la seconde exige notamment une similitude des structures financières entre la société évaluée et les sociétés cotées comparables rarement rencontrée dans la réalité.

Les méthodes mises en œuvre pour l'évaluation du portefeuille d'activités d'*Orapi* sont donc les trois méthodes usuellement retenues dans le cadre d'une évaluation multicritères, à savoir (i) la méthode DCF (pour *Discounted Cash Flows*), (ii) la méthode des comparaisons boursières et (iii) la méthode des transactions comparables. Pour les raisons exposées plus loin (sections 4.4 et 4.5), les deux dernières méthodes, qui relèvent de l'approche analogique de l'évaluation, ne permettent pas d'obtenir des résultats suffisamment pertinents pour l'estimation de la Valeur Intrinsèque.

Avant d'exposer les résultats des différentes méthodes d'évaluation mises en œuvre, nous présentons ci-après les deux autres éléments qui permettent d'estimer la Valeur Intrinsèque de l'action *Orapi*, à savoir (i) les modalités d'estimation de l'endettement financier net et les autres actifs et passifs hors exploitation courante (section 4.2.2) et (ii) la détermination du nombre d'actions de la Société (section 4.2.3) à la date d'évaluation.

4.2.2. Endettement financier net et autres actifs et passifs hors exploitation courante à la date d'évaluation

L'endettement financier net à soustraire de la valeur d'entreprise pour obtenir la valeur de marché des capitaux propres a été estimé en prenant en compte les éléments listés ci-après. Nos travaux d'évaluation sont fondés sur le dernier bilan d'*Orapi* disponible à date, à savoir celui du rapport semestriel 2023.

Par commodité, la date d'évaluation retenue pour l'actualisation des flux dans le cadre de la méthode DCF est le 30 juin 2023.

4.2.2.1. Dette financière nette estimée au 30 juin 2023 avant application de la norme IFRS 16

La dette financière brute d'*Orapi* au 30 juin 2023 s'élève à 24,7 m€ (hors IFRS 16). Elle est constituée (i) de dettes *factor* (avec recours) pour un montant de 20,1 m€ et (ii) des emprunts bancaires pour 4,6 m€.

Après déduction de la trésorerie et équivalents de trésorerie de 10,1 m€, la dette financière nette au 30 juin 2023 s'établit à 14,6 m€.

4.2.2.2. ORA 2

L'Acquisition du Bloc Chifflot par *Groupe Paredes*, le 19 octobre 2023, a entraîné la caractérisation d'un cas de remboursement obligatoire en numéraire de l'intégralité des ORA 2.

Les ORA 2 sont donc retenues comme élément de dette pour 16,6 m€.

4.2.2.3. Compte courant Financière MG3F

La Société détient au 30 juin 2023 une créance sur la *Financière MG3F*, laquelle a procédé au règlement des sommes dues au 19 octobre 2023.

4.2.2.4. Compte séquestre PHEM

Dans le cadre de la cession de *PHEM* en septembre 2021, la Société a accordé une garantie d'actif-passif à l'acquéreur. Afin de garantir le paiement de toute créance exigible, la Société a versé sur un compte séquestre un montant initial de 0,6 m€ dégressif à chaque date anniversaire en l'absence d'appel de la garantie. Ce montant a été ramené à 0,4 m€ dans les comptes au 30 juin 2023.

Nous comprenons que le risque sur ce montant est faible et avons donc intégré cette créance dans les éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur de marché des capitaux propres.

4.2.2.5. Provisions pour risques courants et non courants

Les provisions pour risques permettent d'anticiper comptablement un risque avéré dont les conséquences prendront effet après la clôture de l'exercice où ces provisions ont été comptabilisées. Elles sont notamment destinées à enregistrer des décaissements probables dont le montant ou l'échéance ne sont pas connus de façon précise.

La Société affiche des provisions pour risque et charges d'un montant de 4,8 m€ au 30 juin 2023 correspondant à (i) des litiges commerciaux (1,7 m€), (ii) des litiges sociaux ou des plans de départ de salariés dans le cadre de restructurations (1,5 m€), (iii) des frais de déconstruction/remise en état des sites industriels (0,7 m€) et (iv) d'autres risques (1,0 m€).

Nous n'avons intégré dans les éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur de marché des capitaux propres, que les provisions entraînant des décaissements qui n'ont pas déjà été inclus dans les flux de trésorerie du Plan d'Affaires. Le montant retenu s'élève à 1,8 m€ et correspond pour l'essentiel à des litiges commerciaux.

4.2.2.6. Provisions pour indemnités de fin de carrière

La provision pour retraites et assimilés, nette des actifs de régimes afférents, correspond aux droits acquis par les salariés d'*Orapi* à date. Comme la charge de désactualisation des engagements de retraite (*interest cost*) est comptabilisée dans le résultat financier et non dans les frais de personnel, cette provision (nette de l'impact fiscal) n'a pas été prise en compte dans les flux du Plan d'Affaires pour la détermination de la valeur d'entreprise et a donc été intégrée dans les éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur de marché des capitaux propres pour un montant de 3,0 m€.

4.2.2.7. Impôts différés actifs et passifs sur provisions

Les provisions pour risques et les provisions pour indemnités de fin de carrière sont intégrées nettes des impôts différés actifs associés, en considérant le taux d'impôt français sur les sociétés en vigueur. Les impôts différés sur provisions se montent à 1,2 m€ en prenant un taux d'imposition de 25,8%.

4.2.2.8. Intérêts minoritaires

Orapi détient des participations dans trois sociétés, *MHE* (65%), *ODSL* (60%) et *Orapi Middle East* (51%) qu'elle contrôle et consolide donc par intégration globale.

La valeur d'entreprise de ces sociétés a été estimée en appliquant à leur EBITDA 2022 la fourchette de multiples d'EBITDA induits par l'évaluation d'*Orapi* par la méthode DCF dans les deux scénarios considérés (cf. *infra*, section 4.3.4). Après prise en compte de leur trésorerie nette, la valeur de marché des capitaux propres cumulée de ces trois sociétés s'établit entre 5,9 m€ et 7,1 m€ au 30 juin 2023.

Sur cette base, nous estimons la valeur de marché des intérêts minoritaires au sein d'une fourchette d'estimations comprises entre 1,9 m€ et 2,5 m€ au 30 juin 2023.

4.2.2.9. Economies d'impôts liées aux déficits fiscaux reportables

La Société ayant enregistré des pertes au cours des années précédentes, le stock de déficits fiscaux reportables s'établit à 28,4 m€ au 30 juin 2023.

Pour estimer les économies fiscales afférentes à ces déficits, nous avons simulé leur utilisation en considérant les résultats imposables futurs de la Société, sans limitation dans le temps et sur la base du taux d'impôt prévalent en France. La valeur actuelle de ces économies fiscales a ensuite été estimée, dans les deux scénarios considérés, en utilisant le même taux d'actualisation que celui retenu pour actualiser les *free cash flows* en vue de l'estimation de la valeur d'entreprise (section 4.3.3). Il en résulte une fourchette d'estimations comprises entre 4,6 m€ et 4,9 m€.

4.2.2.10. *Synthèse*

Le tableau ci-après fournit une synthèse des éléments pris en compte pour passer de la valeur d'entreprise à la valeur de marché des capitaux propres.

Figure 11 | Endettement financier net / (Trésorerie nette) et autres passifs (actifs) hors exploitation au 30 juin 2023

en m€	Scénario Bas	Scénario Haut
Dette financière brute (hors IFRS 16)	4,5	4,5
Dettes auprès des factors	20,1	20,1
Trésorerie et équivalents de trésorerie	(10,1)	(10,1)
Dette/(Trésorerie) nette au 30/06/2023	14,6	14,6
ORA 2	16,6	16,6
Compte séquestre PHEM	(0,4)	(0,4)
Compte courant La Financière M.G.3.F	(1,4)	(1,4)
Valeur des déficits fiscaux reportables	(4,6)	(4,9)
Provisions pour risques	1,8	1,8
Provisions pour indemnités de fin de carrière	3,0	3,0
Impôts différés sur provisions	(1,2)	(1,2)
Valeur des intérêts minoritaires	1,9	2,5
Dette financière nette autres passifs/(actifs) non opérationnels au 30/06/2023	30,3	30,5

Sources : Société

4.2.3. **Nombre d'actions pris en compte pour le calcul de la valeur unitaire des actions à partir de la valeur estimée des capitaux propres**

A la date de l'Opération, le capital d'*Orapi* est composé de 6 643 534 actions. Ce nombre d'actions doit être diminué des (i) 128 927 actions autodétenues et (ii) des 900 actions de préférence qui, conformément aux accords conclus entre *Kartesia* et l'équipe de direction d'*Orapi* seront rachetées par *Kartesia* et converties en une action ordinaire venant s'ajouter au nombre total d'actions retenu.

En outre, le directoire d'*Orapi* a attribué entre le 17 mai 2021 et le 21 août 2023 différentes tranches d'actions gratuites (« **AGA** ») au profit de certains salariés pour un total de 104 000 AGA (dont 18 000 sont d'ores et déjà caduques). La date d'acquisition définitive de ces AGA s'échelonne entre le 17 mai 2024 et le 21 août 2024, sous réserve de conditions de présence et de performances (portant sur le niveau d'EBITDA de la Société pour les années 2021, 2022 et 2023).

Compte tenu des EBITDA réalisés par *Orapi* en 2021, 2022 et budgété en 2023, seules 26 000 actions gratuites attribuées devraient être acquises.

Nous avons donc intégré la dilution potentielle liée aux plans d'actions gratuites au nombre d'actions total qui s'établit donc à 6 539 708.

Figure 12 | Nombre total d'actions retenu dans nos travaux d'évaluation

Catégories de titres	# actions
Actions ordinaires	6 643 534
Actions auto-détenues	(128 927)
Actions gratuites attribuées	26 000
Conversion des Actions de Préférence	(900)
Actions issues de la conversion des Actions de Préférence	1
Nombre d'actions retenu	6 539 708

Sources : Société

4.3. Estimation de la Valeur Intrinsèque via la méthode DCF

4.3.1. Estimation des flux de trésorerie annuels

L'estimation des flux de trésorerie prévisionnels sur la période 2023-2027 s'est appuyée sur les données du Plan d'Affaires préparé par le Management dans le cadre des tests d'*impairment* conduits pour la préparation des comptes au 30 juin 2023 et dont les principales hypothèses de croissance et de profitabilité ont été détaillées en section 2.1.4.

Les autres composantes des flux de trésorerie prévisionnels ont été estimées, soit par la Société, soit par nos soins après échange avec le Management d'*Orapi*, de la façon suivante :

- Le besoin en fonds de roulement (« **BFR** ») moyen est estimé à environ 37 jours de chiffre d'affaires sur la période 2023-2027, en ligne avec la moyenne constatée sur la période historique 2013-2022.
- Les investissements sont relativement stables (2,4% du chiffre d'affaires en moyenne jusqu'en 2027), soit un montant de l'ordre de 6,0 m€ en 2024.

-
- Le montant de cotisation sur la valeur ajoutée des entreprises (« **CVAE** ») représente près de 0,1% du chiffre d'affaires sur toute la durée du Plan d'Affaires.
 - Les charges de restructuration estimées par le management représentent en moyenne 0,7% du chiffre d'affaires sur la durée du Plan d'Affaires.

4.3.2. Détermination d'une valeur terminale au terme du plan d'affaires

Considérant le caractère mature de l'activité et le potentiel de redressement significatif déjà largement couvert par le Plan d'Affaires, il n'a pas été jugé nécessaire de retenir une période d'extrapolation.

La valeur terminale a donc été déterminée au terme du Plan d'Affaires (soit 2028) par la méthode usuelle consistant à capitaliser, sur un horizon indéterminé, un flux normatif assorti d'un taux de croissance perpétuelle.

Le taux de croissance perpétuelle a été fixé à 2,25%. Ce taux est voisin du taux d'inflation anticipé sur le long terme dans la Zone Euro et est cohérent avec les composantes implicites du taux sans risque prises en compte dans la détermination du taux d'actualisation (cf. section 4.3.3).

Comme mentionné en section 2.3, nous considérons que le niveau de marge d'EBITDA de près de 8% atteint à l'horizon du Plan d'Affaires n'est pas pérenne dans un secteur aussi concurrentiel. Nous avons donc considéré, pour l'année d'extrapolation, un abattement de marge de 100 points de base. Le ROCE ajusté induit par cette hypothèse s'établit alors à 17,6% (i.e. hors *goodwill*) et à 9,5% (en réincluant le *goodwill* au 30 juin 2023), soit un niveau de rentabilité légèrement supérieur au coût du capital de l'activité estimé à 8,75% en section 4.3.3. De telles hypothèses supposent donc que la Société sera en mesure de rentabiliser les acquisitions réalisées par le passé.

Les autres hypothèses sur l'année d'extrapolation peuvent être résumées ainsi :

- croissance du chiffre d'affaires de 2,25% ;
- les investissements nécessaires non seulement à la maintenance, mais aussi au renouvellement de l'outil industriel sont égaux à 2,5 % du chiffre d'affaires,
- les dépréciations sont calibrées de manière à permettre une croissance des immobilisations en ligne avec la croissance du chiffre d'affaires,
- le BFR est maintenu à 37 jours de chiffre d'affaires,
- le taux d'imposition est maintenu sur toute la période au niveau prévu par le Plan d'Affaires (soit 25,8%),

-
- les charges de transformation récurrentes sont fixées à 1,0 m€, représentant près de 0,4% du chiffre d'affaires, soit le niveau estimé par le Management.

4.3.3. Détermination du taux d'actualisation

La mise en œuvre de la méthode DCF suppose d'actualiser les flux de trésorerie espérés de la Société. Le taux d'actualisation à utiliser, couramment désigné par l'acronyme WACC, peut être estimé de deux manières différentes. Par définition, il correspond au taux de rentabilité exigé sur l'actif économique de l'entreprise (ou « coût d'opportunité du capital ») qui est la source des *free cash-flows* ; par construction, il est aussi égal à la moyenne du coût des capitaux propres et du coût de la dette pondérée par le poids relatif de ces deux sources de financement dans le *pool* de ressources mis à disposition de l'entreprise (soit la définition littérale du WACC ou *Weighted Average Cost of Capital*).

L'approche du coût moyen pondéré du capital est retenue par la plupart des évaluateurs. Elle conduit malheureusement à prendre en compte les effets bénéfiques de la dette (les économies fiscales réalisées au niveau de l'entreprise grâce à la déductibilité des frais financiers) et à ignorer les facteurs moins favorables (fiscalité personnelle, coûts implicites de la dette et notamment la moindre flexibilité financière). Par ailleurs, sur le plan calculatoire, cette approche permet de réduire le WACC pour des leviers financiers croissants, alors que la finance considère depuis les travaux de Modigliani et Miller (1958) que la structure financière n'a pas d'impact sur la valeur de l'actif économique de l'entreprise. Enfin, elle est source d'erreurs et de confusions dans sa mise en œuvre, qui est relativement complexe.

Pour cette raison, nous préférons utiliser l'approche alternative selon laquelle les flux espérés sont actualisés au coût des capitaux propres en l'absence d'endettement (ou « coût d'opportunité du capital »). Ce taux correspond à la rentabilité exigée par les investisseurs sur l'actif économique de l'entreprise. Pour obtenir ce coût d'opportunité du capital, nous estimons le niveau de risque de l'activité en utilisant un cadre méthodologique cohérent, qui ne sous-estime pas les coûts implicites de la dette, et recourons au Modèle d'Évaluation des Actifs Financiers - MEDAF (ou CAPM pour *Capital Asset Pricing Model*) selon lequel le coût d'opportunité du capital (k_a) est égal à :

$$k_a = R_F + \beta_a \times P_{RM}$$

où : R_F = taux d'intérêt sans risque ou loyer de l'argent

β_a = coefficient bêta de l'activité

P_{RM} = prime de risque moyenne anticipée du marché actions

Taux d'intérêt sans risque exigé par les investisseurs (R_F)

La crise financière de 2007-2009 et la crise des dettes publiques en Europe ont ouvert une période de volatilité inhabituelle des taux de rendement servis par les emprunts d'État.

Peu après le début de la crise, la Fed et la Banque Centrale Européenne ont rapidement baissé leurs taux d'intérêt indicateurs (à près de 0 %), entraînant une chute des rendements actuariels des obligations d'État. La crise des dettes souveraines a ensuite marqué une certaine polarisation au sein de la zone euro avec (i) d'un côté une baisse des taux de rendement dans les pays considérés comme « sûrs » en termes de risque de crédit (*flight-to-quality*) et (ii) de l'autre une forte hausse des taux de rendement dans les pays tels que la Grèce, l'Irlande, l'Espagne, l'Italie ou le Portugal.

En outre, afin de soutenir leurs économies, la Fed, suivie par la BCE, a eu recours à l'injection massive de capitaux via le rachat d'instruments financiers (*quantitative easing* ou QE). Conséquence directe de cette politique, les taux de rendement des obligations souveraines ont enregistré une forte baisse jusqu'à extérioriser des niveaux inférieurs aux perspectives d'inflation.

Si une telle situation peut s'envisager à court/moyen terme, elle n'est pas acceptable sur le long terme, car elle viendrait remettre en question la notion même de valeur temporelle de l'argent (ou « *time value of money* ») à la base des modèles d'évaluation usuels. Dans un tel contexte, nous considérons que les rendements actuariels observés sur les obligations d'État ne constituent pas une référence de taux sans risque satisfaisante et préconisons, depuis 2012, de recourir à une approche normative de détermination du taux sans risque nominal, dérivée de l'équation de Fisher :

$$\text{Taux sans risque (nominal)} = \text{taux d'intérêt réel} + \text{inflation attendue à long terme}$$

Le début de l'année 2022 marque cependant un point d'inflexion majeur des politiques monétaires des banques centrales. En effet, la reprise économique au sortir de la crise sanitaire ainsi que le conflit Ukrainien ont provoqué le retour d'une inflation plus élevée et moins transitoire que prévu. Afin d'endiguer le risque de développement d'une spirale « prix-salaires » dans un contexte de tensions sur le marché du travail, les banques centrales ont entamé en 2022 un cycle de resserrement monétaire de forte ampleur, marquant la fin des politiques expansionnistes observées depuis la crise financière de 2007-2009. Conséquence du resserrement monétaire engagé, les taux de rendement actuariels des obligations d'État se sont fortement appréciés depuis le début de l'année 2022, opérant un retour vers la moyenne historique après près d'une décennie de taux d'intérêt anormalement bas.

Dans un contexte de forte variabilité des taux d'intérêt et constatant que, malgré la hausse observée depuis le début de l'année 2022, les taux réels servis par les obligations d'État à 10 ans de la zone euro demeurent proches de zéro, nous maintenons notre préconisation de recourir à une approche normative.

L'approche normative préconisée consiste ainsi à estimer, d'une part, le taux d'intérêt réel et, d'autre part, un taux d'inflation attendu à long terme cohérent avec celui retenu pour l'estimation du taux de croissance perpétuel.

S'agissant du taux d'intérêt réel, nous retenons un taux d'intérêt réel exigé par les investisseurs sur une maturité courte de 1,0 %, en ligne, par exemple, avec le rendement moyen des bons du Trésor observé sur la période 1900-2022 par *Dimson, Marsh et Staunton*²⁴ au Canada (1,5 %), en Grande-Bretagne (1,1 %) et aux États-Unis (0,5 %). Ces quelques références excluent volontairement les pays européens (Allemagne, France et Italie notamment) où le taux de rentabilité moyen est négatif, l'évolution du taux d'inflation sur la période considérée ayant parfois réservé de bien mauvaises surprises aux épargnants.

S'agissant du taux d'inflation anticipé dans la zone euro, le taux d'inflation observé depuis la création de la zone Euro n'a qu'en de très rares exceptions dépassé l'objectif de 2,0%²⁵ fixé par la BCE. Ce niveau d'inflation limité s'expliquait essentiellement par (i) une mondialisation croissante des échanges et le rôle toujours plus important joué par la Chine dans la production de biens consommés en Europe, (ii) un marché du travail relativement sage dans un contexte de croissance économique modérée et de gains de productivité.

Nous considérons cependant que ces facteurs pourraient être remis en cause et que l'inflation anticipée à moyen long terme pourrait être plus élevée que par le passé. En effet, la mondialisation pourrait connaître une phase de reflux, sous l'effet d'un phénomène de relocalisation de la production, dicté par des considérations de souveraineté économique et/ou géopolitique ou encore des impératifs environnementaux. De plus, les évolutions démographiques et sociétales pourraient introduire un nouveau rapport de force sur le marché du travail se traduisant par une plus forte progression des salaires qu'auparavant. Pour ces deux raisons, nous considérons que l'objectif de 2,0%²⁶ fixé par la BCE est désormais conservateur et retenons un taux d'inflation légèrement plus élevé à 2,25%.

²⁴ *Crédit Suisse Global Investment Return Yearbook* (Édition 2023), Elroy Dimson, Paul Marsh et Mike Staunton.

²⁵ Particulièrement sur la base du taux d'inflation dit « noyau dur » ou « core », qui exclut les fluctuations liées à l'énergie, l'alimentation et le tabac, jugé par la BCE comme plus représentatif de l'évolution structurelle des prix.

²⁶ BCE, Déclaration relative à la stratégie de politique monétaire de la BCE, 8 juillet 2021

Ce niveau est en ligne avec le taux d'inflation prévu par la BCE²⁷ pour l'année 2024 et reste dans le bas de fourchette des références actuellement disponibles pour la zone Euro :

- swap d'inflation 5 ans dans 5 ans : 2,5% à fin Juin 2023,
- point mort d'inflation : 2,9%²⁸ en France et 2,4%²⁹ en Allemagne à fin juin 2023,
- prévision d'inflation établie par la BCE : 3,0% en 2024 et 2,2% en 2025³⁰,
- prévision d'inflation à moyen terme tirée de l'enquête des prévisionnistes professionnels conduite par la BCE de 2,2%³¹,
- consensus d'inflation Bloomberg pour la zone Euro de 2,2% en 2025³²,

Sur ces bases, notre estimation du taux d'inflation à long terme pour la zone euro s'élève à 2,25%.

Au total, le taux d'intérêt sans risque (R_F) retenu dans le cadre de cette approche normative s'établit à 3,25 % (soit : 1,0 % + 2,25 %).

Prime de risque de marché anticipée (P_{RM})

S'agissant de la prime de risque de marché (P_{RM}), nous nous référons à nouveau aux travaux de *Elroy Dimson, Paul Marsh et Mike Staunton* qui s'appuient sur une approche dite « historique ajustée ». En effet, les deux approches traditionnellement utilisées pour estimer la P_{RM} (approche historique et approche prospective) ne permettent pas d'obtenir des estimations suffisamment fiables et cohérentes dans le temps de la prime de risque moyenne anticipée sur le marché actions.

Dans l'édition 2022 du *Crédit Suisse Global Investment Return Yearbook*³³, *Elroy Dimson, Paul Marsh et Mike Staunton* se fondent ainsi sur 122 années de données pour estimer à 5,0 % la P_{RM} (par rapport à un taux sans risque basé sur les bons du Trésor).

Bien que cette estimation soit cohérente avec l'estimation obtenue dans leur étude initiale de 2006, nous estimons que la stabilité de la P_{RM} estimée depuis le début des années 2000 peut être questionnée au regard des trois considérations suivantes.

²⁷ BCE, Prévisions économiques trimestrielles, juin 2022.

²⁸ Calculé par différence entre les rendements actuariels des obligations indexées et non indexées de maturité proche de 10 ans.

²⁹ Calculé par différence entre les rendements actuariels des obligations indexées et non indexées de maturité proche de 10 ans.

³⁰ Projections macroéconomiques des services de la BCE pour la zone euro, juin 2023.

³¹ BCE, *Survey of professional forecasters*, juin 2023.

³² Bloomberg au 30 juin 2023.

-
- En premier lieu, après la fin de la guerre froide et l'avènement d'une mondialisation heureuse, les attentats du 11 septembre 2001 ont marqué un vrai changement dans la perception du risque géopolitique par les investisseurs, la visibilité offerte par la pérennité supposée de l'opposition Est-Ouest ayant fait place au sentiment d'insécurité provoqué par un multilatéralisme jugé incontrôlable.
 - En deuxième lieu, la crise financière et boursière d'octobre 2008 a mis en lumière un risque systémique qui vient clairement limiter l'intérêt de la diversification internationale en termes de réduction du risque.
 - En troisième lieu, alors qu'elle aurait dû favoriser la consommation et l'investissement en actifs risqués, la persistance de taux d'intérêt très bas en Europe et même l'avènement de taux d'intérêt négatifs ont paradoxalement provoqué une nette augmentation de l'épargne en actifs sûrs, ce qui traduit chez les investisseurs une peur indubitable du futur et un degré d'aversion pour le risque particulièrement élevé.

Au vu de ces éléments, il nous semble plausible que le mouvement de baisse enregistrée par la prime exigée observée sur la deuxième moitié du siècle dernier se soit inversé au début des années 2000 (augmentation de la prime de risque).

Cette hypothèse nous conduit donc à retenir une P_{RM} légèrement plus élevée que celle estimée par *Elroy Dimson*, *Paul Marsh* et *Mike Staunton*. La prime de risque de marché retenue s'élève ainsi à 5,5 %.

Coefficient bêta de l'activité (β_a)

L'estimation du coefficient bêta de l'activité s'appuie classiquement sur les coefficients bêta d'un échantillon de sociétés cotées évoluant dans un secteur d'activité comparable à celui de la Société. Le coefficient bêta d'une activité est généralement estimé selon une approche analogique en deux étapes à partir des coefficients bêta des actions de sociétés cotées comparables obtenus par une régression linéaire des rentabilités de ces actions sur la rentabilité d'un indice de marché.

Concrètement, les coefficients bêta des actions des sociétés comparables sont estimés sur une longue période (4 et 5 ans) sur la base de rentabilités mensuelles afin de réduire le « bruit statistique » engendré par des séries d'observations constituées sur des périodes plus courtes. Seuls les coefficients bêta issus de régressions dont le R^2 est supérieur à 15 % sont ensuite retenus. Puis les coefficients bêta ainsi obtenus sont « désendettés » afin d'éliminer l'impact de la structure financière et d'obtenir une fourchette d'estimations du coefficient bêta de l'activité sous-jacente à l'aide de la formule de Harris et Pringle qui reflète une vision prudente des effets bénéfiques de la dette.

Les indices de référence utilisés sont les indices *S&P 500 USA* pour les sociétés américaines, *STOXX Europe 600* pour les sociétés européennes, *FTSE 100* pour les entreprises domiciliées au Royaume-Uni et *OMX Stockholm All Shares* pour les entreprises suédoises.

A bien des égards, il est difficile d'identifier des sociétés proches d'*Orapi*, compte tenu de son positionnement hybride de fabricant et distributeur.

Nous avons donc considéré deux sous-échantillons de sociétés comparables (ci-après « **Sous-Echantillon Producteurs** » et « **Sous-Echantillon Négociants** ») identifiées en section 4.4.2, regroupant respectivement des fabricants et des distributeurs de produits d'entretien et d'hygiène. Ces sociétés présentent selon nous les profils d'activités les plus proches de celui d'*Orapi*.

La **Figure 13** présente les coefficients bêta obtenus pour l'échantillon de sociétés ainsi retenues.

Figure 13 | Échantillons de sociétés comparables – Calcul des coefficients bêta désendettés

Société	Pays	Cap. boursière (m€)	Flottant (%)	Equity Betas				R ² des equity betas				Betas désendettés			
				2A	3A	4A	5A	2A	3A	4A	5A	2A	3A	4A	5A
Sous-Echantillon Producteurs															
Ecolab	US	45 619	88,5 %	1,2	1,2	1,1	1,0	58 %	59 %	62 %	61 %	1,1	1,1	1,0	0,9
Henkel	DE	26 486	61,9 %	0,7	0,8	0,8	0,7	24 %	29 %	41 %	34 %	0,7	0,8	0,8	0,7
Essity AB	SE	14 368	89,6 %	0,4	0,4	0,3	0,3	13 %	13 %	7 %	9 %	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Fuchs	DE	4 534	71,7 %	1,0	0,9	0,8	0,9	35 %	31 %	38 %	37 %	1,0	0,9	0,8	0,9
<i>McBride</i>	<i>GB</i>	<i>78</i>	<i>42,0 %</i>	<i>1,1</i>	<i>0,9</i>	<i>0,7</i>	<i>0,8</i>	<i>7 %</i>	<i>6 %</i>	<i>5 %</i>	<i>6 %</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>
<i>Clemondo</i>	<i>SE</i>	<i>12</i>	<i>75,9 %</i>	<i>0,5</i>	<i>0,4</i>	<i>0,6</i>	<i>0,7</i>	<i>6 %</i>	<i>3 %</i>	<i>3 %</i>	<i>5 %</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>
Moyenne Sous-Echantillon Producteurs				0,8	0,8	0,7	0,8	33 %	33 %	37 %	36 %	0,9	0,9	0,9	0,8
Sous-Echantillon Négociants															
Bunzl plc	GB	11 324	98,6 %	0,6	0,5	0,8	0,8	16 %	12 %	27 %	27 %	0,5	n.a.	0,7	0,7
Moyenne Sous-Echantillon Négociants				0,6	0,5	0,8	0,8	16 %	12 %	27 %	27 %	0,5	n.a.	0,7	0,7
Moyenne globale				0,8	0,8	0,7	0,8	29 %	29 %	35 %	34 %	0,8	0,9	0,8	0,8
Médiane globale				0,6	0,6	0,8	0,8	20 %	21 %	32 %	31 %	0,7	0,8	0,8	0,7
Moyenne pondérée [1]				0,7	0,6	0,8	0,8	23 %	20 %	31 %	30 %	0,7	0,9	0,8	0,8

Source : CapitalIQ au 30 juin 2023

Note* : n.a. correspond aux coefficients bêta dont le R² est inférieur à 15 %.

Note** : Moyenne pondérée par la part de la fabrication (40%) et de la distribution (60%) dans la marge consolidée 2022 d'*Orapi*.

Note*** : Les sociétés grisées ne sont pas prises en compte dans le calcul de la moyenne, médiane et moyenne pondérée.

Au 30 juin 2023, les coefficients bêta estimés des sociétés des deux sous-échantillons analysés sur une période d'estimation longue (5 ans) sont finalement assez homogènes et s'élèvent respectivement en moyenne à 0,8 et 0,7.

Nous retenons, de cette analyse quantitative, un coefficient bêta de l'activité de 0,8, correspondant à la moyenne pondérée des coefficients bêta désendettés ajustés sur 5 ans.

Ce niveau de coefficient bêta, issu d'une approche quantitative, ne nous semble pas totalement cohérent avec celui qui peut être appréhendé au travers d'une approche qualitative. En effet, les deux déterminants du risque systématique qui pèse sur une activité (et donc sur son coefficient bêta) sont, d'une part, sa sensibilité à la conjoncture économique et, d'autre part, son levier opérationnel.

S'agissant de la sensibilité à la conjoncture, *Orapi* est fabricant et distributeur de produits de maintenance et d'entretien, qui restent des produits « de base ». Ceci lui confère un caractère certes peu cyclique, mais tout de même corrélé au niveau d'activité de l'économie en général. Le degré de sensibilité à la conjoncture peut donc être considéré dans la moyenne.

S'agissant du levier opérationnel, l'activité de producteur et de négociant implique de supporter des charges fixes industrielles et commerciales (force de vente) ce qui implique un levier opérationnel significatif, d'autant plus que la Société reste de taille modeste par rapport aux sociétés retenues dans les deux échantillons.

Pour toutes ces raisons, nous avons retenu un coefficient bêta de 1,0, qui est légèrement supérieur au haut de fourchette de nos échantillons.

Au total, le coût du capital retenu dans nos travaux d'évaluation s'élève à 8,75% avant prise en compte d'une prime de risque spécifique, soit :

$$k_a = R_F + [\beta_a \times PRM] = 3,25 \% + [1,0 \times 5,5 \%] = 8,75 \%$$

Prime de risque spécifique (P_{RS})

L'actualisation de flux de trésorerie au coût du capital suppose que ces flux correspondent à un scénario espéré moyen. Il ressort de nos analyses que le Plan d'Affaires ne constitue pas, comme on l'a rappelé, un scénario moyen, mais plutôt un scénario qui suppose implicitement la réussite du retournement de la Société, après des années de restructurations peu fructueuses. La probabilité d'un tel scénario paraît faible compte tenu (i) de la performance historique de la Société et (ii) de la visibilité limitée donnée sur l'avancement du plan ORAPI 2025.

Afin de tenir compte de ces risques spécifiques, une prime de risque (« P_{RS} ») doit donc être ajoutée au coût du capital.

Etant donné la difficulté à mesurer précisément ces risques spécifiques, nous avons considéré deux scénarios. Dans le premier scénario (ci-après le « **Scénario Haut** »), nous considérons une prime spécifique de 1% tandis que dans le second scénario (ci-après le « **Scénario Bas** »), nous retenons une prime spécifique de 3%.

Au total, le taux d'actualisation retenu dans nos travaux d'évaluation s'élève respectivement à 9,75% et 11,75% dans les Scénario Haut et Bas.

4.3.4. Résultats de la méthode

La **Figure 14** présente le calcul de la valeur des capitaux propres d'*Orapi* et l'estimation de la Valeur Intrinsèque qui en résulte.

Figure 14 | Valeur Intrinsèque des capitaux propres d'*Orapi*

en m€	Scénario Bas (P _{RS} de 3%)	Scénario Haut (P _{RS} de 1%)
Valeur des flux actualisés	23.4	24.5
Valeur terminale actualisée	42.2	57.5
Valeur d'entreprise	65.6	82.0
Dette financière nette autres passifs/actifs non opérationnels au 30/06/2023	(30.3)	(30.5)
Valeur des fonds propres	35.3	51.4
Nombre d'actions	6 539 708	6 539 708
Valeur Intrinsèque par action	5.4 €	7.9 €
<i>Prime/(Décote) induite par le prix d'Offre</i>	<i>20.6 %</i>	<i>(17.4)%</i>

Source : Accuracy

La méthode DCF fait ressortir une Valeur Intrinsèque des capitaux propres d'*Orapi* au 30 juin 2023, comprise entre 35,3 m€ et 51,4 m€, soit entre 5,4 € et 7,9 € par action.

Sur cette base, le Prix d'Offre de 6,50 € proposé par l'Initiateur aux Actionnaires Minoritaires extériorise une prime comprise entre 20,6 % et -17,4 % par rapport à l'estimation de la Valeur Intrinsèque par la méthode DCF.

A titre informatif, nous avons effectué une analyse de sensibilité sur deux paramètres à même d'impacter les résultats de l'évaluation, à savoir : (i) la marge d'EBITDA normatif et (ii) la prime spécifique utilisée dans le taux d'actualisation.

Figure 15 | Analyse de sensibilité

		<i>Valeur par action</i>				
		<i>Marge d'EBITDA normative</i>				
		6,2 %	6,4 %	6,7 %	6,9 %	7,2 %
<i>Prime de risque spécifique</i>	0,50 %	7,3 €	8,0 €	8,7 €	9,4 €	10,1 €
	1,00 %	6,6 €	7,2 €	7,9 €	8,5 €	9,2 €
	2,00 %	5,4 €	5,9 €	6,5 €	7,0 €	7,6 €
	3,00 %	4,4 €	4,9 €	5,4 €	5,9 €	6,3 €
	4,00 %	3,7 €	4,1 €	4,5 €	4,9 €	5,3 €
	5,00 %	3,0 €	3,4 €	3,7 €	4,1 €	4,5 €

Il ressort de cette analyse que le Prix d'Offre se situe dans notre fourchette d'estimations de la Valeur Intrinsèque. Le Prix d'Offre est proche de la valeur de la Société dans un scénario managérial ambitieux auquel nous appliquons une prime de risque spécifique de 2%.

Pour rappel, nous utilisons un taux de croissance perpétuelle de 2,25% par an, en ligne avec l'hypothèse de taux d'inflation long terme retenue dans les composantes du taux d'actualisation. Pour le calcul de la valeur terminale, nous ne considérons donc pas de croissance du flux de trésorerie en termes réels.

A titre informatif, nous avons également estimé l'impact d'une modification du taux de croissance perpétuelle sur les résultats obtenus en Scénario Haut et Scénario Bas, toutes choses égales par ailleurs. En retenant un taux de croissance perpétuelle de 2,75%, la valeur unitaire des actions d'*Orapi* s'établirait à 5,6 € en Scénario Bas et 8,3 € en Scénario Haut. En retenant un taux de croissance perpétuelle de 1,75%, la valeur unitaire des actions d'*Orapi* s'établirait à 5,2 € en Scénario Bas et 7,5 € en Scénario Haut.

L'analyse de la sensibilité de notre estimation de la Valeur Intrinsèque au taux de croissance perpétuelle est présentée en Annexe 4.

4.4. Estimation de la Valeur Intrinsèque via la méthode des comparaisons boursières

La méthode des comparaisons boursières consiste à déterminer la valeur d'une société par l'observation des multiples sur la base desquels s'échangent les titres de sociétés cotées du même secteur et par l'application de ces multiples aux agrégats correspondants de la société étudiée. Ces multiples sont calculés à partir de la capitalisation boursière de sociétés présentant (i) un profil de risque (donc un portefeuille d'activités et une exposition géographique) et (ii) une croissance bénéficiaire comparables à ceux de la société évaluée, soit les deux

paramètres qui conditionnent au premier chef le niveau des multiples d'EBITDA et d'EBIT.

La pertinence de cette méthode repose entièrement sur la capacité à constituer un échantillon de sociétés comparables en termes de profil de risque, de secteur d'activité, de géographie, de taille et de rentabilité, mais aussi en termes de stabilité et de régularité des niveaux de marges et de croissance sur l'horizon de mise en œuvre de la méthode (en général données prévisionnelles sur deux ou trois ans). Dans le cas d'*Orapi*, la mise en œuvre de la méthode se heurte à deux difficultés majeures : (i) le nombre restreint de sociétés à la fois producteurs et négociants de produits d'hygiène et de maintenance et (ii) une différence marquée entre le profil de croissance bénéficiaire de la Société, acteur de petite taille, spécialisé, en retournement, et le profil des autres sociétés cotées du secteur, dont la taille et la diversification sont plus importantes.

4.4.1. Choix des multiples pertinents

Afin de mettre en œuvre la méthode des comparaisons boursières, nous avons écarté les multiples de résultat net (PER – *Price Earnings Ratio*) qui ne permettent pas de prendre en compte les écarts éventuels de structure financière. De la même manière, nous avons également écarté les multiples de chiffre d'affaires en raison des biais résultant des écarts de rentabilité.

En outre, compte tenu de l'hétérogénéité de l'intensité capitalistique des sociétés du secteur, nous serions tentés de privilégier les multiples d'EBIT aux multiples d'EBITDA. Cependant, au regard du nombre d'acquisitions dans le secteur, les multiples d'EBIT peuvent être biaisés par les charges d'amortissements liées aux actifs incorporels reconnus dans le cadre de l'allocation du prix d'acquisition (ou « PPA »), plus ou moins importantes selon le recours à la croissance externe par les sociétés de l'échantillon. De ce fait, nous retenons les multiples d'EBIT ajusté de cette charge d'amortissement afin de neutraliser les biais pouvant résulter de politiques de croissance différente (« **EBITA** »)³³.

4.4.2. Sélection de l'échantillon de sociétés comparables

Afin de constituer un échantillon de sociétés cotées comparables, nous avons identifié des sociétés ayant une activité similaire à celle d'*Orapi*. Comme mentionné précédemment, il est difficile d'identifier de telles sociétés en raison du positionnement unique adopté par *Orapi*. Les sociétés comparables ont été sélectionnées sur les critères suivants :

- Secteur d'activité : l'échantillon est composé de sociétés opérant en totalité ou de manière significative dans les secteurs de l'hygiène

³³ *Earning Before Interest and Amortization*

professionnelle (produits de nettoyage, de désinfection) et du process (maintenance industrielle).

- Modèle d'affaires : les sociétés de l'échantillon présentent un modèle d'affaires similaire à *Orapi* à travers (i) le positionnement dans la chaîne de valeur en tant que fabricant et/ou distributeur et (ii) le client final visé, c'est-à-dire principalement une clientèle professionnelle (B2B) ou a minima une clientèle mixte (B2B et B2C).
- Géographie : l'échantillon se limite à des sociétés implantées en Europe et en Amérique du Nord.
- Taille : à l'exception de *McBride* et *Clemondo* qui appartiennent comme *Orapi* au segment *small & mid cap*, les autres sociétés de l'échantillon ont des capitalisations boursières supérieures à 4 mds€.

Notons que la société *Diversey* est absente de l'échantillon, bien que pertinente, car celle-ci n'est plus cotée depuis son rachat par *Solenis* en mars 2023. Nous tenons compte de cette transaction dans le cadre de l'application de la méthode des transactions comparables (cf. section 4.5).

Comme pour l'estimation du coefficient bêta, l'échantillon de sept sociétés ainsi constitué peut se scinder en deux groupes selon la nature de leurs activités :

- sous-échantillon 1: les sociétés productrices de produits d'hygiène et d'entretien (le **Sous-Echantillon Producteurs** »).
- sous-échantillon 2 : les distributeurs de produits d'hygiène et d'entretien le « **Sous-Echantillon Négociants** »).

Une description de l'activité des sociétés retenues dans l'échantillon figure en Annexe 3.

Le tableau ci-après présente les principales caractéristiques financières des sociétés retenues.

Figure 16 | Echantillon de sociétés comparables – Caractéristiques opérationnelles

Société	Pays	Cap. Bours. (m€)	Dette nette (m€)	VE (m€)	CA 2022R	Marges EBITA (%)			Croissance EBITA (%)		
						2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
Sous-Echantillon Producteurs											
Ecolab	US	45 619	8 395	54 015	14 573	15 %	17 %	18 %	10 %	15 %	11 %
Henkel	DE	26 486	2 097	28 583	21 506	12 %	13 %	13 %	26 %	6 %	6 %
Essity AB	SE	14 368	6 783	21 151	15 194	11 %	12 %	13 %	49 %	11 %	6 %
Fuchs	DE	4 534	67	4 601	3 591	12 %	13 %	13 %	10 %	9 %	7 %
McBride	GB	78	199	277	1 043	2 %	3 %	3 %	(221)%	32 %	3 %
Clemondo	SE	12	6	18	26	7 %	7 %	8 %	136 %	15 %	22 %
Moyenne Sous-Echantillon Producteurs						10 %	11 %	11 %	2 %	14 %	9 %
Sous-Echantillon Négociants											
Bunzl plc	GB	11 324	2 450	13 775	13 933	7 %	7 %	7 %	2 %	(0)%	2 %
Moyenne Sous-Echantillon Négociants						7 %	7 %	7 %	2 %	(0)%	2 %
Moyenne globale						10 %	10 %	11 %	2 %	12 %	8 %
Médiane globale						12 %	13 %	13 %	18 %	8 %	6 %

Source : Capital IQ - Calcul de la capitalisation boursière au 30/09/2023. Dette nette et ajustements calculés sur la base des dernières données publiées disponibles au 30/09/2023. Données prévisionnelles issues du consensus au 30/09/2023.

Note : Marges d'EBITA calculées sur la base des EBITA retraités des éléments relatifs à IFRS 16.

Ce tableau appelle les commentaires suivants :

- La croissance bénéficiaire des sociétés constituant les deux sous-échantillons est très inférieure à celle d'*Orapi*, dont la profitabilité est en cours de redressement.
- Les sociétés du Sous-Echantillon Producteurs présentent des marges d'EBITDA (13% en moyenne) supérieures à celles de *Bunzl*, seule société du Sous-Echantillon Négociants, ce qui illustre bien la différence d'intensité capitalistique entre les activités de Production et de Négoce.
- La société *McBride* affiche les marges les plus faibles ce qui résulte vraisemblablement de son positionnement quasi exclusif de producteur en marque blanche et pour marques de distributeurs. Cette société, tout comme *Clemondo*, est de taille trop réduite (respectivement 12 m€ et 78 m€ de capitalisation boursière) pour que les multiples estimés soient significatifs. Ces deux sociétés ont donc été exclues de l'échantillon.

4.4.3. Mise en œuvre et résultats de la méthode

Au terme de l'analyse précédente, il s'avère qu'aucune société ne présente un profil de risque et des perspectives de croissance bénéficiaire qui soient raisonnablement comparables à *Orapi* et que les conditions d'une mise en œuvre fiable de la méthode ne sont donc pas réunies.

Nous présentons en Figure 21, à titre indicatif uniquement, les multiples d'EBITA, calculés sur la base des éléments suivants :

- Au numérateur, pour le calcul des valeurs d'entreprise : (i) capitalisation boursière au 30 septembre 2023, (ii) dette financière nette retraitée de l'impact de la norme IFRS 16.
- Au dénominateur, pour le calcul de l'EBITA : prévisions d'EBITA calendarisées estimées à partir du consensus d'EBIT des analystes financiers disponible au 30 septembre 2023 et ajustées de l'impact des normes IFRS 16 et, le cas échéant des amortissements liés aux opérations de croissance externe.

Nous notons que la société *Ecolab* extériorise des niveaux de multiples très supérieurs à ceux du reste de l'échantillon (et au multiple extériorisé par le rachat de *Diversey* par *Solenis* en mars 2023) (cf. section 4.5), sans que nous puissions identifier de raisons expliquant un tel écart.

La figure 21 présente à titre indicatif les multiples résultant de la pondération des multiples moyens obtenus pour les deux sous-échantillons (Producteurs et Négociants) pondérés par le poids de ces deux activités dans la marge consolidée³⁴ 2022 d'*Orapi*.

³⁴ Chiffre d'affaires client diminué du prix de revient (correspondant à la marge commerciale à laquelle s'ajoute, le cas échéant, la marge usine sur produits vendus). Il s'agit d'un agrégat avant frais commerciaux et administratifs.

Figure 17 | Echantillon de sociétés comparables – Multiples boursiers

Société	Pays	Cap. Bours. (m€)	Dette nette (m€)	VE (m€)	Rotation Actif Eco.	ROCE	VE/EBITA (x)		
							2023E	2024E	2025E
Sous-Echantillon Producteurs									
Ecolab	US	45 619	8 395	54 015	1,8	17 %	23,7 x	20,7 x	18,6 x
Henkel	DE	26 486	2 097	28 583	2,5	21 %	10,6 x	10,0 x	9,4 x
Essity AB	SE	14 368	6 783	21 151	1,7	14 %	12,3 x	11,1 x	10,5 x
Fuchs	DE	4 534	67	4 601	2,2	18 %	10,7 x	9,8 x	9,1 x
<i>McBride</i>	<i>GB</i>	<i>78</i>	<i>199</i>	<i>277</i>	<i>4,6</i>	<i>4 %</i>	<i>10,2 x</i>	<i>7,7 x</i>	<i>7,5 x</i>
<i>Clemondo</i>	<i>SE</i>	<i>12</i>	<i>6</i>	<i>18</i>	<i>3,4</i>	<i>17 %</i>	<i>7,5 x</i>	<i>6,5 x</i>	<i>5,3 x</i>
Moyenne							14,3 x	12,9 x	11,9 x
Écart-type							5,4 x	4,5 x	3,9 x
Sous-Echantillon Négociants									
Bunzl plc	GB	11 324	2 450	13 775	4,3	26 %	12,0 x	12,0 x	11,8 x
Moyenne							12,0 x	12,0 x	11,8 x
Moyenne globale							13,9 x	12,7 x	11,9 x
Médiane globale							11,3 x	10,6 x	10,0 x
Moyenne pondérée (40% Producteurs / 60% Négociants)							12,9 x	12,4 x	11,8 x

Source : Capital IQ - Calcul de la capitalisation boursière au 30/09/2023. Dette nette et ajustements calculés sur la base des dernières données publiées disponibles au 30/09/2023. Données prévisionnelles issues du consensus au 30/09/2023.

Note* : Multiples d'EBITA calculés sur la base d'un EBITA retraités des éléments relatifs à IFRS 16

4.5. Estimation de la Valeur Intrinsèque via la méthode des transactions comparables

A la différence des cours boursiers utilisés dans le cadre de la méthode des comparaisons boursières, les prix de transaction utilisés dans la méthode des transactions comparables intègrent généralement une prime de contrôle par rapport à la Valeur Intrinsèque des sociétés acquises. Cette prime de contrôle est le reflet de la fraction des synergies que l'acquéreur accepte de concéder aux actionnaires de la cible afin de réaliser la transaction et traduit, le cas échéant, un surplus lié à la détention du contrôle elle-même.

De ce fait, la méthode des transactions comparables ne permet pas *a priori* de donner une estimation de la Valeur Intrinsèque.

Elle reste cependant pertinente dans le cadre de l'Opération dans la mesure où elle permet en théorie de capturer deux composantes essentielles pour l'appréciation de l'intérêt financier du Prix d'Offre proposé par l'Initiateur, à savoir la Valeur Intrinsèque des titres de la société *Orapi* et la valeur du contrôle.

Nous avons constitué un premier échantillon de transactions comparables à *Orapi* en termes de secteur d'activité de modèle d'affaires et de géographies sur les cinq dernières années.

Deux filtres ont ensuite été appliqués à cet échantillon :

- Nous avons tout d'abord écarté les transactions intervenues avant la pandémie de Covid-19, considérant que seules les transactions intervenues à compter de 2020 sont à même de rendre compte du contexte économique et concurrentiel prévalant à la date de l'évaluation.³⁵
- Nous avons également écarté les sociétés cibles dont l'activité est principalement destinée à la grande consommation (B2C) et celles dont l'activité est destinée à des industries trop spécialisées, par opposition au positionnement relativement généraliste d'*Orapi*.

Nous avons ainsi identifié sept transactions réalisées depuis la pandémie de Covid-19 et présentons également à titre de comparaison cinq transactions intervenues avant :

- Mars 2023 : *Kartesia* acquiert *Ecowipes*, fabricant polonais de textiles dédiés à l'hygiène (lingettes nettoyantes, cotons-tiges et disques de coton).
- Mars 2023 : *Solenis* acquiert *Diversey*, coté au NASDAQ avant son rachat, fabricant américain de produits, systèmes et matériels d'hygiène et d'entretien pour les professionnels.
- Janvier 2022 : *Diversey* acquiert *Shorrock*, distributeur britannique de solutions et de services de nettoyage et d'hygiène.
- Août 2021 : *Lanxess* acquiert *IFF (International Flavors and Fragrances)*, fournisseur américain de solutions d'hygiène et de nettoyage pour de nombreuses industries.
- Février 2021 : *Cinven*, *Bain Capital* et *PSP* acquièrent *Arxada AG*, fournisseur suisse d'additifs de spécialité pour les solutions de nettoyage et de désinfection.
- Novembre 2020 : *IK Investment Partners* et *Avril SCA* acquièrent *Kersia*, fournisseur de solutions d'hygiène et de sécurité des aliments.
- Mai 2020 : *Kersia* acquiert *Holchem Group*, fournisseur de solutions et technologies en matière d'hygiène et sécurité alimentaire.
- Avril 2020 : *EQT Partners AB* acquiert *Schuelke & Mayr GmbH*, fournisseur de désinfectants destinés à un usage professionnel et industriel ainsi que d'additifs pour l'industrie des produits de soins personnels.

³⁵ Les transactions intervenues en 2018 et 2019 sont présentées à titre informatif.

-
- Mars 2019 : *Fuchs Petrolub* acquiert *Nulon Products*, fabricant australien d'huiles et de graisses lubrifiantes.
 - Novembre 2018 : *Ecolab* acquiert *Bioquell*, fabricant britannique de solutions de décontamination de l'air à base de peroxyde d'hydrogène pour les professionnels.
 - Septembre 2018 : *Fortive* acquiert *ASP (Advanced Sterilization Products)*, fournisseur américain de solutions de désinfection pour les professionnels de santé.
 - Juin 2018 : *Bain Capital* acquiert *Italmatch Chemicals*, fabricant italien d'additifs pour le traitement de l'eau, le pétrole, le gaz, les lubrifiants, les plastiques et les produits de soins personnels.
 - Avril 2018 : *Diversey* acquiert *Zenith Hygiene*, fabricant britannique de produits de nettoyage et d'hygiène.

Pour la première transaction, aucune information nous permettant de déterminer des multiples d'EBITDA ou d'EBIT n'est disponible publiquement.

L'échantillon considéré présente, par ailleurs, une relative hétérogénéité des multiples d'EBIT observés et un manque d'information publique disponible.

Il ressort de ce tableau que les transactions identifiées ne permettent pas de conclure de façon suffisamment fiable sur le multiple d'évaluation pertinent pour estimer la Valeur Intrinsèque d'*Orapi*. Pour ces raisons nous ne présentons pas les résultats obtenus par la méthode des transactions comparables.

La figure ci-après présente les agrégats financiers des sociétés retenues parmi les transactions et les multiples d'EBITDA et d'EBIT associés.

Figure 18 | Transactions comparables

Date	Acheteur	Catégorie d'acteur	Cible	Pays	% détention	VE (m€)	Marge EBITDA (%)	VE/EBITDA (x)	VE/EBIT (x)
Post-Covid									
mars-23	Kartesia	Industriel	Ecowipes	Pologne	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
mars-23	Solenis Holdings	Industriel	Diversey	Etats-Unis	100 %	4 042	9,3 %	17,2 x	53,3 x
janv.-22	Diversey	Industriel	Shorrock	Royaume-Uni	100 %	46	12,9 %	12,9 x	18,2 x
août-21	Lanxess	Industriel	IFF	Etats-Unis	n.a.	1 108	7,4 %	13,0 x	n.a.
févr.-21	Cinven, Bain Capital et PSP	Société d'investissement	Arxada AG	Suisse	n.a.	3 877	19,2 %	13,0 x	n.a.
nov.-20	IK Investment Avril SCA	Société d'investissement	Kersia	France	n.a.	1 000	23,8 %	14,0 x	n.a.
mai-20	Kersia	Industriel	Holchem	Royaume-Uni	Majoritaire	100	9,9 %	15,3 x	18,6 x
avr.-20	EQT Partners AB	Société d'investissement	Schuelke & Mayr	Allemagne	100 %	925	22,4 %	12,3 x	n.a.
Moyenne Médiane								14,0 x	30,1 x
								13,0 x	18,6 x
Pré-Covid									
mars-19	Fuchs Petrolub SE	Industriel	Nulon Products	Australie	n.a.	12	5,8 %	7,9 x	14,6 x
nov.-18	Ecolab	Industriel	bioquell	Royaume-Uni	100 %	131	18,2 %	21,3 x	36,1 x
sept.-18	Fortive	Industriel	ASP	Etats-Unis	Majoritaire	2 295	25,0 %	13,9 x	n.a.
juin-18	Bain Capital, LP	Société d'investissement	Italmatch Chemicals	Italie	Majoritaire	700	15,8 %	11,1 x	n.a.
avr.-18	Diversey	Industriel	Zenith Hygiene	Royaume-Uni	n.a.	88	8,6 %	13,7 x	31,3 x

Sources : Capital IQ, MergerMarket



5. Analyse du rapport d'évaluation élaboré par les Banques

Dans le cadre de notre mission, nous avons examiné le rapport d'évaluation élaboré par les Banques dans le contexte de l'Offre. Cette analyse nous conduit à formuler les commentaires suivants.

D'un point de vue méthodologique, si les Banques ont également adopté une approche d'évaluation multicritères, le panel de références et de méthodes d'évaluation effectivement retenues diffère du nôtre.

S'agissant des méthodes d'évaluation, les Banques retiennent la méthode DCF à titre principal et présentent à titre indicatif les deux méthodes relevant de l'approche analogique, à savoir la méthode des comparaisons boursières et la méthode des transactions comparables. Nous partageons également ce point de vue concernant ces deux méthodes qui sont, selon nous, peu fiables dans le cas présent pour les raisons détaillées dans la section précédente.

S'agissant des références d'évaluation, les Banques retiennent le cours de bourse, le prix payé pour l'acquisition du Bloc Chiffot et le prix auquel *Kartesia* s'est engagé à apporter ses actions. De notre côté, nous avons relativisé la pertinence de la référence donnée par le prix payé pour l'acquisition du Bloc Chiffot et auquel *Kartesia* s'est engagé à apporter ses titres, pour estimer la Valeur Intrinsèque de la Société. En effet, dans la mesure où ce prix de transaction découle d'une négociation menée entre acteurs informés, connaissant bien le secteur³⁶ et conduisant à l'issue de l'Offre au transfert du contrôle de la Société au profit de l'acquéreur, il intègre *a priori* une quote-part de la valeur des synergies que celui-ci entend dégager (cette quote-part restant fonction du rapport de force entre les vendeurs et l'acquéreur). Il n'en demeure pas moins que le prix de cession constitue une référence de valeur importante à considérer par les actionnaires minoritaires dans leur décision d'apporter ou non leur titre à l'Offre.

Par ailleurs, s'agissant du cours de bourse avant annonce de l'Opération, nous considérons que cette référence n'est pas pertinente compte tenu de la faiblesse des volumes échangés (en valeur absolue et en proportion du flottant) et de la forte volatilité constatée sur le titre. Nous présentons néanmoins cette référence à titre indicatif.

³⁶ qui ont d'ailleurs échangé différentes offres concurrentes (cf. section 3.1.1.).

5.1. Modalités de mise en œuvre de la méthode DCF

La mise en œuvre de la méthode DCF par les Banques conduit à une valeur par action comprise entre 1,9 € et 3,1 € contre une valeur comprise entre 5,4 € et 7,9 € par action résultant de nos propres travaux (soit un écart de près de 4,0 € pris en milieu de fourchette).

Cette conclusion des Banques, éloignée de la nôtre, repose essentiellement sur une vision des perspectives de développement de l'activité et des risques associés plus prudente que celles de la Société sur lesquelles nous nous sommes appuyés. En effet :

- S'agissant des flux de trésorerie futurs, les Banques ont construit un plan d'affaires *standalone* sur l'horizon 2023-2030 en s'appuyant sur les données fournies lors de la phase d'audit, leur connaissance du secteur et leur propre appréciation des perspectives de la Société avec son management actuel. Sur la période 2024-2027, ces prévisions sont très inférieures à celles de la Société. Cet écart de prévisions est d'autant plus important que le Management dans son Plan d'Affaires prévoit un certain nombre de cessions d'actifs, qui n'ont pas été intégrées par les Banques dans leurs propres prévisions. L'écart entre les deux jeux de prévisions sur la période 2024-2027 explique près des deux tiers de la différence de valeur avec notre propre estimation.
- S'agissant des éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des titres, les Banques ont une vision identique de l'endettement financier net mais retiennent (i) une vision prudente des provisions pour risques, (ii) une valeur des intérêts minoritaires plus élevée et (iii) des ajustements de BFR. Ceci explique le solde de l'écart avec notre propre estimation.
- S'agissant de l'estimation de la valeur terminale, les Banques supposent le maintien de la marge d'EBITDA atteinte en 2030, soit 6,4%. De notre côté, nous retenons une marge d'EBITDA normative de 6,1%, intégrant une dégradation de 1% de la marge opérationnelle atteinte en fin de Plan d'Affaires, la CVAE et une charge de transformation normative. La marge d'EBITDA plus élevée retenue par les Banques est compensée par des hypothèses d'investissement et de BFR plus élevées et de croissance organique plus faible³⁷ qui conduisent à une estimation du flux normatif très proche de la nôtre.
- Enfin, s'agissant du taux de croissance à l'infini retenu pour le calcul de la valeur terminale, les Banques considèrent un taux de croissance perpétuelle de 1,3%, inférieur à celui que nous avons retenu (2,25%). Ce choix est compensé par l'utilisation d'un taux d'actualisation plus faible

³⁷ En effet, comme indiqué ci-dessus, le jeu de prévisions utilisé par les Banques ne reflète pas la cession de certains actifs considérée par la Société dans le Plan d'Affaires.

(10,0% pour les Banques et 10,75% pour *Accuracy*, si l'on considère le milieu de fourchette de la prime de risque spécifique appliquée) (cf. section 4.3.3).

5.2. Modalités de mise en œuvre de la méthode des comparaisons boursières

S'agissant de la méthode des comparaisons boursières, les Banques retiennent un échantillon composé de cinq sociétés cotées actives dans l'hygiène professionnelle, dont trois sociétés britanniques (*Bunzl, McBride et Reckitt*), une société allemande (*Henkel*) et une société américaine (*Ecolab*). Toutes ces sociétés sont communes à notre échantillon, à l'exception de *Reckitt* que nous considérons trop éloigné en termes de taille et de *business model* d'*Orapi* (activité essentiellement B2C).

Les Banques concluent que la pertinence de cette méthode est limitée en raison du nombre élevé de critères différenciant *Orapi* de ces sociétés (différence de taille, d'exposition géographique, de rentabilité et de *business model*). La méthodologie suivie est la suivante.

Afin de limiter l'impact lié à l'hétérogénéité des intensités capitalistiques au sein de l'échantillon, ainsi que les biais relatifs à la comptabilisation des charges de loyers (IFRS 16), les Banques estiment plus pertinent de retenir pour l'analyse le multiple d'EBIT, plutôt que celui fondé sur l'EBITDA. Cependant, compte tenu du niveau de marge d'EBIT d'*Orapi*, cet agrégat n'a pu être utilisé et a donc été remplacé par l'EBITDA.

De plus, arguant du faible niveau de rentabilité d'*Orapi* par rapport à l'échantillon de sociétés comparables, les Banques ont mis en œuvre une analyse de régression du multiple d'EBITDA sur la marge d'EBITDA 2023 et 2024. Nous considérons à cet égard que cette régression est de peu d'utilité, car le principal déterminant des multiples (avec le niveau de risque systématique) est la croissance bénéficiaire et non le niveau profitabilité.

Les Banques présentent à titre indicatif une valeur par action de 3,9 €.

De notre côté, nous nous sommes appuyés sur un échantillon de sept sociétés présentes dans le domaine de la fabrication et la distribution de produits d'hygiène et d'entretien. Au terme de nos analyses (cf. section 4.4.2), nous partageons l'opinion des Banques qu'aucune des sociétés au sein de l'échantillon n'est suffisamment comparable à la Société en termes de taille, de croissance et d'activité. Nous concluons que la méthode des comparaisons boursières ne permet pas de fournir une estimation fiable de la valeur de la Société.

5.3. Modalités de mise en œuvre de la méthode des transactions comparables

Les Banques ont retenu un échantillon de neuf transactions sur le segment de l'hygiène professionnelle et sur une période relativement longue remontant jusqu'à mars 2013. De notre côté nous nous sommes concentrés sur des transactions récentes (depuis 2018). Les transactions sélectionnées par les Banques intervenues après 2018 et dont l'information concernant le multiple d'EBITDA est publique font toute partie de notre propre échantillon.

Les Banques présentent la méthode uniquement à titre indicatif en raison (i) de la rentabilité et de la taille des sociétés bien plus élevées que celles d'*Orapi* et (ii) d'un manque d'information disponible et de son niveau de fiabilité très limité.

Pour les mêmes raisons qu'exposées précédemment, les Banques retiennent les multiples d'EBITDA dans l'application de la méthode des transactions comparables.

Sur cette base, la Banque présente à titre indicatif une valeur par action de 7,2 €.

De notre côté, nous considérons l'échantillon de qualité médiocre et concluons qu'il ne permet pas de fournir une estimation suffisamment fiable de la valeur de la Société.

5.4. Synthèse des estimations obtenues pour la Valeur Intrinsèque de la Société

Le graphique ci-dessous présente de façon synthétique les résultats de notre analyse des différentes références d'évaluation disponibles pour l'action *Orapi*, ainsi qu'une comparaison avec les résultats obtenus par les Banques.

Synthèses de travaux d'évaluation d'Accuracy et des Banques présentatrices





6. Analyse et appréciation des observations reçues d'actionnaires minoritaires

La présente section a pour objet de répondre aux deux courriels reçus le 9 août 2023 et le 8 octobre 2023 en provenance du collectif Valora 3.14, qui rassemble certains actionnaires minoritaires d'*Orapi* (le « **Collectif** »).

Nous avons sollicité l'Initiateur et la Société pour obtenir de leur part les commentaires qu'appelaient certains des points soulevés par le Collectif.

Conformément à l'article 3 de l'instruction 2006-08 de l'AMF, nous indiquons ci-après les observations formulées par le Collectif ainsi que nos analyses et appréciations sur les sujets qui nous concernent et dont certains ont déjà été développés dans différentes sections du présent rapport. En revanche, les points qui ne rentrent pas dans notre champ de compétences, notamment les sujets liés à l'information financière de la Société et les questions de nature juridique ne sont pas traités.

6.1. Existence de potentielles contreparties à l'Offre entre *Kartesia* et *Paredes*

Après avoir refusé la première offre remise par *Paredes*, *Kartesia* a finalement accepté l'offre révisée de l'Initiateur qui n'apporte, selon le Collectif, que peu de valeur ajoutée. Ce dernier s'interroge donc sur d'éventuelles contreparties entre *Kartesia* et *Groupe Paredes*. L'une d'entre elles serait la cession par *Kartesia* à *Paredes* ou *Orapi* de l'entreprise *Ecowipes*³⁸ (et/ou de sa filiale *HBC*³⁹). Pour le Collectif, cette acquisition fait sens et permettrait à *Paredes* d'élargir sa gamme de produits.

Nous rappelons dans la section 3.1 que, du point de vue de *Kartesia*, l'Offre permet de clore son investissement dans *Orapi* et de dégager une rentabilité conséquente, le prix de cession des actions détenues dans *Orapi* ne représentant qu'un des éléments constitutifs du TRI dégagé. Par ailleurs, nous avons analysé l'ensemble des accords conclus dans le cadre de l'offre et, à notre connaissance, il n'existe aucun complément de prix ni aucune autre modalité susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation du caractère équitable des conditions financières de l'Offre (cf. section 3.3).

Dans une lettre d'affirmation, l'Initiateur nous a assuré ne pas être en pourparlers avec *Kartesia* pour l'acquisition d'*Ecowipes* ou de toute autre société détenue par le fonds.

³⁸ *Ecowipes* est un fabricant polonais de lingettes nettoyantes racheté par *Kartesia* en mai 2023.

³⁹ *Hydra Beauty & Clean* est une société française spécialisée dans la fabrication d'articles d'hygiène et de soin à base de coton.

6.2. Éléments de valorisation à prendre en compte pour évaluer la Société

Le Collectif souligne le caractère ambitieux du dernier plan stratégique 2021-2025 d'*Orapi* qui laisse entrevoir de belles perspectives de croissance dans les années à venir et considère qu'un certain nombre d'éléments de valorisation sont à prendre en compte pour évaluer la Société :

- la cession éventuelle de certains sites de production,
- l'arrêt de la convention de service entre la Société et *La Financière MG3F*,
- le compte courant dû par *La Financière MG3F* à *Orapi*,
- la baisse des investissements dans les années à venir,
- les déficits fiscaux reportables,
- les créances liées à l'affacturage et,
- l'amélioration évidente de la situation de la filiale hygiène.

D'après nos informations, confirmées par l'Initiateur dans une lettre d'affirmation, aucune cession d'actifs immobiliers en France n'est envisagée à ce jour. Par ailleurs, l'Initiateur s'est engagé afin de poursuivre le développement des activités de la Société à maintenir l'emploi du nouveau groupe constitué à un horizon de trois ans sur le périmètre France.

Sur les éléments à prendre en compte dans nos travaux d'évaluation, nous rappelons que nous nous sommes appuyés sur le plan d'affaires communiqué par la Société dont les principales hypothèses de croissance et de rentabilité ont été détaillées en section 2.1.5 et en section 4 de notre rapport, en ce compris les prévisions d'investissement estimées par la Société et la valeur des déficits fiscaux reportables.

Par ailleurs, nos travaux d'évaluation, notamment s'agissant de la méthode DCF, s'inscrivent dans le cadre de l'estimation de la Valeur Intrinsèque de la société *Orapi* qui suppose de considérer un scénario de développement en *standalone*. A ce titre, les économies générées par la rupture de la convention de service conclue entre *Orapi* et *MG3F* ont été intégrées dans le Plan d'Affaires (et n'ont donc pas été considérées comme une synergie de coûts résultant de l'Opération).

Le compte courant qui apparaît dans les comptes de la Société au 30 juin 2023 a fait l'objet d'un remboursement le 19 octobre 2023. Cet élément a bien été pris en compte au sein des éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur de marché des capitaux propres comme mentionné en section 4.2.2.

Nous rappelons cependant, comme développé dans la section 3.3.1 du présent rapport, que *La Financière M.G.3.F* et le *Groupe Paredes* s'engagent à ce que soit désigné un expert en évaluation d'entreprises qui statuera en amiable

composition sur le montant de ce compte courant (1,4 m€). Sur la base de l'information qui nous a été transmise, nous n'avons pas connaissance d'élément laissant supposer que ce compte courant puisse faire l'objet d'un remboursement significatif en faveur de la *Financière MG3F*. Dans une lettre d'affirmation, le *Groupe Paredes* s'est engagé à rendre publiques les conclusions de l'expertise susmentionnée.

6.3. Appréciation du prix d'Offre

Le Collectif souligne que la faible liquidité du titre *Orapi* ne permet pas d'estimer la valeur des actions de la Société et note qu'il n'existe plus de bureau d'études assurant le suivi du titre depuis 2020.

Nous partageons cette analyse selon laquelle la faiblesse de la liquidité rend peu pertinente la référence d'évaluation constituée par le cours de bourse, comme développé dans la section 4.1.2 de notre rapport. Le titre est suivi par un seul bureau d'étude, *Gilbert Dupont*, établissement qui assure également l'animation du marché du titre *via* un contrat de liquidité et dont les analyses ne sont pas publiques.

Par ailleurs, le Collectif considère que l'Offre fait ressortir un multiple d'EBITDA très inférieur aux deux transactions récentes qu'il a relevées (*Solenis* a acquis *Diversey* en mars 2023 et *EQT* a acquis *Schülke*, filiale d'*Air Liquide*, en avril 2020).

Il convient de préciser que ces deux transactions figurent bien dans l'échantillon de transactions comparables présenté en section 4.5 du présent rapport, mais nous avons estimé que les caractéristiques de cet échantillon et les informations afférentes ne permettraient pas de conclure de façon suffisamment fiable sur le multiple d'évaluation pertinent pour estimer la valeur de la Société. En effet, le positionnement hybride de la Société (producteur / négociant) rend difficile l'identification de sociétés comparables. De plus, la méthode se heurte (i) au caractère limité de l'information disponible (contexte de la transaction, perspectives financières de la société acquise) et (ii) au fait que la Société est actuellement en cours de retournement.

Dans le cas particulier des deux transactions mentionnées par le Collectif :

- *Diversey* (2,5 Mrds€ de chiffre d'affaires) est une société dont la taille, la performance et le positionnement concurrentiel diffèrent largement de ceux d'*Orapi* ;
- *Shülke* (350 m€) est une société spécialisée sur les produits de désinfection à destination du secteur de la santé qui présente un niveau de marge opérationnelle largement supérieure de près de 20% qui laisse supposer des différences importantes de modèle d'affaires avec la Société.

Le Collectif mentionne également comme référence d'évaluation les travaux effectués par le cabinet *Arthaud & Associés* (« **Arthaud** ») dans le contexte de la restructuration financière d'*Orapi* en 2020. *Arthaud* avait conclu à une valeur d'entreprise de 95 m€, soit un niveau supérieur à la valeur d'entreprise extériorisée par le prix d'Offre.

En préambule, nous tenons à préciser que contrairement à ce qui est indiqué dans le rapport *Arthaud* et repris dans le courrier adressé par le Collectif, *Accuracy* n'a jamais émis de rapport pour le compte d'*Orapi*. Il s'agit d'une erreur factuelle dans le rapport *Arthaud*.

Ensuite, il convient de rappeler qu'il n'est pas pertinent de comparer deux valeurs d'entreprise estimées à deux dates différentes et qu'il est de ce fait impératif de se référer à la valeur des capitaux propres. Pour mémoire, les travaux d'*Arthaud* aboutissent à une valeur des capitaux propres d'*Orapi* comprise entre 3,1 € et 3,6 € par action.

Sans nous prononcer sur les travaux menés par *Arthaud*, nous rappelons que ces travaux reposent sur des hypothèses de plan d'affaires et un contexte macroéconomique différents. Comme mentionné en section 2.1.5, les ambitions du plan stratégique TINA sur lequel s'appuie *Arthaud* n'ont pas été réalisées. Le plan TINA prévoyait un taux d'EBITDA en 2023 de 7,6%. Force est de constater que la Société n'a pas atteint ses objectifs avec une marge d'EBITDA⁴⁰ de 4,2% en 2022 et 3,8% au premier semestre 2023. La croissance du chiffre d'affaires reste quant à elle limitée (+1,2% à périmètre et change constants sur les neuf premiers mois 2023) et demeure impactée par (i) des arbitrages nécessaires sur les activités de sous-traitance et marques distributeurs et (ii) des difficultés en Europe du Nord.

Enfin, le Collectif souligne la forte complémentarité des deux groupes et la pertinence de créer un groupe *Paredes-Orapi* qui deviendrait leader sur son segment.

Nous avons analysé les effets attendus du rapprochement entre *Orapi* et *Groupe Paredes* et il apparaît évident que ce rapprochement présente des opportunités de synergies importantes, comme développé en section 3.1.2 du présent rapport. Nous estimons la valeur actuelle des synergies susceptibles de revenir aux actionnaires d'*Orapi* entre 1,5 € et 2,5 € par action sur la base des estimations préliminaires de l'Initiateur.

Nous rappelons à cet égard que l'intervention d'*Accuracy* n'est pas requise au titre de la mise en œuvre d'un éventuel retrait obligatoire (article 261-1 II du

⁴⁰ Avant IFRS 16

règlement général de l'AMF)⁴¹ Dans le cas présent, il s'agit d'une offre (i) obligatoire, qui intervient à la suite de l'acquisition par l'Initiateur d'une participation de 34,85% du capital, (ii) relevant d'une procédure normale. Dans ce contexte, l'expert indépendant doit uniquement s'assurer que (i) les conditions financières de l'Offre n'ont pas été biaisées par d'éventuels conflits d'intérêts et que (ii) le prix d'Offre est au moins égal au prix proposé par l'Initiateur aux cédants.

⁴¹ Dans ce contexte, où l'expert indépendant analyse le prix d'offre comme un prix d'indemnisation, il doit en effet procéder à une analyse formelle de la quote-part des synergies attendues du rapprochement intégrée dans le Prix d'Offre et donc rétrocédée aux actionnaires cédants.

7. Conclusion sur le caractère équitable des conditions financière de l'Offre

7.1. Rappel du contexte de notre intervention

Orapi SA (« **Orapi** », la « **Société** ») est une société française qui conçoit, fabrique et commercialise des produits d'hygiène, de désinfection et de maintenance à destination des professionnels.

Jusqu'à la date de réalisation de l'Opération définie ci-après, la Société était contrôlée par M. Guy Chiffлот au travers des sociétés *La Financière MG3F* et *GC Consult* (le « **Bloc Chiffлот** ») qui détenaient directement et indirectement 34,85% du capital et 50,06% des droits de vote de la Société.⁴²

Les fonds d'investissement *Kartesia Securities V sàrl* et *Kartesia Credit FFS – KCO IV SUB-FUND* (ensemble « **Kartesia** ») constituent le second actionnaire de référence, entré au capital en 2020 dans le cadre de la restructuration financière de la Société et qui détiennent 29,80% du capital et 21,40% des droits de vote.

Le Bloc Chiffлот et *Kartesia* détiennent également les obligations remboursables en actions 2 (les « **ORA 2** ») émises par la Société.

Le 27 juin 2023, *Orapi* a annoncé :

- (i) l'entrée en négociations exclusives du Bloc Chiffлот avec la société *Groupe Paredes* (le « **Groupe Paredes** ») en vue de céder à *Groupe Paredes* les actions ordinaires et les ORA 2 qu'il détient à un prix de 5,88 € par action ordinaire et ORA 2,
- (ii) le refus de *Kartesia* d'apporter les titres à l'offre publique qui serait déposée par *Groupe Paredes* et la remise par *Kartesia* d'une offre d'acquisition concurrente à M. Guy Chiffлот, refusée par ce dernier.

Le 4 août 2023, *Orapi* a annoncé que *Groupe Paredes* avait modifié les termes de son offre et proposé à M. Guy Chiffлот d'acquérir les titres détenus par le Bloc Chiffлот à un prix de 6,50 € par action ordinaire et les ORA 2 à un prix de 5,20 € par ORA 2 (« **l'Opération** »). *Kartesia* a également fait part de son accord de principe pour (i) apporter l'intégralité des actions qu'il détient à l'offre publique qui serait déposée par *Groupe Paredes* et (ii) céder ses ORA 2 aux conditions prévues pour l'Opération.

La réalisation de l'Opération est intervenue le 19 octobre 2023.

⁴² avant perte des droits de vote double attachés aux actions transférées.

Conformément à la réglementation boursière, à la suite de l'acquisition effective d'une participation représentant 34,85% du capital et 33,38 % des droits de vote⁴³ d'*Orapi, Groupe Paredes* (« l'**Initiateur** ») est tenu de déposer un projet d'Offre Publique d'Achat (« l'**Offre** ») sur le solde du capital de la Société à un prix au moins égal à celui consenti aux actionnaires cédants. Le prix proposé par l'initiateur est de 6,50 € par action (le « **Prix d'Offre** »).

L'Initiateur a indiqué son intention de procéder à un retrait obligatoire des actions de la Société dans l'hypothèse où les actionnaires minoritaires d'*Orapi* (les « **Actionnaires Minoritaires** ») ne représenteraient pas plus de 10% du capital et des droits de vote d'*Orapi* à l'issue de l'Offre.

Un certain nombre d'accords ont été conclus entre l'Initiateur, les actionnaires de la Société et ses dirigeants :

- un protocole de cession sous conditions suspensives entre le Bloc Chiffлот et *Groupe Paredes* le 6 octobre 2023,
- un protocole transactionnel entre *La Financière MG3F, GC Consult*, les membres de la famille Chiffлот, M. Henri Biscarrat, le fonds *Kartesia* et le *Groupe Paredes* le 18 octobre 2023,
- un acte d'engagement d'apport des entités *Kartesia* à l'offre publique conclu entre *Kartesia* et *Groupe Paredes* le 18 octobre 2023 et tel que modifié par avenant le 30 octobre 2023,
- des protocoles entre *Kartesia* et certains managers.

Dans ce contexte, conformément à la réglementation boursière, le Conseil de surveillance de la Société, sur recommandation d'un comité *ad hoc* constitué à cet effet et composé majoritairement d'administrateurs indépendants (le « **Comité Ad Hoc** »), a désigné *Accuracy* le 11 juillet 2023 en qualité d'expert indépendant aux fins d'obtenir un avis sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre.

Plus précisément, l'intervention d'*Accuracy* est requise au titre de deux dispositions de l'article 261-1 du Règlement Général de l'AMF :

- (i) « *Les dirigeants de la société visée ou les personnes qui la contrôlent au sens de l'article L.233-3 du code de commerce ont conclu un accord avec l'initiateur de l'offre susceptible d'affecter leur indépendance* » (alinéa 1 – 2°) ;

⁴³sur la base d'un nombre total de 6 643 534 actions et 6 812 410 droits de vote théoriques de la Société à la date du présent rapport. 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 attachés des droits de vote, en ce compris les actions dépourvues de droit de vote.

-
- (ii) « Lorsqu'il existe une ou plusieurs opérations connexes à l'offre susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix ou la parité de l'offre publique considérée » (alinéa I – 4°).

7.2. Conclusions de nos travaux

Caractère équitable du Prix d'Offre

Dans le cadre de l'offre publique d'achat obligatoire *stricto sensu*, nous estimons que le prix de 6,50 € par action offert aux Actionnaires Minoritaires de la Société est équitable d'un point de vue financier, car ce prix est précisément égal au prix payé par *Groupe Paredes*, Initiateur de l'Offre, pour acquérir la participation susvisée.

Analyse des accords connexes

Par ailleurs, à la suite des diligences que nous avons réalisées, nous n'avons identifié aucun élément nous conduisant à penser que les accords conclus par l'Initiateur avec les dirigeants et les actionnaires de la Société dans le cadre de l'Opération ont biaisé ses conditions financières.

Intérêt pour les Actionnaires Minoritaires d'apporter leurs titres à l'Offre

En vue d'apprécier l'intérêt pour les Actionnaires Minoritaires de présenter leurs titres à l'Offre, nous avons tout d'abord cherché à estimer – de façon usuelle en pareille circonstance – la valeur en *standalone* de la Société (ou Valeur Intrinsèque) à travers une évaluation multicritères.

Notre conclusion est que la Valeur Intrinsèque de la Société se situe dans une fourchette d'estimations comprises entre 5,4 € et 7,9 €. L'amplitude de cette fourchette dépend en grande partie de l'appréciation de la probabilité de réalisation du scénario de retour à la croissance organique et de redressement de la profitabilité intégrée dans le Plan d'Affaires. De ce fait, si l'on considère le milieu de fourchette de nos estimations, le Prix d'Offre de 6,50 € intègre de façon satisfaisante la valeur des actifs de la Société et de son potentiel de développement. En revanche, et considérant à nouveau le milieu de fourchette de nos estimations, le Prix d'Offre n'intègre pas l'impact des éventuelles inflexions stratégiques et opérationnelles qui pourraient être mises en œuvre par l'Initiateur dans le futur proche.

Sur la base de nos analyses, le Prix d'Offre intègre une exigence de rentabilité additionnelle (ou prime de risque spécifique) de l'ordre de 200 bps par rapport au coût du capital estimé pour l'activité qui semble raisonnable compte tenu des risques associés à la réalisation du scénario du Plan d'Affaires et de l'historique de performance de la Société. Dans le cadre de la présente Offre, les Actionnaires Minoritaires bénéficient donc d'une fenêtre de liquidité acceptable

dans la mesure où elle peut être saisie sans décote apparente par rapport à la Valeur Intrinsèque de la Société.

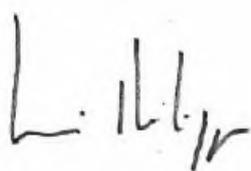
En revanche, compte tenu de la complémentarité des deux groupes, la Société dans les mains de l'Initiateur a vraisemblablement un potentiel de valorisation supérieur qui n'est pas entièrement reflété par le Prix d'Offre. Il importe de préciser que ce potentiel additionnel de valorisation n'est nullement garanti et que son estimation est rendue délicate par l'information limitée dont nous avons disposé dans le cadre de notre mission. Bien plus, pour l'actionnaire désireux de prendre sa chance en conservant ses titres, cette décision implique l'acceptation de risques additionnels (relatifs à l'intégration des deux groupes, à la matérialisation effective des synergies attendues aux bornes d'*Orapi*, à l'absence de visibilité sur les conditions d'une éventuelle fenêtre de liquidité ultérieure).

A cet égard, le *Bloc Chiffrot* et *Kartesia* ont fait le choix de céder leurs actions au prix de 6,50 € (en dépit du potentiel de valorisation important que ces deux acteurs étaient tout à fait à même d'apprécier). Bien que les situations patrimoniales de ces deux acteurs ne soient pas comparables à celle des Actionnaires Minoritaires, cette décision reste néanmoins éclairante sur les risques associés au rapprochement d'*Orapi* et *Groupe Paredes*.

En conclusion, nous confirmons le caractère équitable des conditions financières de l'Offre pour les Actionnaires Minoritaires d'*Orapi*.

Paris, le 20 novembre 2023

Pour *Accuracy*,



Henri Philippe
Associé



Guillaume Charton
Directeur



Mathilde de Montigny
Directeur

Annexes

Annexe 1.	Lettre de mission.....	81
Annexe 2.	États financiers consolidés de la Société	88
Annexe 3.	Description des sociétés comparables	91
Annexe 4.	Analyse de sensibilité au taux de croissance perpétuelle	92

Annexe 1. Lettre de mission



ORAPI

Lettre de mission

Expertise indépendante
dans le cadre du projet d'offre publique d'achat
sur les actions de la Société

Juillet 2023

Transactions

Disputes

Crises

Decisions



LETTRE DE MISSION

ORAPI
Parc industriel de la Plaine de l'Ain
225 Allée des Cèdres
01150 Saint-Vulbas

A l'attention de M. Henri BISCARRAT, Président du Directoire

Fait à Paris, le 13 juillet 2023

Confidentiel

Cher Monsieur,

Faisant suite à nos échanges, la présente lettre a pour objet de vous confirmer nos accords relatifs à la réalisation de travaux d'évaluation financière et la rédaction subséquente d'une attestation d'équité pour le compte de votre société (ci-après les « **Services** »).

L'Annexe A ci-jointe reprenant les conditions de la mission fait partie intégrante desdits accords.

ORAPI SA (ci-après désigné « **ORAPI** », le « **Client** » ou la « **Société** ») et Accuracy seront désignés conjointement comme les « **Parties** ».

Contexte et objet de la mission

ORAPI est spécialisée dans la conception, la fabrication et la commercialisation de produits techniques consommables destinés à l'hygiène professionnelle ainsi qu'aux process industriels et à la maintenance. La Société compte près de 1 000 collaborateurs et a réalisé en 2022 un chiffre d'affaires de près de 230 m€.

ORAPI est cotée sur le compartiment C d'Euronext Paris. Elle affiche une capitalisation boursière d'environ 37m€ au 29 juin 2023 (soit 5,6 € par action).

Le premier actionnaire de la Société est actuellement le groupe familial CHIFFLOT, composé de M. CHIFFLOT (Président du conseil de surveillance), de membres de la famille CHIFFLOT et des sociétés La Financière MG3F et GC Consult, qui détiennent ensemble environ 34,8% du capital. L'autre actionnaire significatif est la société KARTESIA, avec 29,8% du capital. Le solde est constitué du flottant (environ 31%), des salariés (environ 2%) et de l'autodétention (environ 2%).

La Société a également émis des obligations remboursables en actions (« **ORA2** »), qui sont détenues par la société GC Consult, ainsi que par des fonds KARTESIA.

Le groupe PAREDES (« **l'Initiateur** »), autre acteur du secteur, a annoncé le 27 juin dernier être entré en négociations exclusives avec M. CHIFFLOT pour acquérir la totalité des actions détenues par lui-même et par les sociétés La Financière MG3F et GC Consult (le « **Bloc Chiffot** »), ainsi que les ORA qu'il détient. Les actions seraient achetées pour un prix unitaire de 5,88 €.

La Société a également été informée que KARTESIA n'avait pas accepté cette offre et avait remis à M. CHIFFLOT une offre concurrente, que ce dernier avait refusé. L'offre de KARTESIA est donc aujourd'hui caduque.



Sous réserve de l'acquisition du Bloc Chiffrot, l'Initiateur déposera à titre obligatoire une offre publique d'achat portant sur le solde des actions *ORAPI* en circulation, aux mêmes conditions financières que le Bloc Chiffrot (« l'Offre »).

Si les conditions le permettent, *PAREDES* compte procéder au retrait obligatoire et à la radiation d'*ORAPI* d'Euronext Paris.

L'Initiateur a annoncé son intention d'acquérir de gré à gré les *ORA2* détenues par la société GC Consult. La Société n'a pas connaissance des intentions de l'Initiateur de viser ou non le solde des *ORA2* (détenu par les fonds *KARTESIA*) dans le cadre de l'Offre.

C'est dans ce contexte, que vous nous avez sollicités afin qu'*Accuracy* intervienne en qualité d'expert indépendant aux fins de délivrer une attestation sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre.

L'Annexe B ci-jointe présente le programme de travail prévisionnel détaillé tel que nous l'envisageons à ce stade de notre connaissance du dossier.

Fondements réglementaires

La Société est tenue de désigner un expert indépendant dans la mesure où l'Offre est susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein du Conseil de surveillance de la Société (article 261-1 I du règlement général de l'AMF), notamment car :

- Selon le pourcentage de détention du capital de l'Initiateur au jour du dépôt de l'Offre, il est possible que la Société soit contrôlée au sens de l'article L.233-3 du Code de commerce par l'Initiateur, avant le lancement de l'Offre (article 261-1 I alinéa 1 du règlement général de l'AMF),
- Les dirigeants de la Société visée (en l'occurrence, le Président du conseil de surveillance de la Société) ont conclu un accord avec l'initiateur de l'offre susceptible d'affecter leur indépendance (article 261-1 I alinéa 2 du règlement général de l'AMF),
- Il existe une ou plusieurs opérations connexes à l'Offre susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix de l'Offre (article 261-1 I alinéa 4 du règlement général de l'AMF),
- Dans l'hypothèse où l'Initiateur déciderait de viser les *ORA2* émises par la Société dans le cadre de l'Offre, l'Offre porterait sur des instruments financiers de catégories différentes et serait libellée à des conditions de prix susceptibles de porter atteinte à l'égalité entre les actionnaires ou les porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'offre (article 261-1 I alinéa 5 du règlement général de l'AMF).

Enfin, l'Initiateur a indiqué son intention de procéder au retrait obligatoire des actions de la Société de la cote, si les résultats de l'Offre le permettent. L'Initiateur ne dépassant pas le seuil de contrôle au moment de l'opération, l'offre publique d'achat relèvera donc de la procédure dite normale. Le retrait obligatoire serait donc, si les conditions le permettent, de droit. Dans ce contexte, notre attestation d'équité ne se prononcera pas sur le prix d'offre en tant que prix d'indemnisation dans le contexte d'un retrait obligatoire éventuel.

Nous comprenons qu'il s'agit des seules motivations identifiées à ce jour pour la nomination d'un expert indépendant dans le contexte de l'offre.

Dans ce contexte, les travaux de l'expert indépendant aura pour seul objectif de s'assurer que les conflits d'intérêts éventuels n'ont pas biaisé les conditions financières de l'Offre.

Déclaration d'indépendance

En conformité avec l'alinéa II de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF (nouveau titre VI relatif à l'expertise indépendante), *Accuracy* atteste « l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui avec les personnes concernées par l'opération et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement lors de l'exercice de sa mission ».

Cette déclaration d'indépendance concerne également M. Bruno Husson, associé honoraire d'*Accuracy*, en charge du contrôle qualité.



Produit fini

Nos travaux vous seront restitués sous la forme d'un rapport en français détaillant notre opinion sur l'équité des conditions financières de l'Offre envisagée.

Ce rapport d'expertise sera conforme à l'instruction n°DOC-2006-08 du 25 juillet 2006 de l'AMF relative à l'expertise indépendante telle que modifiée le 10 février 2020 ainsi qu'à la recommandation n°DOC-2006-15 du 28 septembre 2006 de l'AMF telle que modifiée le 10 février 2020 sur l'expertise financière indépendante, et comprendra notamment les éléments suivants :

- une présentation synthétique d'*Accuracy*,
- la liste des missions d'expertise effectuées par le cabinet au cours des vingt-quatre derniers mois,
- un rappel du contexte de l'Offre, une analyse des motifs ayant requis l'intervention d'un expert indépendant et des implications éventuelles sur les contours de notre mission,
- la déclaration d'indépendance mentionnée au II de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF,
- la rémunération perçue dans le cadre de notre mission,
- une description détaillée des diligences mises en œuvre pour accomplir notre mission, dont notamment le programme de travail détaillé, le calendrier de l'étude, la liste des personnes rencontrées, les sources d'information utilisées et le personnel associé à sa réalisation,
- notre propre estimation de la valeur des actions ordinaires de *ORAPI*, en *stand alone*, c'est-à-dire en dehors de tout effet attendu du rapprochement potentiel avec l'Initiateur, selon une approche multicritères,
- une analyse des synergies (positives et négatives) anticipées du rapprochement de la Société avec l'Initiateur,
- une analyse critique des travaux d'évaluation effectués par le ou les conseils de l'Initiateur dont la banque présentatrice,
- le cas échéant, notre analyse et appréciation des observations écrites effectuées par les actionnaires de la Société et nos réponses à ces observations,
- notre conclusion sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre, au regard des motifs ayant requis l'intervention d'un expert indépendant,
- une description de la mission, du rôle et des diligences effectuées par la personne en charge du contrôle qualité de notre rapport d'expertise.

Ce rapport vous sera présenté au stade de projet pour être discuté et finalisé à la suite de vos commentaires. Il sera ensuite présenté au Conseil de surveillance de la Société et sera rendu public dans la note en réponse relative à l'Offre conformément au règlement général de l'AMF.

Le contrôle qualité de nos travaux sera réalisé par M. Bruno Husson, associé honoraire d'*Accuracy*.

M. Husson n'est plus salarié d'*Accuracy*. Il sera rémunéré sur la base du temps passé pour ses diligences dans le cadre d'une facturation ponctuelle. Il pourra faire appel autant que de besoin à d'autres consultants d'*Accuracy* dans le cadre de sa mission de contrôle, en particulier si la complexité des modèles d'évaluation mis en œuvre dans le cadre de la mission le nécessite.

Le contrôle qualité réalisé sous la direction de M. Bruno Husson interviendra en plusieurs temps :

- entretiens au démarrage de la mission portant sur le contexte et les caractéristiques de l'Offre, afin de délimiter les difficultés et zones de risques éventuelles,
- relecture critique du rapport pouvant conduire à modifier ou approfondir certaines analyses.

Les modèles d'évaluation mis en œuvre dans le cadre de la mission (modèle DCF en particulier) feront également l'objet d'une revue analytique par un consultant qui n'a pas participé à la mission.

Calendrier

Conformément à l'article 262-1 du règlement général de l'AMF, notre mission d'expertise indépendante requiert un délai suffisant pour formuler notre opinion, délai qui ne peut être inférieur à vingt jours de négociation.

À ce stade, nous comprenons que cette offre devrait intervenir au cours du 4^e trimestre 2023. Sous réserve de l'obtention de l'ensemble des informations nécessaires, nos travaux pourraient débiter immédiatement afin de vous faire part dans les meilleurs délais de notre opinion sur le prix d'offre envisagé.

Notre projet de rapport sera ensuite finalisé à la suite de vos commentaires et nous ferons nos meilleurs efforts afin que sa version définitive soit disponible quelques jours avant le Conseil de surveillance de la Société devant rendre son avis motivé sur l'Offre (date non encore connue à ce jour).

Limites de notre intervention

Nous attirons votre attention sur le fait que nos travaux seront fondés sur les informations communiquées par la Société (états financiers historiques, budgets et prévisions) [et l'Initiateur] et ce sans vérification de ces informations de notre part.

Équipe et moyens matériels

Henri Philippe, Associé de notre société en charge de l'activité évaluations et attestations d'équité, supervisera la réalisation de l'ensemble de la mission. Il sera assisté par Mathilde de Montigny et Guillaume Charton, *Directors*, ainsi que par une équipe de consultants spécialisés dans ce type de mission.

À titre indicatif, et compte tenu de notre connaissance actuelle du dossier et du calendrier fixé pour la réalisation de notre mission, nous anticipons une répartition des heures de travail comme présentée dans le tableau suivant.

Répartition estimée des heures de travail

	Semaine 1	Semaine 2	Semaine 3	Semaine 4	Total
Partner/Director	10	10	20	20	60
Manager	40	40	40	40	160
Analyste	40	40	40		120
Total					340
Revue qualité					
Partner / Director	4	4	4	8	20
					Total (y/c revue qualité) 360

Un CV résumé des différents intervenants sur la mission est présenté en annexe.

En outre, *Accuracy* confirme disposer des moyens matériels nécessaires pour mener à bien une telle mission d'expertise indépendante. En particulier, *Accuracy* dispose :

- d'un accès aux bases de données financières suivantes : *S&P Capital IQ, Bloomberg, Thomson Reuters* ;
- d'un accès à des bases de données d'études académiques.

Honoraires

Notre rémunération prendra la forme d'honoraires forfaitaires d'un montant de 80 000 (quatre-vingt mille) euros hors taxes, frais directs et débours divers (ces derniers s'élèvent à six pour cent de nos honoraires hors taxes).



Ces honoraires et les frais associés seront payables à la remise de notre attestation d'équité finale à la Société.

Ces honoraires prennent en compte le coût de la revue qualité.

Le montant d'honoraires a été établi sur la base du temps requis par les diligences nécessaires à la conduite de ce type de mission et la rédaction d'un rapport dans les délais susmentionnés.

Dans l'hypothèse où la mission d'*Accuracy* se prolongerait au-delà du calendrier susmentionné et/ou dans le cas où une modification significative des principales caractéristiques de l'Offre conduirait *Accuracy* à réaliser des travaux complémentaires (par exemple, dans le cas où d'autres catégories de titres seraient visées par l'Offre), les Parties conviennent de fixer d'un commun accord un budget additionnel d'honoraires. Ce budget sera fondé sur la base du temps passé au taux horaire habituellement pratiqué chez *Accuracy* dans ce type de mission en fonction de la séniorité des personnes concernées.

Sur la base de l'équipe mentionnée plus haut, nous estimons le coût hebdomadaire d'une semaine additionnelle à 25 000 euros, hors taxes et frais.

Conflit d'intérêts

En acceptant les termes de la présente lettre, vous reconnaissez nous avoir demandé expressément de fournir les prestations qui y sont décrites et vous renoncez par avance à toute réclamation fondée sur des allégations de conflit d'intérêts en relation avec ces prestations. Nous nous réservons le droit de mettre fin à tout moment à notre mission dans le cas où nous jugerions que certaines circonstances ne nous permettent pas de poursuivre nos travaux de manière objective.

Intégralité de l'accord

Les Services seront fournis en vertu des dispositions de la présente lettre et de l'annexe A ci-jointe qui fait partie intégrante de la lettre de mission. Cette lettre ainsi que son annexe décrivent l'intégralité de nos accords relatifs aux Services. Elles remplacent et annulent toutes propositions, correspondances et accords antérieurs, qu'ils soient écrits ou oraux, entre les Parties. Les accords entre le Client et *Accuracy* contenus dans la présente lettre et son annexe ci-jointe demeureront applicables après la réalisation ou la résiliation de la présente mission. Dans le cas d'un conflit entre les dispositions de la présente lettre et l'une quelconque des dispositions figurant en annexe A ("les conditions de la mission"), les dispositions de l'annexe A prévaudront.

Valeur relative de la lettre de mission

Chaque Partie reconnaît qu'elle souscrit à la présente lettre de mission sur la base des accords et déclarations contenus aux présentes et à ses propres fins et non pour le bénéfice d'un tiers quelconque n'étant pas expressément identifié aux présentes.

Incessibilité

Chaque Partie à la présente lettre s'interdit de céder, transférer ou vendre, directement ou indirectement, à un tiers quelconque, toutes créances, qu'elle pourrait avoir à l'encontre de l'autre partie, découlant de la présente lettre de mission.



Intuitu personae

La présente lettre de mission est conclue intuitu personae. Aucune des Parties n'est autorisée à céder ou sous-traiter tout ou partie des obligations qui lui incombent au titre de la présente lettre de mission sans l'accord exprès et préalable de l'autre Partie.

Droit applicable

Les Parties entendent que d'éventuels désaccords ou litiges qui viendraient à les diviser quant à la validité, l'application ou l'interprétation de la présente lettre de mission, soient résolus conformément aux dispositions de droit français.

Litiges

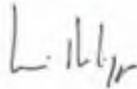
Les Parties conviennent de soumettre tout différend qui ne serait pas réglé à l'amiable entre elles à la compétence exclusive du Tribunal de Commerce de Paris, même en cas d'appel en garantie ou de pluralité de défendeurs. Cette attribution de compétence s'applique également en matière de référé.

Nous vous remercions de nous confirmer votre accord sur ce qui précède en nous retournant un des deux exemplaires signés de la présente lettre.

Nous sommes honorés de votre confiance et vous assurons de notre volonté de tout mettre en œuvre pour continuer à la mériter.

Veuillez croire, cher Monsieur, à l'expression de nos sentiments distingués,

Accuracy



Henri PHILIPPE
Associé

Lu et approuvé à la date de la présente lettre :

ORAPI



Henri BISCARRAT
Président du Directoire



Annexe 2. États financiers consolidés de la Société

Figure 19 | Compte de résultat hors IFRS 16

k€	déc.-18 Réal	déc.-19 Réal	déc.-20 Réal	déc.-21 Réal	déc.-22 Réal
Chiffre d'affaires	255 928	240 079	267 508	226 623	229 600
Achats consommés et variation de stocks	(133 465)	(125 288)	(126 621)	(111 617)	(120 303)
Charges externes	(45 615)	(43 706)	(47 481)	(41 840)	(41 647)
Charges de personnel	(64 700)	(60 051)	(64 102)	(57 420)	(56 006)
Impôts et taxes	(2 920)	(2 667)	(2 965)	(2 731)	(2 505)
Autres produits et charges opérationnels courants	436	467	(115)	426	562
EBITDA	9 664	8 834	26 224	13 441	9 701
<i>En % du CA</i>	<i>3,8 %</i>	<i>3,7 %</i>	<i>9,8 %</i>	<i>5,9 %</i>	<i>4,2 %</i>
Dotations aux amortissements	(7 115)	(6 412)	(6 408)	(6 178)	(5 998)
Dotations aux provisions	189	65	(1 824)	586	279
Résultat opérationnel courant	2 738	2 487	17 992	7 849	3 982
Autres produits et charges opérationnels	(2 494)	(1 581)	(2 390)	(1 263)	(1 727)
Quote-part dans le résultat des entreprises associées	(6)	-	-	-	-
Résultat opérationnel	238	906	15 602	6 586	2 255
<i>Produits de trésorerie</i>	<i>74</i>	<i>101</i>	<i>41</i>	<i>31</i>	<i>22</i>
<i>Coût de l'endettement financier brut</i>	<i>(2 824)</i>	<i>(2 909)</i>	<i>(4 593)</i>	<i>(5 330)</i>	<i>(714)</i>
Coût de l'endettement financier net	(2 750)	(2 808)	(4 552)	(5 299)	(692)
Autres produits et charges financiers	(59)	(14)	2 001	(75)	(141)
Charge d'impôt	(1 151)	(806)	(3 539)	(717)	(267)
Résultat net de l'ensemble consolidé	(3 722)	(2 722)	9 512	495	1 155
Résultat net (Part des intérêts ne donnant pas le contrôle)	(34)	(45)	(241)	(199)	(121)
Résultat net (Part du Groupe)	(3 756)	(2 767)	9 271	296	1 034

Source : Rapports annuels, analyses Accuracy

Figure 20 | Bilan économique hors IFRS 16

k€	déc.-18 Réel	déc.-19 Réel	déc.-20 Réel	déc.-21 Réel	déc.-22 Réel
Goodwill	50 593	44 576	43 796	37 703	36 922
Autres immobilisations incorporelles	8 012	6 977	6 606	6 343	6 298
Immobilisations corporelles	20 891	19 857	19 083	19 828	22 171
Actifs financiers non courants	6 303	5 055	3 817	2 601	2 574
Actif immobilisé	85 799	76 465	73 302	66 475	67 965
Stocks	33 961	28 579	35 821	31 884	36 512
Créances clients	47 818	42 380	42 454	35 537	39 094
Autres créances courantes	13 408	14 219	12 785	10 101	10 631
Dettes fournisseurs	(52 818)	(38 392)	(44 558)	(38 514)	(42 692)
Dettes fiscales et sociales	(11 006)	(10 690)	(15 760)	(13 021)	(13 987)
Autres dettes courantes	(40)	(43)	(59)	22	(112)
Impôt exigible courant	(1 117)	(1 063)	(1 847)	(671)	(431)
Provisions courantes pour risques et charges	(2 739)	(2 619)	(3 964)	(3 254)	(3 214)
BFR	27 467	32 371	24 872	22 084	25 801
Impôts différés nets	(267)	316	375	247	46
Actifs détenus en vue de la vente	11 287	-	-	-	-
Actif économique	124 286	109 152	98 549	88 806	93 812
Capital	4 619	4 619	6 598	6 605	6 644
Primes, réserves, report à nouveau	42 929	38 854	43 061	52 560	53 469
Reserve de conversion	(925)	(454)	(1 187)	(481)	(463)
Résultat (part du Groupe)	(3 756)	(2 767)	9 271	296	1 034
Capitaux propres part du groupe	42 867	40 252	57 743	58 980	60 684
Intérêts minoritaires	134	542	839	1 044	1 054
Provisions pour litiges commerciaux	1 872	1 192	1 889	2 270	1 543
Provision pour avantages au personnel	4 128	5 143	5 357	3 892	2 758
Dettes financières (hors IFRS 16)	80 831	58 124	57 368	21 049	21 703
Dettes auprès des factors	-	12 741	14 308	13 564	16 510
Trésorerie et équivalents de trésorerie	(8 550)	(9 380)	(37 851)	(10 766)	(9 069)
Dettes/(trésorerie) financière nette (hors IFRS 16)	72 281	61 485	33 825	23 847	29 144
Comptes courants actif	-	-	(1 624)	(1 624)	(1 624)
Autres dettes non courantes	526	539	522	301	264
Passifs directement liés aux actifs détenus en vue de la vente	2 479	-	-	94	-
Capitaux investis	124 287	109 152	98 549	88 806	93 812

Source : Rapports annuels, analyses Accuracy

Figure 21 | Tableau de flux de trésorerie

k€	déc.-18 Réel	déc.-19 Réel	déc.-20 Réel	déc.-21 Réel	déc.-22 Réel
Résultat de l'ensemble consolidé	(3 723)	(2 913)	9 458	394	927
Amortissements et provisions	7 489	19 632	12 901	12 301	12 242
Variation des impôts différés	(142)	(430)	(132)	(283)	(56)
Plus values de cession nettes d'impôts	(216)	(6 390)	(1 048)	373	14
Intérêts financiers nets au titre des contrats de location	-	618	584	642	830
Capacité d'autofinancement	3 408	10 517	21 763	13 427	13 957
Variation du besoin en fonds de roulement lié à l'activité	(1 524)	(3 116)	7 357	3 814	(4 618)
Flux de trésorerie lié à l'activité	1 884	7 401	29 120	17 241	9 339
Acquisition d'immobilisations	(7 587)	(4 340)	(5 938)	(6 844)	(8 263)
Cession d'immobilisations	131	83	572	242	98
Variation nette des actifs financiers non courants	547	14 287	1 823	5 509	(296)
Variation des dettes sur immobilisations	(2 576)	7	49	(75)	(96)
Acquisition de filiales sous déduction de la trésorerie acquise	(1 716)	-	-	-	-
Flux de trésorerie lié aux opérations d'investissement	(11 201)	10 037	(3 494)	(1 168)	(8 557)
Dividendes versés aux actionnaires société mère	-	-	-	-	-
Augmentation de capital en numéraire net frais	-	-	9 271	28	203
Emissions d'emprunts	50 265	1 067	53 400	-	1 973
Remboursements emprunts	(36 970)	(8 390)	(53 995)	(36 626)	(1 691)
Variation dettes auprès des factors	(221)	(2 429)	1 567	(744)	2 946
Loyers payés au titre des contrats de location	-	(7 044)	(6 929)	(6 385)	(6 340)
Flux de trésorerie lié aux opérations de financement	13 074	(16 796)	3 314	(43 727)	(2 909)
Variation de Trésorerie	3 757	642	28 940	(27 654)	(2 127)

Source : Rapports annuels

Annexe 3. Description des sociétés comparables

Figure 22 | Description des sociétés comparables

Société	Pays	Description activité
<u>Sous-Echantillon Producteurs</u>		
Ecolab		Crée en 1923, l'entreprise Américaine Ecolab fournit des solutions de traitement de l'eau ainsi que des solutions d'hygiène et de désinfection à une grande variété d'industries.
Henkel		Henkel opère via 3 principales divisions (i) <i>Adhesive Technologies</i> qui fournit des adhésifs, des solutions d'étanchéité et de revêtements pour diverses industries (ii) <i>Laundry & Home care</i> qui fournit des produits d'entretien et nettoyage domestiques et Beauty Care qui propose des produits d'hygiène personnelle et de beauté.
Essity AB		Essity propose (i) des couches, des pansements aux consommateurs et hopitaux (ii) des produits d'hygiène personnelle et d'entretien du linge et (iii) des solutions et produits de nettoyage des mains et des sols en milieu professionnel et collectifs.
Fuchs		Fuchs développe, produit et fournit des lubrifiants et des produits connexes pour l'industrie comprenant des lubrifiants pour toute une série d'applications, notamment des huiles pour moteurs et engrenages pour les véhicules et les motos.
McBride		McBride est une entreprise britannique qui fabrique sous marque blanche pour des industriels et distributeurs des produits de nettoyage domestique et d'hygiène personnelle et dans une moindre mesure des produits de nettoyage et hygiène professionnelle.
Clemondo		Clemondo est une entreprise suédoise active dans le secteur de la chimie. Elle fabrique des produits de lavage et de nettoyage à usage domestique et industriel, notamment pour l'automobile, l'alimentation, les ateliers et l'hygiène.
<u>Sous-Echantillon Négociants</u>		
Bunzl		Bunzl est une multinationale de distribution et d'externalisation qui fournit des solutions et produits d'emballage, de nettoyage et d'hygiène et d'équipement de protection individuels.

Source : sites sociétés

Annexe 4. Analyse de sensibilité au taux de croissance perpétuelle

La **Figure 23** présente une analyse de la sensibilité de la valeur par action (i) au taux de marge d'EBITDA normatif et (ii) à la prime de risque spécifique en fonction du taux de croissance perpétuelle.

Figure 23 | Analyse de sensibilité

Taux de croissance pépertuelle fixé à 2,75%

		<i>Valeur par action</i>				
		<i>Marge d'EBITDA normative</i>				
		6,2 %	6,4 %	6,7 %	6,9 %	7,2 %
<i>Prime de risque spécifique</i>	0,50 %	7,7 €	8,5 €	9,2 €	10,0 €	10,8 €
	1,00 %	6,9 €	7,6 €	8,3 €	9,0 €	9,7 €
	2,00 %	5,6 €	6,2 €	6,8 €	7,4 €	8,0 €
	3,00 %	4,6 €	5,1 €	5,6 €	6,1 €	6,6 €
	4,00 %	3,8 €	4,2 €	4,7 €	5,1 €	5,5 €
	5,00 %	3,0 €	3,4 €	3,7 €	4,1 €	4,5 €

Taux de croissance pépertuelle fixé à 1,75%

		<i>Valeur par action</i>				
		<i>Marge d'EBITDA normative</i>				
		6,2 %	6,4 %	6,7 %	6,9 %	7,2 %
<i>Prime de risque spécifique</i>	0,50 %	6,9 €	7,6 €	8,2 €	8,9 €	9,6 €
	1,00 %	6,3 €	6,9 €	7,5 €	8,1 €	8,7 €
	2,00 %	5,2 €	5,7 €	6,2 €	6,7 €	7,3 €
	3,00 %	4,3 €	4,7 €	5,2 €	5,6 €	6,1 €
	4,00 %	3,5 €	3,9 €	4,3 €	4,7 €	5,1 €
	5,00 %	3,0 €	3,4 €	3,7 €	4,1 €	4,5 €

Source : Analyses Accuracy

9. MODALITÉS DE MISE À DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES À LA SOCIÉTÉ

Conformément à 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'un document spécifique déposé auprès de l'AMF et mis à la disposition du public selon les modalités propres à assurer une diffusion effective et intégrale, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre.

10. PERSONNE RESPONSABLE DU CONTENU DU PROJET DE NOTE EN RÉPONSE

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

M. Henri Biscarrat
Président du directoire d'ORAPI