

Cette offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers.

PROJET DE NOTE D'INFORMATION ETABLI PAR LA SOCIETE



EN REPONSE AU PROJET D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT VISANT SES ACTIONS INITIEE PAR LES SOCIETES



et



AGISSANT DE CONCERT



Le présent projet de note d'information en réponse (le « **Projet de Note en Réponse** ») a été établi et déposé auprès de l'AMF le 16 janvier 2024, conformément aux dispositions de l'article 231-26 du règlement général de l'AMF et a été établi conformément aux dispositions de l'article 231-19 dudit règlement.

La présente offre publique d'achat (l'« **Offre** ») et le Projet de Note en Réponse restent soumis à l'examen de l'AMF.

En application des articles 231-19 et 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet Didier Kling Expertise & Conseil, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans le Projet de Note en Réponse.

Le Projet de Note en Réponse est disponible sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (www.chargeurs.com) et peut être obtenu sans frais au siège social de Chargeurs, 7 rue Kepler – 75116 Paris – France.

Les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de Chargeurs seront mises à la disposition du public, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre, conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF.

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 informations.

Cette offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers.

Table des matières

1. RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES DE L'OFFRE	4
1.1. Présentation de l'offre.....	4
1.2. Contexte et motifs de l'Offre	5
1.3. Caractéristiques de l'offre	6
1.3.1. Nombre d'actions susceptibles d'être apportées à l'Offre	6
1.3.2. Principales autres caractéristiques de l'Offre	6
1.3.3. Procédure de présentation des actions à l'Offre	7
1.3.4. Intervention des Initiateurs sur le marché des actions de la Société pendant la période d'Offre	8
1.3.5. Calendrier indicatif de l'Offre	8
1.3.6. Restrictions concernant l'Offre à l'étranger	9
2. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE	10
2.1. Composition du Conseil d'administration	10
2.2. Rappel des décisions préalables du Conseil d'administration	11
2.3. Avis motivé du Conseil d'administration	11
3. INFORMATION DU COMITE DE GROUPE	17
4. INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE	18
5. INTENTION DE LA SOCIETE CONCERNANT LES ACTIONS AUTO-DETENUES	18
6. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	18
7. ACCORDS POUVANT AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE.....	18
8. ELEMENTS RELATIFS A LA SOCIETE SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE	18
8.1. Structure du capital de la Société.....	18
8.2. Participations directes ou indirectes au sein du capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil ou d'une déclaration d'opération sur titres	19
8.3. Restrictions statutaires aux transferts d'actions et à l'exercice du droit de vote	19
8.4. Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote	20
8.5. Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions et portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote de la Société.....	20
8.6. Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci.....	20
8.7. Mécanisme de contrôle prévu dans un éventuel système d'actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier	20
8.8. Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration, ainsi qu'à la modification des statuts	20
8.8.1. Nomination et remplacement des membres du Conseil d'administration	20
8.8.2. Modification des statuts	21
8.9. Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'actions	21

Cette offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers.

8.10. Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société	24
8.11. Accords prévoyant des indemnités pour le Directeur Général, les membres du Conseil d'administration, les dirigeants ou les salariés de la Société, en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur mandat prend fin en raison d'une offre publique	24
8.12. Mesures susceptibles de faire échouer l'offre que la Société a mis en œuvre ou décidé de mettre en œuvre	25
9. INFORMATIONS COMPLEMENTAIRES CONCERNANT LA SOCIETE	25
10. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DU PROJET DE NOTE EN REPONSE.....	26

Cette offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers.

1. RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES DE L'OFFRE

1.1. Présentation de l'offre

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 232-1 et suivants du règlement général de l'AMF, **(i)** Columbus Holding, une société par actions simplifiée dont le siège social est situé 55, avenue Marceau – 75116 Paris, dont le numéro d'identification est 813 938 990 R.C.S. Paris agissant de concert avec **(ii)** Columbus Holding 2, une société par actions simplifiée dont le siège social est situé 55, avenue Marceau – 75116 Paris, dont le numéro d'identification est 981 522 469 R.C.S. Paris (les « **Initiateurs** »), proposent de manière irrévocable aux actionnaires de la société Chargeurs, société anonyme dont le siège social est situé 7 rue Kepler, 75116 Paris, dont le numéro d'identification est 390 474 898 R.C.S. Paris (« **Chargeurs** » ou la « **Société** »), dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment B du marché réglementé d'Euronext à Paris (« **Euronext Paris** ») sous le code ISIN FR0000130692, mnémonique « CRI », d'acquérir en numéraire la totalité de leurs actions dans le cadre d'une offre publique d'achat dans les conditions décrites ci-après (l'« **Offre** »), au prix de douze euros (12 €) par action Chargeurs (le « **Prix d'Offre** »).

A la connaissance de la Société, les Initiateurs n'ont acquis aucune action de la Société depuis le dépôt du Projet de Note d'Information.

A la date du Projet de Note en Réponse, à la connaissance de la Société, **(i)** Columbus Holding détient 6.590.304 actions Chargeurs représentant 7.741.804 droits de vote, soit une participation de 26,51 % du capital et 29,53 % des droits de vote théoriques de la Société¹, **(ii)** Columbus Holding 2 détient une action Chargeurs représentant un droit de vote, soit une participation de 0 % du capital et 0 % des droits de vote théoriques de la Société, et **(iii)** les Initiateurs détiennent de concert 6.590.305 actions Chargeurs représentant 7.741.805 droits de vote, soit une participation de 26,51 % du capital et 29,53 % des droits de vote théoriques de la Société.

L'Offre porte sur la totalité des actions Chargeurs existantes à l'exclusion :

- (i)** des 6.590.305 actions détenues par les Initiateurs ;
- (ii)** de 824.460 actions Chargeurs auto-détenues par la Société, que la Société s'est engagée à ne pas apporter à l'Offre ;

soit, à la date du Projet de Note en Réponse et à la connaissance de la Société, un nombre total maximum de 17.447.549 actions de la Société.

L'Offre sera réalisée selon la procédure normale, conformément aux dispositions des articles 232-1 et suivants du règlement général de l'AMF et sera ouverte pour une durée de 25 jours de négociation, sans préjudice de l'éventuelle réouverture de l'Offre par l'AMF conformément à l'article 232-4 du règlement général de l'AMF.

L'Offre est soumise au seuil de caducité légal prévu aux articles L. 433-1-2 du Code monétaire et financier et 231-9 I du règlement général de l'AMF.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, l'Offre est présentée par BNP Paribas, Crédit Agricole Corporate and Investment Bank et Banque Palatine (ci-après, les « **Établissements Présentateurs** ») qui garantissent la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par les Initiateurs dans le cadre de l'Offre, conformément à l'article 231-13 du règlement général de l'AMF.

¹ Sur la base d'un nombre total de 24.862.314 actions et de 26.219.780 droits de vote théoriques de la Société (information communiquée par la Société au 31 décembre 2023). Conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de toutes les actions auxquelles sont rattachés des droits de vote, en ce compris les actions dépourvues de droit de vote.

Cette offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers.

Les caractéristiques de l'Offre sont décrites de manière plus exhaustive dans la section 1.3 du Projet de Note en Réponse.

1.2. Contexte et motifs de l'Offre

Fondé en 1872, il y a plus de 150 ans, le groupe Chargeurs a d'abord opéré dans le secteur des transports avant de se diversifier, le plus souvent par croissance externe, dans les activités industrielles et les médias. A la fin des années 1990, il s'est scindé en deux sociétés : Pathé, actif dans les domaines de la télévision, du cinéma et de la presse écrite, et Chargeurs International (qui sera rebaptisée Chargeurs), dont l'assise industrielle est plus large.

En 2015, les familles Seydoux et Malone ont vendu leur participation de référence dans Chargeurs à Columbus Holding, une société holding fondée par Michaël Fribourg, un entrepreneur soutenu par des investisseurs institutionnels de premier plan. La Famille Fribourg est alors devenue le quatrième actionnaire de référence du groupe Chargeurs depuis sa création en 1872 (Famille Vignal 1872-1929, Famille Fabre 1929-1981, Famille Schlumberger-Seydoux 1981-2015, Famille Fribourg depuis 2015). Simultanément, Michaël Fribourg a pris les fonctions de Président du Conseil d'administration et de Directeur Général pour mettre en œuvre une nouvelle vision stratégique.

Depuis 2015, Chargeurs bénéficie, sous l'impulsion de Columbus Holding, d'une stratégie renouvelée, basée sur le développement de « champions cachés » mondiaux opérant sur des marchés de niche à forte valeur ajoutée, qui a permis d'atteindre la croissance, la rentabilité et des positions de leader mondial dans la plupart de ses métiers. Cette stratégie s'est notamment appuyée sur une croissance externe dynamique avec 15 acquisitions ciblées en 7 ans.

Chargeurs, qui est actuellement considéré par les analystes comme un groupe de services aux entreprises, axe son développement sur deux pôles d'activité : les technologies industrielles et le luxe. Chargeurs a annoncé au marché, par un communiqué du 26 juillet 2022, cette réorganisation en deux pôles principaux d'activité (outre un pôle diversification ayant vocation à accueillir des participations minoritaires).

Les actions Chargeurs sont admises aux négociations sur le compartiment B du marché réglementé d'Euronext à Paris sous le code ISIN FR0000130692. La Société n'est pas contrôlée. Columbus Holding en est l'actionnaire de référence à hauteur de 26,51 % de son capital et 29,52 % de ses droits de vote.

Par lettre en date du 14 décembre 2023, Columbus Holding et Columbus Holding 2, toutes deux contrôlées au plus haut niveau par M. Michael Fribourg, ont communiqué au Conseil d'administration de la Société leur volonté de déposer le projet d'Offre auprès de l'AMF.

L'Offre est motivée par les principales considérations suivantes :

- Chargeurs, malgré ses développements réussis au cours des 8 dernières années, demeure un groupe complexe, congloméral, qui fait coexister des métiers et cycles différents, et dont la compréhension, et donc l'identité et l'attractivité boursière, ne sont pas évidentes et nécessitent d'être construites sur la durée pour exprimer leur pleine valeur ;
- Au cours des 4 dernières années, le Groupe et ses métiers ont affronté et surmonté différentes crises (pandémie de Covid-19, inflation, guerre en Ukraine, crise de l'énergie, crise de l'immobilier) qui ont dégradé son chiffre d'affaires et ses résultats 2023, avec un premier rebond attendu en 2024 mais un retour à la rentabilité antérieure qui peut prendre encore quelques années ;
- Enfin, Chargeurs appartient à une catégorie et une taille d'entreprises cotées ayant subi un désintérêt significatif des marchés depuis la mi-2022, une volatilité plus élevée que celle des grandes valeurs et une liquidité parfois plus aléatoire, éléments qui ont pesé sur la valorisation du titre.

Cette offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers.

Ces éléments et évolution rendent aujourd'hui nécessaire de doter Chargeurs d'une structure actionnariale plus appropriée à son projet à long terme, avec un actionnaire majoritaire et un flottant toujours significatif mais moins large donc moins soumis au risque de volatilité.

L'Offre permet aux actionnaires du flottant qui ne veulent pas ou ne peuvent pas attendre un environnement ou des catalyseurs plus favorables, d'accéder à court terme à une fenêtre de liquidité volontaire avec une prime significative par rapport au cours moyen des 3, 6 et 9 mois précédant l'annonce de l'Offre.

Le Conseil d'administration de la Société, qui s'est réuni le 14 décembre 2023, a accueilli favorablement le projet. En outre, le Conseil d'administration a constitué un comité ad hoc, composé de Madame Anne-Gabrielle Heilbronner, administrateur indépendant, Madame Isabelle Guichot, administrateur indépendant et Monsieur Emmanuel Coquoin, représentant de Columbus Holding, administrateur, soit une majorité d'administrateurs indépendants, chargé de superviser les travaux de l'expert indépendant et d'émettre des recommandations au Conseil d'administration de la Société concernant l'Offre.

Les Initiateurs ont annoncé le 14 décembre 2023, par voie de communiqué de presse, leur intention de déposer le projet d'Offre auprès de l'AMF.

Le Conseil d'administration de la Société a décidé le 14 décembre 2023, sur recommandation du comité ad hoc, de nommer le cabinet Didier Kling Expertise & Conseil, représenté par Messieurs Didier Kling et Teddy Guerineau, en qualité d'expert indépendant dans le cadre des dispositions de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF, avec pour mission de préparer un rapport sur les conditions financières de l'Offre en application des articles 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

A travers l'Offre, les Initiateurs souhaitent consolider la stratégie du groupe Chargeurs, donner à Chargeurs une structure actionnariale plus cohérente avec son modèle et ses objectifs. Les Initiateurs souhaitent également donner aux actionnaires de Chargeurs une opportunité de liquidité avec les niveaux de primes indiqués dans le Projet de Note d'Information.

Les éléments d'appréciation du Prix d'Offre sont détaillés à la section 3 du Projet de Note d'Information des Initiateurs.

1.3. Caractéristiques de l'offre

1.3.1. Nombre d'actions susceptibles d'être apportées à l'Offre

L'Offre porte sur la totalité des actions Chargeurs existantes à l'exclusion :

- (i) des 6.590.305 actions détenues par les Initiateurs ;
- (ii) de 824.460 actions Chargeurs auto-détenues, que la Société s'est engagée à ne pas apporter à l'Offre ;

soit, à la date du Projet de Note d'Information et à la connaissance des Initiateurs, un nombre total maximum de 17.447.549 actions de la Société.

1.3.2. Principales autres caractéristiques de l'Offre

Les Établissements Présentateurs ont déposé le projet d'Offre auprès de l'AMF le 5 janvier 2024 en application des dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF.

L'AMF a publié ce même jour un avis de dépôt concernant l'Offre sur son site Internet www.amf-france.org).

Cette offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers.

L'Offre revêt un caractère volontaire et sera réalisée selon la procédure normale régie par les articles 232-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

Les Initiateurs s'engagent irrévocablement à acquérir auprès des actionnaires de la Société toutes les actions visées par l'Offre et qui seront apportées à l'Offre, au prix de douze euros (12 €) par action Chargeurs, payable uniquement en numéraire, pendant une période de 25 jours de négociation, sauf réouverture de l'Offre par l'AMF conformément à l'article 232-4 du règlement général de l'AMF.

BNP Paribas, Crédit Agricole Corporate and Investment Bank et Banque Palatine en qualité d'Établissements Présentateurs garantissent la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par les Initiateurs dans le cadre de l'Offre, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF.

Le Projet de Note d'Information est tenu gratuitement à la disposition du public aux sièges des Initiateurs et des Etablissements Présentateurs et sur les sites internet de l'AMF et de la Société (www.chargeurs.com). Le Projet de Note en réponse est également tenu gratuitement à la disposition du public au siège de la Société et sur son site internet.

L'Offre, le Projet de Note d'Information et le Projet de Note en Réponse restent soumis à l'examen de l'AMF qui publiera, le cas échéant, sur son site Internet (www.amf-france.org) une déclaration de conformité motivée relative à l'Offre après s'être assurée de la conformité du projet d'Offre aux dispositions légales et réglementaires qui lui sont applicables. Cette déclaration de conformité emportera visa de la note d'information des Initiateurs et de la note en réponse.

La note d'information ayant ainsi reçu le visa de l'AMF et le document intitulé « Autres Informations » relatif notamment aux caractéristiques juridiques, financières et comptables des Initiateurs, seront tenus gratuitement à la disposition du public, au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre, aux sièges des Initiateurs et auprès des Etablissements Présentateurs. Ces documents seront également disponibles sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (www.chargeurs.com). De même la note en réponse ayant reçu le visa de l'AMF et le document intitulé « Autres Informations » relatif notamment aux caractéristiques juridiques, financières et comptables de Chargeurs seront tenus gratuitement à la disposition du public, au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre, au siège de Chargeurs et sur les sites Internet de l'AMF et de la Société.

Un communiqué de presse sera publié afin de préciser les conditions dans lesquelles ces documents seront rendus publics conformément à l'article 221-4 IV du règlement général de l'AMF.

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

1.3.3.Procédure de présentation des actions 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 25 jours de négociation, sauf réouverture par l'AMF conformément à l'article 232-4 du règlement général de l'AMF (l' « **Offre Réouverte** »).

Les actions Chargeurs apportées à l'Offre ou à l'Offre Réouverte devront être librement négociables et libres de tout privilège, gage, nantissement ou autre sûreté ou restriction de quelque nature que ce soit au transfert de leur propriété. Les Initiateurs se réservent le droit d'écarter toute action qui ne répondrait pas à cette condition.

Les actionnaires de Chargeurs qui souhaiteraient apporter leurs actions 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. Les détenteurs

Cette offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers.

d'actions sont invités à se rapprocher de leurs intermédiaires financiers pour vérifier les modalités applicables.

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 détenant des actions Chargeurs sous la forme « nominatif pur » devront demander leur inscription sous la forme « nominatif administré » pour être présentées à l'Offre, ou le cas échéant à l'Offre Réouverte, à moins qu'ils n'en aient demandé au préalable la conversion au porteur. Les Initiateurs attirent l'attention des actionnaires sur le fait que ceux d'entre eux qui demanderaient expressément la conversion de leurs actions au porteur perdraient les avantages liés à la détention des actions sous la forme nominative, notamment l'acquisition ou la détention de leurs droits de vote double, si l'Offre était sans suite. Par dérogation à ce qui précède, les actionnaires dont les titres sont inscrits au nominatif pur auront également la possibilité d'apporter leurs titres à l'Offre centralisée par Euronext Paris sans conversion préalable au porteur ou au nominatif administré par l'intermédiaire d'Uptevia agissant en tant que teneur de registre des actions.

Les Initiateurs ne prendront pas en charge les frais de négociation (incluant notamment les frais de courtage, commissions bancaires et la TVA afférente) qui resteront en totalité à la charge des actionnaires vendeurs.

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

1.3.4. Intervention des Initiateurs sur le marché des actions de la Société pendant la période d'Offre

Les Initiateurs n'ont pas l'intention de faire usage de la faculté d'acquérir, sur le marché ou hors marché, d'actions de la Société conformément aux dispositions des articles 231-38 et 231-39 du règlement général de l'AMF.

1.3.5. Calendrier indicatif de l'Offre

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

Un calendrier indicatif de l'Offre est proposé ci-dessous :

Dates	Principales étapes de l'Offre
5 janvier 2024	- Dépôt du Projet de Note d'Information des Initiateurs auprès de l'AMF ; - Mise à disposition du public du Projet de Note d'Information aux sièges des Initiateurs et des Établissements Présentateurs ; - Mise en ligne sur les sites Internet de la Société (www.chargeurs.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) du Projet de Note d'Information ; - Diffusion du communiqué de dépôt et de mise à disposition du Projet de Note d'Information.
16 janvier 2024	- Dépôt auprès de l'AMF du projet de note en réponse de Chargeurs, comprenant l'avis motivé du Conseil d'administration de Chargeurs, le rapport de l'expert indépendant et l'avis émis par le comité de groupe ; - Mise à disposition du public du projet de note en réponse de Chargeurs au siège de Chargeurs ; - Mise en ligne sur les sites Internet de Chargeurs (www.chargeurs.com) et de l'AMF du projet de note en réponse ; - Diffusion du communiqué de dépôt et de mise à disposition du projet de note en réponse de Chargeurs.

Cette offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers.

6 février 2024	- Publication de la déclaration de conformité de l'Offre par l'AMF emportant visa de la note d'information des Initiateurs et de la note en réponse de Chargeurs ; - Mise à disposition du public aux sièges des Initiateurs et des Établissements Présentateurs et mise en ligne sur les sites Internet des Initiateurs, de la Société et de l'AMF de la note d'information ; - Mise à disposition du public au siège de Chargeurs et mise en ligne sur les sites Internet de Chargeurs et de l'AMF de la note en réponse visée.
7 février 2024	- Mise à disposition du public aux sièges des Initiateurs et des Établissements Présentateurs et mise en ligne sur les sites Internet des Initiateurs et de l'AMF des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables des Initiateurs ; - Diffusion par les Initiateurs du communiqué de mise à disposition de la note d'information visée et des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables des Initiateurs ; - Mise à disposition du public au siège de Chargeurs et mise en ligne sur le site Internet de Chargeurs et de l'AMF des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de Chargeurs ; - Diffusion par Chargeurs du communiqué de mise à disposition de la note en réponse visée et des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de Chargeurs.
7 février 2024	- Publication par l'AMF de l'avis d'ouverture de l'Offre ; - Publication par Euronext Paris de l'avis relatif à l'Offre et ses modalités.
8 février 2024	Ouverture de l'Offre.
15 février 2024	Publication des comptes annuels 2023 audités de la Société.
13 mars 2024	Clôture de l'Offre.
14 mars 2024	Publication par l'AMF et Euronext de l'avis de résultat de l'Offre.
18 mars 2024	En cas d'issue positive de l'Offre, publication de l'avis de réouverture de l'Offre.
19 mars 2024	En cas d'issue positive de l'Offre, règlement-livraison de l'Offre.
19 mars 2024	Réouverture de l'Offre.
2 avril 2024	Clôture de l'Offre Réouverte.
3 avril 2024	Publication par l'AMF et Euronext de l'avis de résultat de l'Offre Réouverte.
8 avril 2024	Règlement-livraison de l'Offre Réouverte.

1.3.6. Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

L'Offre est faite exclusivement en France. Le Projet de Note en Réponse n'est pas distribué dans les pays autres que la France.

L'Offre ne sera pas enregistrée ou approuvée en dehors de la France et aucune action ne sera entreprise pour l'enregistrer ou l'approuver à l'étranger. Le Projet de Note en Réponse et les autres documents relatifs à l'Offre ne constituent pas une offre de vente ou d'achat de valeurs mobilières ou une sollicitation d'une telle offre dans tout autre pays dans lequel une telle offre ou sollicitation est illégale ou à tout autre pays dans lequel une telle offre ou sollicitation est illégale ou à toute personne à laquelle une telle offre ou sollicitation ne pourrait pas être faite en bonne et due forme.

Les porteurs d'actions de la Société situés hors de France ne peuvent participer à l'Offre que si les lois locales auxquelles ils sont soumis le permettent, sans que les Initiateurs n'aient à effectuer de formalités supplémentaires. La participation à l'Offre et la distribution du Projet de Note en Réponse peuvent faire l'objet de restrictions particulières applicables en vertu des lois en vigueur hors de France. L'Offre ne sera pas faite aux personnes soumises à de telles restrictions, que ce soit directement ou indirectement, et ne peut faire l'objet d'une quelconque acceptation dans un pays dans lequel l'Offre serait soumise à de telles restrictions.

Cette offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers.

En conséquence, les personnes en possession du Projet de Note en Réponse sont tenues de se renseigner sur les éventuelles restrictions locales applicables et de s'y conformer. Le non-respect de ces restrictions pourrait constituer une violation des lois et réglementations applicables en matière de valeurs mobilières et/ou de marchés boursiers dans l'un de ces pays. Les Initiateurs et la Société n'accepteront aucune responsabilité en cas de violation par toute personne des règles et restrictions locales qui lui sont applicables.

Etats-Unis

Dans le cas particulier des Etats-Unis d'Amérique, il est stipulé que l'Offre ne sera pas faite, directement ou indirectement, aux Etats-Unis d'Amérique, ou par l'utilisation de services postaux, ou par tout autre moyen de communication ou instrument (y compris par télécopie, téléphone ou courrier électronique) concernant le commerce entre États des États-Unis d'Amérique ou entre d'autres États, ou par l'intermédiaire d'un marché boursier ou d'un système de négociation des États-Unis d'Amérique, ou à des personnes résidant aux États-Unis d'Amérique ou à des « *US persons* » (tel que défini dans et conformément au règlement S de la loi américaine sur les valeurs mobilières de 1933 (US Securities Act), telle que modifiée). Aucune acceptation de l'Offre ne peut provenir des États-Unis d'Amérique. Toute acceptation de l'Offre qui pourrait être considérée comme résultant d'une violation de ces restrictions sera considérée comme nulle.

L'objet du Projet de Note en Réponse est limité à l'Offre et aucune copie du Projet de Note en Réponse ni aucun autre document relatif à l'Offre ou au Projet de Note en Réponse ne peuvent être envoyés, communiqués, distribués ou soumis directement ou indirectement aux États-Unis d'Amérique autrement que dans les conditions autorisées par les lois et règlements en vigueur aux États-Unis d'Amérique.

Aucun détenteur d'actions de la Société ne pourra apporter ses actions à l'Offre si ce porteur ne peut déclarer que **(i)** il n'a pas reçu de copie du Projet de Note en Réponse ou de tout autre document relatif à l'Offre aux États-Unis d'Amérique et qu'il n'a pas envoyé ou transmis d'une autre manière un tel document aux États-Unis d'Amérique, **(ii)** il n'est pas une personne ayant sa résidence aux États-Unis d'Amérique et n'est pas une « *US person* » (tel que défini dans le règlement S de la loi américaine sur les valeurs mobilières de 1933, telle que modifiée) et qu'il n'émet pas d'appel d'offres pour l'Offre des États-Unis d'Amérique, **(iii)** il n'était pas localisé aux États-Unis d'Amérique lorsqu'il a accepté les conditions de l'Offre ou son ordre d'achat pour l'Offre, et **(iv)** il agit sur une base non discrétionnaire pour un mandant situé en dehors des États-Unis d'Amérique qui ne donne pas d'ordre de participation à l'Offre depuis les États-Unis d'Amérique.

Aux fins de la présente section, on entend par « États-Unis d'Amérique » les États-Unis d'Amérique, leurs territoires et possessions, l'un quelconque de ces États et le district de Columbia.

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

2.1. Composition du Conseil d'administration

A la date du Projet de Note en Réponse, le Conseil d'administration de la Société est composé comme suit :

- Michaël Fribourg (Président-Directeur Général) ;
- Colombus Holding représentée par Emmanuel Coquoin ;
- Isabelle Guichot * ;
- Anne-Gabrielle Heilbronner * ;
- Alexandra Rocca * ;
- Nicolas Urbain.

** Administratrices indépendantes*

La direction générale de la Société est assurée par Monsieur Michaël Fribourg, également Président du Conseil d'administration.

Cette offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers.

2.2. Rappel des décisions préalables du Conseil d'administration

Conformément à l'article 261-1-III du règlement général de l'AMF, le Conseil d'administration de la Société a constitué, le 14 décembre 2023, un comité ad hoc (le « **Comité ad hoc** »), composé de trois membres dont deux indépendants (au sens du code de gouvernement d'entreprise Middledenext) :

- Isabelle Guichot * ;
- Anne-Gabrielle Heilbronner * ;
- Emmanuel Coquoin (représentant permanent de Columbus Holding).

Le Comité ad hoc a été constitué avec pour mission (i) de proposer au Conseil d'administration la désignation de l'expert indépendant, (ii) d'assurer le suivi des travaux de l'expert indépendant, et (iii) de préparer un projet d'avis motivé concernant le projet d'Offre.

Sur recommandation du Comité ad hoc, le Conseil d'administration de la Société a désigné, le 14 décembre 2023, le cabinet Didier Kling Expertise & Conseil, représenté par Messieurs Didier Kling et Teddy Guerineau, en qualité d'expert indépendant avec pour mission de préparer un rapport sur les conditions financières du projet d'Offre conformément aux dispositions de l'article 261-1, I et III du règlement général de l'AMF.

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 d'administration

Le Conseil d'administration de la Société s'est réuni le 16 janvier 2024 à l'effet, conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, de rendre un avis motivé sur l'intérêt que représente, ainsi que sur les conséquences qu'aurait pour la Société, ses actionnaires et ses salariés, le projet d'offre publique d'acquisition volontaire visant les actions de la Société et stipulé à un prix de 12 euros par action, initié par Columbus Holding et Columbus Holding 2.

Termes du projet d'Offre

Le Président rappelle que les termes de l'Offre sont décrits dans le Projet de Note d'Information des Initiateurs tel que déposé auprès de l'AMF le 5 janvier 2024.

Documents mis à disposition des membres du Conseil d'administration

Préalablement à la réunion du 16 janvier 2024, les membres du Conseil d'administration ont pu prendre connaissance des documents suivants :

- les communiqués de presse des Initiateurs et de la Société publiés le 14 décembre 2023 relatifs à l'annonce du projet d'Offre ;
- le Projet de Note d'Information, déposé auprès de l'AMF le 5 janvier 2024, contenant notamment les motifs de l'Offre, les intentions des Initiateurs, les termes et modalités de l'Offre (dont un calendrier indicatif), ainsi que les éléments d'appréciation du prix de l'Offre établis par les établissements présentateurs de l'Offre ;
- le rapport du cabinet Didier Kling Expertise & Conseil, agissant en qualité d'expert indépendant, concluant au caractère équitable des conditions financières de l'Offre ;
- le Projet de Note en Réponse de la Société, destiné à être déposé auprès de l'AMF le 16 janvier 2024 ;

Cette offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers.

- le projet d'avis motivé du Conseil d'administration préparé par le Comité ad hoc conformément à l'article 261-1, III du règlement général de l'AMF.

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

Il est rappelé que l'Offre requiert, en application des dispositions de l'article 261-1, I, 2^o du Règlement général de l'AMF, la désignation d'un expert indépendant.

Le Comité ad hoc a examiné, lors de sa réunion du 14 décembre 2023, les profils et l'expérience de deux cabinets identifiés comme pouvant répondre aux critères de compétence et d'indépendance requis par la réglementation applicable. Le Comité ad hoc a notamment tenu compte, dans le cadre de cet examen, (i) de l'absence de lien présent ou passé avec la Société et de tout conflit d'intérêts, (ii) de l'expérience récente des experts envisagés dans le cadre d'opérations similaires, (iii) de la réputation professionnelle et des moyens humains et matériels de ces experts, (iv) de la compréhension des activités de la Société et des enjeux liés au projet d'Offre et, enfin, (v) des conditions, notamment financières, proposées pour leur intervention.

Après analyse et comparaison des offres reçues, la proposition ayant reçu la meilleure appréciation du Comité ad hoc sur la base de l'ensemble des critères visés ci-dessus a été celle du cabinet Didier Kling Expertise & Conseil, représenté par Monsieur Didier Kling.

Par conséquent, les membres du Comité ad hoc, après en avoir délibéré, ont décidé de recommander au Conseil d'administration la désignation du cabinet Didier Kling Expertise & Conseil, représenté par Monsieur Didier Kling, en qualité d'expert indépendant.

C'est dans ces conditions que le Conseil d'administration, réuni le 14 décembre 2023, a décidé, à l'unanimité des voix exprimées (étant entendu que Monsieur Michaël Fribourg et Monsieur Emmanuel Coquoin ont souhaité s'abstenir de voter en raison de leurs liens avec les Initiateurs), de nommer le cabinet Didier Kling Expertise & Conseil, représenté par Messieurs Didier Kling et Teddy Guerinou, en qualité d'expert indépendant (l' « **Expert Indépendant** »), chargé de rédiger un rapport sur les conditions financières de l'Offre conformément aux dispositions de l'article 261-1, I, 2^o du règlement général de l'AMF. Cette nomination a été rendue publique par un communiqué de presse publié le 14 décembre 2023 conformément aux recommandations de l'AMF.

2.3.2. Travaux du Comité ad hoc

Depuis le 14 décembre 2023, date de sa mise en place par le Conseil d'administration de la Société, le Comité ad hoc s'est réuni à sept reprises pour mener à bien sa mission. Les membres du Comité ad hoc ont échangé à intervalles réguliers avec l'Expert Indépendant et leur conseil juridique dans le cadre de réunions en présentiel ou en visioconférence.

Les membres du Comité ad hoc se sont notamment réunis :

- le 14 décembre 2023, dans le cadre de la désignation de l'Expert Indépendant ;
- le 18 décembre 2023, en présence de l'Expert Indépendant, du directeur financier de la Société et de leur conseil juridique, afin de lancer et organiser les travaux de l'Expert Indépendant. A cette occasion, l'Expert Indépendant a informé le Comité ad hoc des modalités d'exécution de sa mission, des méthodes qui seraient mises en œuvre pour apprécier l'équité du prix de l'Offre et a communiqué la liste de l'ensemble des informations et documents nécessaires à cette fin ;

² En raison de l'existence d'accords entre Monsieur Michaël Fribourg, Président Directeur général de la Société, et les Initiateurs, qu'il contrôle indirectement, susceptibles d'affecter son indépendance

Cette offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers.

- le 22 décembre 2024, en présence de l'Expert Indépendant, du directeur financier de la Société et de leur conseil juridique, pour faire le point sur l'ensemble des informations communiquées à l'Expert Indépendant à cette date et s'assurer qu'il disposait d'un niveau d'information suffisant pour lui permettre de poursuivre l'exécution de sa mission dans les meilleures conditions ;
- le 2 janvier 2024, en présence de l'Expert Indépendant, du directeur financier de la Société et de leur conseil juridique, pour faire un point d'étape sur les diligences accomplies par l'Expert Indépendant (en particulier, sur la mise en œuvre des méthodes d'évaluation du prix) et sur le calendrier de l'Offre ;
- le 8 janvier 2024, en présence de l'Expert Indépendant, du directeur financier de la Société, du conseil financier de la Société et de leur conseil juridique, afin de prendre connaissance des éléments d'analyse de l'opportunité de l'Offre présentés par le conseil financier, notamment au regard de l'analyse de la liquidité de l'action et de la volatilité du cours de la Société au cours des dernières années, et de faire un point sur l'avancée des travaux de l'Expert Indépendant ;
- le 15 janvier 2024, en présence de l'Expert Indépendant, du directeur financier de la Société et de leur conseil juridique, pour procéder à la revue du projet de rapport de l'Expert Indépendant ; et
- le 16 janvier 2024, en présence de l'Expert Indépendant et de leur conseil juridique, pour finaliser la recommandation du Comité ad hoc sur le projet d'Offre et le projet d'avis motivé présenté au Conseil d'administration.

Au cours de ces réunions, le Comité ad hoc s'est assuré que l'Expert Indépendant a pu mener ses travaux dans les meilleures conditions et qu'il a pu avoir accès à l'ensemble des informations et documents utiles pour l'exécution de sa mission. Le Comité ad hoc indique ne pas avoir été informé, et ne pas avoir relevé d'éléments de nature à remettre en cause le bon déroulement des travaux de l'Expert Indépendant.

En particulier, le Comité ad hoc s'est assuré que l'Expert Indépendant a eu communication du plan d'affaires préparé par la direction financière de la Société. Ce plan d'affaires a été revu par le Conseil d'administration dans le cadre de l'appréciation des conditions de l'Offre.

Les projections contenues dans le plan d'affaires préparé par la direction financière de la Société et revu par l'Expert Indépendant correspondent, à cette date, à la meilleure estimation possible de la Société, en tenant compte du potentiel de chaque métier et des éventuels facteurs d'aléas ou de risques existants. A cet égard, les prévisions de performance pour l'exercice 2024 sont cohérentes avec les dernières informations communiquées au marché.

Le Comité ad hoc a enfin fait le constat de l'absence de réception de questions ou de réflexions d'actionnaires qui lui auraient été adressées ou qui auraient été adressées à l'Expert Indépendant.

2.3.3. Travaux et conclusions de l'Expert Indépendant

Lors de sa réunion du 14 décembre 2023, le Conseil d'administration de la Société a, sur recommandation du Comité ad hoc, désigné l'Expert Indépendant avec pour mission de préparer un rapport sur les conditions financières du projet d'Offre.

Le Président présente les conclusions, reproduites ci-après, du rapport établi par l'Expert Indépendant sous la supervision du Comité ad hoc conformément aux dispositions de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF et de l'Instruction AMF n°2006-15 sur l'expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières :

« Notre rapport est établi dans le cadre de l'appréciation du caractère équitable des conditions financières de l'offre publique d'achat initiée par COLOMBUS Holding et

Cette offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers.

COLOMBUS Holding 2 sur les actions émises par CHARGEURS, au prix unitaire de 12,0€.

Plus spécifiquement, il est requis en application de l'article 261-1 I alinéa 2° du Règlement Général de l'AMF, au motif que l'Offre est susceptible de générer des conflits d'intérêt au sein du conseil d'administration de la cible.

Il s'agit d'une offre déposée volontairement par les Initiateurs, qui donne une fenêtre de liquidité aux actionnaires, qui ont le choix d'apporter leurs titres à l'Offre. Les Initiateurs ont indiqué qu'ils n'avaient pas l'intention de procéder à un retrait obligatoire.

Notre conclusion sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre est rendue au regard des considérations suivantes :

- L'Offre est facultative, laissant la liberté aux porteurs de titres d'y répondre favorablement ou non, en décidant d'apporter leurs titres ou de les conserver.*
- Cette Offre permet aux actionnaires de bénéficier d'une liquidité immédiate sur la base d'un prix qui extériorise une prime significative de +34% par rapport au prix spot précédant l'annonce de l'Offre et une prime respectivement de +36%, +50%, +29% sur les cours moyens à 1, 3 et 6 mois.*
- Le Prix d'offre fait apparaître une prime comprise entre +7% et +19% par rapport aux résultats de la méthode de la somme des parties mise en œuvre à partir du plan d'affaires du Management que nous estimons être volontariste.*
- Le Prix d'offre fait apparaître une légère décote comprise entre -5% et -14% par rapport aux résultats de la somme des parties mise en œuvre à partir du plan d'affaires des Initiateurs que nous estimons être ambitieux.*
- Enfin, le Prix d'offre s'inscrit dans la fourchette des objectifs des analystes tout en affichant une légère décote de -8% par rapport à la médiane des objectifs.*

En somme, le Prix d'offre permet aux actionnaires de bénéficier d'une liquidité immédiate avec une prime significative sur le cours de bourse tandis qu'il valorise pleinement les perspectives volontaristes du plan d'affaires du Management.

Le caractère facultatif de l'Offre leur permet de conserver leurs titres s'ils souhaitent rester exposés au titre CHARGEURS, pour bénéficier des perspectives ambitieuses affichées par les Initiateurs ou d'une évolution favorable de la décote de conglomerat que le marché applique.

Sur ces bases, nous sommes d'avis que le Prix d'offre de 12,0€ est équitable d'un point de vue financier pour l'ensemble des détenteurs de titres CHARGEURS. »

Conclusions et recommandations du Comité ad hoc

Le 16 janvier 2024, le Comité ad hoc s'est réuni et a finalisé sa recommandation au Conseil d'administration au regard, notamment, du rapport de l'Expert Indépendant.

➤ S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour la Société

Le Comité ad hoc, après examen des motifs du projet d'Offre et de l'intention des Initiateurs, tels qu'ils apparaissent dans le Projet de Note d'Information, relève que :

- Columbus Holding est l'actionnaire de référence de la Société depuis 2015 ;

Cette offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers.

- les Initiateurs détiennent ensemble, à la date de dépôt du Projet de Note d'Information, 6.590.305 actions de la Société représentant 7.741.805 droits de vote, soit une participation de 26,51 % du capital et 29,52 % des droits de vote théoriques de la Société ;
- à l'issue de l'Offre, la direction de la Société continuera à être assurée par Monsieur Michaël Fribourg en qualité de Président-Directeur Général de la Société ;
- les Initiateurs ont l'intention de soutenir le développement de la Société et de poursuivre les principales orientations stratégiques mises en œuvre par la Société ; ils n'ont pas l'intention de modifier, en cas de suite positive de l'Offre, le modèle opérationnel de la Société, hors de l'évolution normale de son activité et ils continueront à mettre en œuvre, en fonction de l'environnement intrinsèque et externe aux métiers de la Société et des opportunités qui se présentent, les adaptations usuelles en matière d'organisation managériale, d'investissement, d'expansion géographique ou industrielle ;
- les Initiateurs n'ont pas l'intention de modifier la politique de versement de dividendes de la Société, qui consiste à ne jamais distribuer, au cours d'un exercice donné, en numéraire, plus de 60 % du résultat net consolidé ordinaire constaté sur la Société au cours de l'année immédiatement précédente, afin de préserver à la fois la capacité d'investissement de la Société pour l'ensemble de ses métiers et sa capacité de remboursement de ses éventuels financements de toutes natures ;
- les Initiateurs ont principalement une activité de holding et n'anticipent donc pas de synergies spécifiques de coûts ou de revenus dont ils pourraient bénéficier ou dont pourrait bénéficier la Société à l'issue de l'Offre ;
- les Initiateurs n'ont pas l'intention de demander la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire visant les actions de la Société conformément aux dispositions des articles L. 433-4 II du Code monétaire et financier et des articles 232-4 et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF dans l'hypothèse où le nombre d'actions non présentées à l'Offre par les actionnaires minoritaires de la Société ne représenterait 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 ; et
- les Initiateurs souhaitent maintenir l'admission des actions aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext à Paris après la clôture de l'Offre. Par conséquent, les Initiateurs n'ont pas l'intention de demander à Euronext Paris la radiation des actions de la cote.

En considération des éléments figurant ci-dessus, le Comité ad hoc confirme l'intérêt de l'Offre pour la Société.

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

Le Comité ad hoc constate que les Initiateurs n'ont pas l'intention de mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire visant les actions de la Société, ni de sortir la Société de la cote.

Le projet d'Offre vise à offrir une fenêtre de liquidité volontaire à court terme aux actionnaires de la Société, afin de doter la Société d'une structure actionnariale plus appropriée à long terme, avec un flottant réduit par rapport au flottant actuel. En particulier, l'analyse de la liquidité de l'action et de la volatilité du cours de la Société au cours des dernières années montre la rationalité d'une telle fenêtre de liquidité.

En l'absence de procédure de retrait obligatoire à l'issue de l'Offre, les actionnaires de la Société ont la faculté de choisir d'apporter leurs titres à l'Offre aux conditions de prix proposées, ou de demeurer actionnaires de la Société.

Cette offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers.

Le prix de l'Offre fixé à 12 euros par action fait ressortir des primes de :

- 36,2 % sur le cours moyen pondéré par les volumes à un mois précédant le 14 décembre 2023, date d'annonce de l'Offre ;
- 50,5 % sur le cours moyen pondéré par les volumes à trois mois précédant le 14 décembre 2023 ; et
- 28,6 % sur le cours moyen pondéré par les volumes à six mois précédant le 14 décembre 2023.

Le Comité ad hoc a pris connaissance des éléments d'appréciation du prix de l'Offre, établis par les établissements présentateurs.

Le Comité ad hoc relève, qu'aux termes du rapport établi par l'Expert Indépendant et de l'analyse suivie par l'Expert Indépendant, les conditions proposées dans le cadre de l'Offre sur les actions de la Société sont équitables d'un point de vue financier pour les actionnaires de la Société.

Le Comité ad hoc constate par conséquent que l'Offre présente une opportunité pour les actionnaires minoritaires de bénéficier d'une liquidité immédiate et intégrale dans des conditions de prix considérées comme équitables par l'Expert Indépendant, notamment au regard de l'absence de mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire.

➤ **S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour les salariés**

Le Comité ad hoc, après examen des motifs du projet d'Offre et de l'intention des Initiateurs, tels qu'ils apparaissent dans le Projet de Note d'Information, relève que l'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et du développement de la Société et que sa réussite n'aurait pas d'incidence particulière sur la politique salariale et de gestion des ressources humaines, ni sur les conditions de travail des salariés ou leur statut collectif ou individuel.

Le Comité ad hoc a pris acte que le Comité de Groupe a été informé et consulté dans le cadre des dispositions de l'article L. 2312-47 du code du travail et a émis un avis favorable sur l'Offre.

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

Au terme de sa mission et connaissance prise des travaux de l'Expert Indépendant et de l'ensemble des éléments ci-dessus les administrateurs indépendants du Comité ad hoc :

- **relèvent que les conditions financières de l'Offre sont équitables pour les actionnaires de la Société ;**
- **présentent au Conseil d'administration le projet d'avis motivé ;**
- **recommandent au Conseil d'administration de la Société de conclure que l'Offre est dans l'intérêt de la Société de ses actionnaires et de ses salariés et de recommander aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre.**

Avis du Conseil d'administration

Au regard des éléments qui précèdent, des discussions s'ensuivent.

Au vu des éléments soumis et notamment (i) des objectifs et intentions exprimés par les Initiateurs, (ii) des éléments de valorisation préparés par les établissements présentateurs, (iii) des conclusions du rapport de l'Expert Indépendant sur les conditions financières de l'Offre, et (iv) des conclusions et recommandations du Comité ad hoc, le Conseil d'administration de la Société, à l'unanimité des voix exprimées, étant précisé que Monsieur Michaël Fribourg, Monsieur Emmanuel Coquoin et Monsieur

Cette offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers.

Nicolas Urbain qui ne sont pas administrateurs indépendants ont souhaité s'abstenir en raison de leurs liens avec les Initiateurs :

- approuve le projet d'avis motivé tel que proposé par le Comité ad hoc ;
- considère que l'Offre, telle que décrite dans le Projet de Note d'Information, est conforme aux intérêts :
 - o de la Société, notamment dans la mesure où les Initiateurs n'entendent pas modifier l'activité, la stratégie et/ou la politique industrielle, commerciale et financière de la Société ;
 - o de ses actionnaires, puisque le prix proposé par les Initiateurs est considéré comme équitable par l'Expert Indépendant ; et
 - o de ses salariés, puisque l'Offre ne devrait pas avoir d'incidence particulière en matière d'emploi ;
- recommande en conséquence aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre ;
- décide de ne pas apporter à l'Offre les 824.460 actions auto-détenues par la Société, afin qu'elle puisse poursuivre les objectifs assignés aux rachats d'actions, notamment dans le cadre des plans d'actionnariat salarié ;
- approuve le projet de note en réponse de la Société ;
- autorise, en tant que de besoin, le Président Directeur Général à l'effet de :
 - (i) 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 ;
 - (ii) préparer, signer et déposer auprès de l'AMF toute la documentation requise dans le cadre de l'Offre ;
 - (iii) signer toutes attestations requises dans le cadre de l'Offre ; et
 - (iv) plus généralement, prendre toutes dispositions et toutes mesures nécessaires ou utiles à la réalisation de l'Offre.

3. INFORMATION DU COMITE DE GROUPE

La Société n'étant pas dotée d'un comité social et économique, il a été décidé, sous la responsabilité de la Société, de conduire la procédure d'information et de consultation sur l'Offre envisagée dans le cadre des dispositions de l'article L. 2312-47 du code du travail au niveau du comité de Groupe le « **Comité de Groupe** »).

Le comité de groupe a désigné SECAFI en qualité d'expert conformément aux articles L. 2312-42 et suivants du code du travail. Le rapport de SECAFI est reproduit dans son intégralité en Annexe 1 et fait partie intégrante du Projet de Note en Réponse, conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF et de l'article L. 2312-46 du code du travail.

Le Comité de Groupe a émis un avis suivant sur l'Offre le 12 janvier 2024 : « *Sur la base du rapport de notre expert Secafi désigné par le comité de Groupe Chargeurs ainsi que des échanges avec notre direction dont M. Fribourg, les élus représentants du personnel de l'ensemble du groupe Chargeurs rendent un avis favorable à l'OPA. Nous avons bien compris que cette opération devrait permettre à*

Cette offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers.

l'actionnaire actuel de référence de devenir majoritaire. Cet avis exprime notre attachement à l'indépendance du groupe, à son développement et celui de ses emplois. »

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

Les membres du Conseil d'administration ont indiqué ne pas avoir l'intention d'apporter à l'Offre les actions Chargeurs qu'ils détiennent directement ou indirectement.

5. INTENTION DE LA SOCIETE CONCERNANT LES ACTIONS AUTO-DETENUES

A la date du présent Projet de Note en Réponse, 824.460 actions sont auto-détenues par la Société.

Il est précisé que la Société a procédé à la suspension de l'exécution du contrat de liquidité confié à Rothschild & Banque à compter du 14 décembre 2023 et pendant toute la durée de l'Offre.

Le Conseil d'administration du 16 janvier 2024 a décidé que la Société n'apportera pas les 824.460 Actions auto-détenues par la Société à l'Offre (en ce compris toute extension ou réouverture de l'Offre, le cas échéant) afin qu'elle puisse poursuivre les objectifs assignés aux rachats d'actions, notamment dans le cadre des plans d'actionnariat salarié.

6. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

Lors de sa réunion du 14 décembre 2023, le Conseil d'administration de la Société a décidé, sur recommandation du Comité ad hoc, et conformément aux dispositions de l'article 261-1, I 1 du règlement général de l'AMF, de désigner le cabinet Didier Kling Expertise & Conseil, représenté par Messieurs Didier Kling et Teddy Guerineau, en qualité d'expert indépendant en charge d'émettre un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

Ce rapport, en date du 16 janvier 2024, est reproduit dans son intégralité en Annexe 2, et fait partie intégrante du présent Projet de Note en Réponse.

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

Néant.

8. ELEMENTS RELATIFS A LA SOCIETE SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

8.1. Structure du capital de la Société

A la date du Projet de Note en Réponse, le capital social de la Société s'élève à 3.977.970,24 euros et est composé de 24.862.314 actions, toutes entièrement libérées et de même catégorie.

A la date du Projet de Note en Réponse, à la connaissance de la Société, le capital et les droits de vote (théoriques) de la Société sont répartis comme suit :

Actionnaire	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote théoriques *	% de droits de vote théoriques*
Colombus Holding	6.590.304	26,51	7.741.804	29,53
Sycomore Asset Management	1.299.669	5,23	1.299.669	4,96
Candriam	508.300	2,04	508.300	1,94
Generali Investments Partners	497.900	2,00	497.900	1,90
Actions propres	824.460	3,32	824.460	3,14

Cette offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers.

Autres actionnaires	15.141.681	60,90	15.347.647	58,53
Total	24.862.314	100	26.219.780	100

* Conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de toutes les actions auxquelles sont rattachés des droits de vote, en ce compris les actions dépourvues de droits de vote.

8.2. Participations directes ou indirectes au sein du capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil ou d'une déclaration d'opération sur titres

La répartition du capital et des droits de vote de la Société est décrite à la section 8.1 (« Structure du capital de la Société ») du Projet de Note en Réponse.

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

- la société anonyme Sycomore Asset Management (14 avenue Hoche, 75008 Paris), agissant pour le compte de fonds dont elle assure la gestion, a déclaré, par courrier reçu par l'AMF le 13 octobre 2023, avoir franchi en baisse, le 13 octobre 2023, le seuil de 5% des droits de vote de la Société et détenir, pour le compte desdits fonds, 1.288.011 actions représentant autant de droits de vote, soit 5,18% du capital et 4,94% des droits de vote de la Société (déclaration n° 223C1628) ;
- Sycomore Asset Management, a déclaré, par courrier reçu par l'AMF le 6 novembre 2023, avoir franchi en hausse, le 3 novembre 2023, le seuil de 5% des droits de vote de la Société et détenir, pour le compte desdits fonds, 1.304.074 actions représentant autant de droits de vote, soit 5,25% du capital et 5,00% des droits de vote de la Société (déclaration 223C1784).
- Sycomore Asset Management, a déclaré, par courrier reçu par l'AMF le 24 novembre 2023, avoir franchi en baisse, le 21 novembre 2023, le seuil de 5% des droits de vote de la Société et détenir, pour le compte desdits fonds, 1.299.669 actions Chargeurs représentant autant de droits de vote, soit 5,23% du capital et 4,96% des droits de vote de la Société (déclaration n° 223C1913).

8.3. Restrictions statutaires aux transferts d'actions et à l'exercice du droit de vote

Conformément à l'article 6 des statuts de la Société :

« Outre le respect de l'obligation légale d'informer la Société de la détention de certaines fractions du capital et des droits de vote y attachés, toute personne physique ou morale – y compris tout intermédiaire inscrit comme détenteur de titres des personnes non domiciliées sur le territoire français – qui, agissant seule ou de concert, vient à détenir ou cesse de détenir, de quelque manière que ce soit directement ou indirectement, une fraction égale à 2 % du capital ou des droits de vote ou tout multiple de ce pourcentage, doit informer la Société, par lettre recommandée avec demande d'avis de réception adressée au siège social ou par tout moyen équivalent pour les actionnaires ou porteurs de titres résidents hors de France dans un délai de cinq jours de Bourse à compter du franchissement de l'un de ces seuils, du nombre d'actions et de droits de vote qu'elle détient mais aussi, du nombre d'actions ou de droits de votes assimilés aux actions ou aux droits de vote possédés par cette personne en vertu de l'article L. 233-9 du Code de commerce.

Cette personne doit, dans les mêmes conditions, informer la Société du nombre de titres qu'elle détient et qui donnent accès à terme au capital, ainsi que du nombre de droits de vote qui y sont attachés.

En cas de non-respect des stipulations ci-dessus, les actions excédant la fraction qui aurait dû être déclarée sont privées du droit de vote dans les assemblées d'actionnaires si, à l'occasion d'une assemblée, le défaut de déclaration a été constaté et si un ou plusieurs actionnaires détenant ensemble 2 % au moins du capital ou des droits de vote en font la demande lors de cette assemblée. Dans les mêmes conditions, les droits de vote qui n'ont pas été régulièrement déclarés ne peuvent être exercés.

Cette offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers.

La privation du droit de vote s'applique pour toute assemblée d'actionnaires se tenant jusqu'à l'expiration d'un délai de deux ans suivant la date de régularisation de la déclaration ».

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

Néant.

8.5. Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions et portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote de la Société

Néant.

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

Les statuts de la Société (article 19) prévoient l'attribution d'un droit de vote double pour toutes les actions pour lesquelles il est justifié d'une inscription nominative, depuis deux ans au moins, au nom du même actionnaire. En conséquence, conformément aux dispositions de l'article L.225-124 du Code de commerce, les actionnaires bénéficient de plein droit de ce droit de vote double au sein de Chargeurs.

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

Néant.

8.8. Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration ☐ ainsi qu'à la modification des statuts

8.8.1. Nomination et remplacement des membres du Conseil d'administration

Conformément à l'article 9 des statuts, la société est administrée par un Conseil d'administration composé de 3 membres au moins et de 18 au plus, nommés par l'assemblée générale ordinaire.

Conformément à l'article 10, I, la durée des fonctions des administrateurs est de trois ans, mais le conseil se renouvelle tous les ans ou tous les deux ans, en alternant, s'il y a lieu, suivant le nombre des membres en fonction, de façon à ce que le renouvellement soit aussi égal que possible et complet dans chaque période de trois ans. L'ordre de sortie est déterminé par le rang d'ancienneté et, le cas échéant, par le sort.

Les administrateurs à terme de mandat sont toujours rééligibles.

La limite d'âge pour les fonctions d'administrateur est fixée à 70 ans. Toutefois, en toutes circonstances, trois administrateurs peuvent rester en fonction jusqu'à 80 ans, étant entendu que si le nombre d'administrateurs est supérieur à 10, ce nombre de trois est porté au tiers des administrateurs en fonction arrondi à l'unité supérieure.

C'est à la date de l'assemblée générale ordinaire qu'il conviendra de se placer pour apprécier, compte tenu de la composition du conseil à l'issue de cette assemblée, si les limites susvisées sont respectées.

Conformément à l'article 10, II, en cas de vacance par décès ou par démission d'un ou plusieurs sièges d'administrateurs alors que le nombre des administrateurs restant en fonction n'est pas inférieur au minimum légal, le Conseil d'administration peut, entre deux assemblées générales, procéder à des nominations à titre provisoire.

Cette offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers.

Lorsque le nombre des administrateurs est devenu inférieur au minimum légal, les administrateurs restants doivent convoquer immédiatement l'assemblée générale ordinaire en vue de compléter l'effectif dudit conseil.

L'administrateur nommé en remplacement d'un autre dont le mandat n'est pas expiré, ne demeure en fonction que pendant le temps restant à courir sur le mandat de son prédécesseur.

8.8.2. Modification des statuts

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.

8.9. Pouvoirs du Conseil d'administration en particulier en matière d'émission ou de rachat d'actions

Le Conseil d'administration détermine les orientations de l'activité de la Société et veille à leur mise en œuvre. Les pouvoirs du Conseil d'administration sont décrits à l'article 13 des statuts de la Société.

Sous réserve des pouvoirs expressément attribués aux assemblées d'actionnaires et dans la limite de l'objet social, il se saisit de toute question intéressant la bonne marche de la société et règle par ses délibérations les affaires qui la concernent.

En dehors des pouvoirs généraux prévus par la loi et des pouvoirs spécifiques prévus par les statuts de la Société, le Conseil d'administration de la Société dispose des délégations suivantes en matière d'émission ou de rachat de titres :

Opérations/titres concernés	Durée de l'autorisation à compter de l'Assemblée et expiration	Plafond d'utilisation	Utilisation faite de la délégation	Modalités de fixation du prix d'émission des actions
Programme de rachat d'actions * (résolution n° 15 de l'AGM du 26 avril 2023)	18 mois 26 octobre 2024	30 euros par action, dans la limite d'un plafond de 2.491.913 actions sur la base du capital au 31 décembre 2022 ; la Société ne pouvant détenir plus de 10 % de son capital social	Utilisée	N/A
Émissions avec DPS Émission de toutes valeurs mobilières confondues et par incorporation de primes, réserves, bénéfices ou autres * (résolution n° 18 de l'AGM du 7 avril 2022)	26 mois 7 juin 2024	1,9 million d'euros (nominal) s'agissant des Titres de Capital (l'utilisation de cette délégation s'imputant sur le Plafond Global de 1,9 million d'euros fixé à la 27e résolution de l'AGM du 7 avril 2022 (ci-après le « Plafond Global ») et 300 millions d'euros s'agissant des Titres de Créances (ci-après le « Plafond Global des Titres de Créances »)	Non utilisée	Le Conseil d'administration est compétent pour arrêter les montants, caractéristiques, modalités et conditions de toute émission, et notamment le prix d'émission des titres à émettre.
Émissions sans DPS Émission par offre(s) au public, autres que celles visées à l'article L. 411-2, 1° du Code monétaire et financier, de toutes	26 mois 7 juin 2024	380.000 euros (nominal) (ci-après le « Sous-Plafond Global des Titres de Capital ») (l'utilisation de cette délégation s'imputant sur le Plafond Global) et	Non utilisée	(i) Le prix d'émission des actions nouvelles à émettre sera au moins égal au montant minimum prévu par la réglementation en vigueur au jour de la décision d'émission (soit, à ce jour, la moyenne pondérée des cours des trois

Cette offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers.

valeurs mobilières confondues * (résolution n° 19 de l'AGM du 7 avril 2022)		300 millions d'euros s'agissant des titres de créances (l'utilisation de cette délégation s'imputant sur le Plafond Global des Titres de Créances)		dernières séances de Bourse, sur le marché Euronext Paris, précédant la date de fixation de ce prix, éventuellement diminuée d'une décote maximale de 10 % conformément aux dispositions des articles L. 22-10-52 alinéa 1 et R. 22-10-32 du Code de commerce), après correction, s'il y a lieu, de ce montant pour tenir compte de la différence de date de jouissance. (ii) Le prix d'émission des valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société sera tel que la somme perçue immédiatement par la Société, majorée, le cas échéant, de celle susceptible d'être perçue ultérieurement par elle, soit, pour chaque action émise en conséquence de l'émission de ces valeurs mobilières, au moins égale au prix d'émission défini à l'alinéa précédent, après correction, s'il y a lieu, de ce montant pour tenir compte de la différence de date de jouissance. Le Conseil d'administration est compétent pour arrêter les montants, caractéristiques, modalités et conditions de toute émission, et notamment le prix d'émission des titres à émettre.
Émissions sans DPS Émission par offre au public visée à l'article L. 411-2, 1° du Code monétaire et financier (anciennement dénommée placement privé) * (résolution n° 20 de l'AGM du 7 avril 2022)	26 mois 7 juin 2024	380.000 euros (nominal) (l'utilisation de cette délégation s'imputant sur le Sous-Plafond Global des Titres de Capital) et 300 millions d'euros s'agissant des titres de créances (l'utilisation de cette délégation s'imputant sur le Plafond Global des Titres de Créances)	Non utilisée	(i) Le prix d'émission des actions nouvelles à émettre sera au moins égal au montant minimum prévu par la réglementation en vigueur au jour de la décision d'émission (soit, à ce jour, la moyenne pondérée des cours des trois dernières séances de Bourse, sur le marché Euronext Paris, précédant la date de fixation de ce prix, éventuellement diminuée d'une décote maximale de 10 % conformément aux dispositions des articles L. 22-10-52 alinéa 1 et R. 22-10-32 du Code de commerce), après correction, s'il y a lieu, de ce montant pour tenir compte de la différence de date de jouissance. (ii) Le prix d'émission des valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société sera tel que la somme perçue immédiatement par la Société, majorée, le cas échéant, de celle susceptible d'être perçue ultérieurement par elle, soit, pour chaque action émise en conséquence de l'émission de ces valeurs mobilières, au moins égale au prix d'émission défini à l'alinéa précédent, après correction, s'il y a lieu, de ce montant pour tenir

Cette offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers.

				compte de la différence de date de jouissance. Le Conseil d'administration est compétent pour arrêter les montants, caractéristiques, modalités et conditions de toute émission, et notamment le prix d'émission des titres à émettre.
Augmentation du nombre de titres en cas d'augmentation de capital avec ou sans DPS (pour les émissions décidées en application des 18e, 19e et 20e résolutions de l'AGM du 7 avril 2022) (résolution n° 21 de l'AGM du 7 avril 2022)	26 mois 7 juin 2024	Extension de 15 % maximum d'une augmentation de capital avec ou sans DPS (l'émission supplémentaire s'imputant sur le plafond de la résolution avec ou sans DPS concernée et sur le Sous-Plafond Global des Titres de Capital ou sur le Plafond Global des Titres de Créances et sur le Plafond Global)	Non utilisée	Le Conseil d'administration est autorisé, pour chacune des émissions décidées en application des 18e, 19e et 20e résolutions susvisées, à augmenter le nombre de titres à émettre, et ce au même prix que celui fixé pour l'émission initiale.
Fixation du prix d'émission dans la limite de 10 % du capital en cas d'augmentation de capital avec DPS (pour les émissions décidées en application des 19e et 20e résolutions de l'AGM du 7 avril 2022) (résolution n° 22 de l'AGM du 7 avril 2022)	26 mois 7 juin 2024		Non utilisée	Le Conseil d'administration est autorisé, pour chacune des émissions décidées en application des 19e et 20e résolutions susvisées, à fixer le prix d'émission dans la limite de 10 % du capital par période de 12 mois et dans le Sous-Plafond Global des Titres de Capital de 380.000 euros. Le prix d'émission est au moins égal (i) au prix moyen pondéré par le volume de l'action des 20 ou 10 dernières séances de Bourse, (ii) au prix moyen pondéré par le volume de l'action de la dernière séance de Bourse, dans tous les cas diminué d'une décote maximale légale de 5 %.
Émissions d'actions ordinaires et de valeurs mobilières en rémunération de titres apportés dans le cadre d'une OPE initiée par la Société * (résolution n° 23 de l'AGM du 7 avril 2022)	26 mois 7 juin 2024	380.000 euros (nominal) (l'utilisation de cette délégation s'imputant sur le Plafond Global des Titres de Capital) et 300 millions d'euros s'agissant des Titres de Créances (l'utilisation de cette délégation s'imputant sur le Sous-Plafond Global des Titres de Capital)	Non utilisée	Le Conseil d'administration est compétent pour arrêter les montants, caractéristiques, modalités et conditions d'émission des titres à émettre en rémunération des titres apportés à la Société, et notamment leur prix d'émission.
Émission de valeurs mobilières en rémunération d'apports en nature * (résolution n° 24 de l'AGM du 7 avril 2022)	26 mois 7 juin 2024	10 % du capital social à la date d'émission (l'utilisation de cette délégation s'imputant sur le Sous-Plafond Global des Titres de Capital) et 300 millions d'euros s'agissant des Titres de Créances (l'utilisation de cette délégation s'imputant sur le Plafond Global des Titres de Créances)	Non utilisée	Le Conseil d'administration est compétent pour arrêter les montants, caractéristiques, modalités et conditions d'émission des titres à émettre en rémunération des apports, et notamment leur prix d'émission.

Cette offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers.

Attribution gratuite d'actions au profit de bénéficiaires à déterminer parmi les membres du personnel salarié et les dirigeants sans DPS (résolution n° 25 de l'AGM du 7 avril 2022)	26 mois 7 juin 2024	1 % du capital social au jour de l'AGM du 7 avril 2022	Non utilisée	N/A
Augmentation de capital réservée aux salariés (résolution n° 26 de l'AGM du 7 avril 2022)	26 mois 7 juin 2024	200.000 euros (nominal) (l'utilisation s'imputant sur le Plafond Global de 1,9 million d'euros fixé à la 27e résolution de l'AGM du 7 avril 2022)	Non utilisée	Le Conseil d'administration est compétent pour arrêter le prix d'émission des actions nouvelles conformément aux dispositions de l'article L. 3332-19 du Code du travail. Le prix de souscription ne pourra être ni supérieur à une moyenne, déterminée conformément aux dispositions de l'article L. 3332-19 du Code du travail, de cours cotés de l'action de la Société aux 20 séances de Bourse précédant le jour de la décision fixant la date d'ouverture de la souscription, ni inférieur de plus de 30 % à cette moyenne, étant précisé que l'Assemblée Générale a autorisé expressément le Conseil d'administration, s'il le juge opportun, à réduire ou supprimer la décote, en considération, notamment, des dispositions légales, réglementaires et fiscales de droit étranger applicables le cas échéant.
Limitation globale du montant des augmentations du capital de la Société susceptibles d'être effectuées en vertu des 18e à 24e résolutions et de la 26e résolution (résolution n° 27 de l'AGM du 7 avril 2022)	N/A	Le montant nominal total des augmentations du capital susceptibles d'être réalisées aux termes des 18e, 24e résolutions et de la 26e résolution ne peut excéder un Plafond Global de 1,9 million d'euros	Non utilisée	N/A
Annulation des actions auto-détenues (résolution n° 17 de l'AGM du 7 avril 2022)	26 mois 7 juin 2024	10 % des actions composant le capital par période de 24 mois	Non utilisée	N/A

* Non utilisable en période d'offre publique.

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

Néant, étant précisé que l'Offre examinée dans le cadre du présent Projet de Note en Réponse n'est pas susceptible d'être considérée comme un changement de contrôle de la Société au regard des accords conclus par la Société ou des accords en vigueur à la date du présent Projet de Note en Réponse.

8.11. Accords prévoyant des indemnités pour le Directeur Général les membres du Conseil d'administration les dirigeants ou les salariés de la Société en cas de démission de

Cette offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers.

licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur mandat prend fin en raison d'une offre publique

Indemnité pour le Président-Directeur Général :

En cas de révocation ou de non-renouvellement, pour quelque cause que ce soit (y compris en cas de changement de contrôle), à l'exception d'une révocation ou d'un non-renouvellement pour faute grave ou lourde (au sens de la jurisprudence sociale) ou d'une démission, du mandat de Président-Directeur Général exercé par Monsieur Michaël Fribourg au sein de la Société, Monsieur Michaël Fribourg percevra une indemnité compensatrice égale à la rémunération brute globale perçue au cours du dernier exercice social révolu.

La rémunération brute globale s'entend de la somme du salaire fixe – en ce compris les rémunérations perçues au titre des mandats exercés dans les sociétés du Groupe et de l'ensemble des rémunérations variables perçues au cours du dernier exercice social révolu.

Le critère de performance conditionnant le versement de cette indemnité est l'atteinte au cours du dernier exercice révolu du seuil de résultat opérationnel courant consolidé déclenchant le versement de la part quantitative variable de Monsieur Michaël Fribourg.

Il est néanmoins précisé que l'Offre étant présentée par des sociétés contrôlées au plus haut niveau par Monsieur Michaël Fribourg, en cas de suite positive de celle-ci, la direction de la Société continuera à être assurée par Monsieur Michaël Fribourg en qualité de Président-Directeur Général.

Autres accords : Néant.

8.12. Mesures susceptibles de faire échouer l'offre que la Société a mis en œuvre ou décidé 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.

9. INFORMATIONS COMPLEMENTAIRES CONCERNANT LA SOCIETE

Le document « Autres Informations » relatif aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société, lequel est requis au titre de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, sera déposé auprès de l'AMF et mis à la disposition du public, sans frais, au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. Des exemplaires de ce document seront disponibles sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (www.chargeurs.com) et pourront être obtenus sans frais au siège social de la Société, 7 rue Kepler – 75116 Paris.

10. AUTRES INFORMATIONS CONJONCTURELLES SUR LA SOCIETE

La Société publiera le 15 février 2024 ses comptes annuels audités au titre de l'exercice 2023. Compte-tenu du calendrier d'établissement de la présente note, et en soutien des travaux menés à la fois par l'expert indépendant (Didier Kling Expertise & Conseil) désigné par le comité ad hoc formé au sein du Conseil d'administration et par l'expert (Secafi) désigné par le comité de Groupe, la direction financière de la société a établi fin 2023, en lien avec chaque division, une vision estimative de son atterrissage 2023, vision estimative réitérée début 2024 et qui demeure soumise, au-delà de son caractère estimatif, aux travaux de revue des commissaires aux comptes de la Société. Il ressort de l'atterrissage estimatif en question :

- un chiffre d'affaires annuel consolidé supérieur à 650 M€ pour 2023 dont 270 M€ pour Advanced Materials et 190 M€ pour Chargeurs PCC ;
- un résultat opérationnel des activités (ROPA) compris entre 24 et 26 M€.

Cette offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers.

L'évolution du chiffre d'affaires estimé au quatrième trimestre 2023, chiffre d'affaires qui s'établit, sous réserve d'ajustements marginaux encore possibles, à au moins 155 M€, traduit, comparativement au T4 2022 :

- une progression organique du chiffre d'affaires du Groupe de 7,5 %, qui renoue pour la première fois avec la croissance organique après 6 trimestres consécutifs défavorables ;
- un bien moindre recul organique qu'aux trimestres précédents du chiffre d'affaires de Chargeurs Advanced Materials (- 4,3 % au T4 2023 vs -13,9 % au T3 2023), avec des volumes vendus au T4 2023 supérieurs à ceux du T4 2022 et ce malgré un prix du polyéthylène, transféré aux clients et qui se reflète dans le chiffre d'affaires, en baisse significative sur la période ; pour la première fois depuis 18 mois, les volumes vendus par CAM ont été supérieurs à ceux de la même période l'année précédente ;
- une progression organique de 14 % du chiffre d'affaires de PCC Fashion Technologies ;
- une progression organique de près de 10 % du chiffre d'affaires de Luxury Fibers ;
- une progression organique de près de 10 % également du chiffre d'affaires de Museum Studio.

Le résultat opérationnel des activités estimatif pour l'ensemble de l'exercice 2023, qui est en cohérence avec la fourchette du consensus des analystes qui suivent l'entreprise, reflète principalement un S1 2023 défavorable et tient compte pour le second semestre 2023 :

- de l'environnement d'activité encore volatile du second semestre ;
- de la reprise progressive d'activité chez Advanced Materials, qui se poursuit graduellement, avec des volumes vendus au T4 2023 (+4 %) plus favorables que ceux du T4 2022 ;
- des différentes phases de mise en œuvre des projets sur Museum Studio, qui devraient être plus favorables en 2024 ;
- enfin, de la dévaluation intervenue en Argentine en décembre 2023, et qui a négativement impacté le chiffre d'affaires et le ROPA de la branche Fashion Technologies.

Au vu des signaux positifs observés chez Chargeurs Advanced Materials au T3 puis au T4 2023 et des besoins structurels de ses marchés, le Groupe, réaffirme donc son scénario de redressement progressif de CAM, leader mondial des films de process, et s'attend à ce qu'en 2024 les clients de ce métiers, fortement pénalisé en 2022 puis 2023, aient besoin de reconstituer des stocks à un niveau plus normatif, même si le Groupe souligne que ce scénario comporte des facteurs d'incertitude conjoncturelle qu'il est encore trop tôt, début 2024, pour les quantifier dans leur portée.

11. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DU PROJET DE NOTE EN REPONSE

« A ma connaissance, les données du présent Projet de Note en Réponse sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

Chargeurs

Représentée par Monsieur Michaël Fribourg, en qualité de Président Directeur Général.

Cette offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers.

ANNEXES

Cette offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers.

Annexe 1 : rapport de l'expert du Comité de Groupe



SECAFI
GROUPE ALPHA

Secafi SAS

SAS au capital de 3.785.440 €

*Société d'expertise comptable inscrite
au tableau de l'Ordre de la région
Hauts-de-France*

*Organisme certifié « Expertises Santé au
Travail auprès des CSE », habilité IPRP et
membre de la FIRPS*

Bureau :

28 place de la Gare • 59042 Lille cedex
Tél. 03 20 14 64 64

Siège social :

20/24 rue Martin Bernard
75013 Paris • Tél. 01 53 62 70 00
312 938 483 RCS Paris
Numéro d'identification
intracommunautaire
FR 88 312 938 483

Une société du Groupe Alpha

BORDEAUX • LILLE • LYON
MARSEILLE • METZ
MONTPELLIER • NANTES
NOUMÉA • ORLÉANS
PARIS • ROUEN
SAINT-DENIS DE LA RÉUNION
TOULOUSE

Groupe Chargeurs

Présentation de l'opération OPA lancée
le 14 décembre 2023

Comité de groupe

12 janvier 2024

VOS CONTACTS

Gérald Thiebaut
Matthieu Le Blastier

SOMMAIRE



Rappel de la situation de Chargeurs à fin 2022 - Estimé à date pour 2023	page 4
Analyse des tenants et aboutissants de l'Offre Publique d'Achat	page 13
Perspectives conjoncturelles & prévisions de résultats des métiers de Chargeurs (selon les plans d'affaires à date) - Conclusion	page 26
Annexes	page 33

Préambule

- Le présent rapport rend compte de la mission que nous a confiée le Comité de groupe suite à l'annonce Colombus Holding et Colombus Holding 2, de déposer, de concert, une offre publique d'achat volontaire sur les actions de Chargeurs, conformément aux articles aux articles L.2312-42 et L.2312-43 du Code du travail.
- Notre intervention ne constitue ni un audit ni un examen limité. Elle sera effectuée selon la norme professionnelle du Conseil supérieur de l'Ordre des experts-comptables, applicable à ces missions.
- Pour exécuter nos travaux, nous avons notamment utilisé vos documents de référence, la note d'information déposée à l'AMF, des études de broker, les réponses à nos demandes d'informations, ainsi qu'une documentation complémentaire relative à vos secteurs d'activité.
- Le calendrier a été relativement contraint, avec une réception de premiers éléments le 23 décembre 2023 et les dernière précisions apportées le 10 janvier 2024.
- Nous avons complété notre analyse documentaire par des échanges et entretiens avec les membres de la Direction Générale que nous remercions de leur disponibilité.
- Notre rapport comprend la présente note de synthèse, qui fait ressortir les principales conclusions de notre diagnostic ; elle s'appuie sur des analyses plus détaillées que nous avons menées sur la base des informations transmises.
- Outre les signataires du présent rapport, a également participé à la réalisation de cette mission, Monsieur Arnaud PORNIN.
- Nous vous remercions de votre confiance et nous nous tenons à votre disposition pour vous apporter toutes explications complémentaires ou pour approfondir avec vous les réflexions que vous estimeriez nécessaires à l'appréciation de la situation de l'entreprise.

Lille, le 11 janvier 2024

G. THIEBAUT

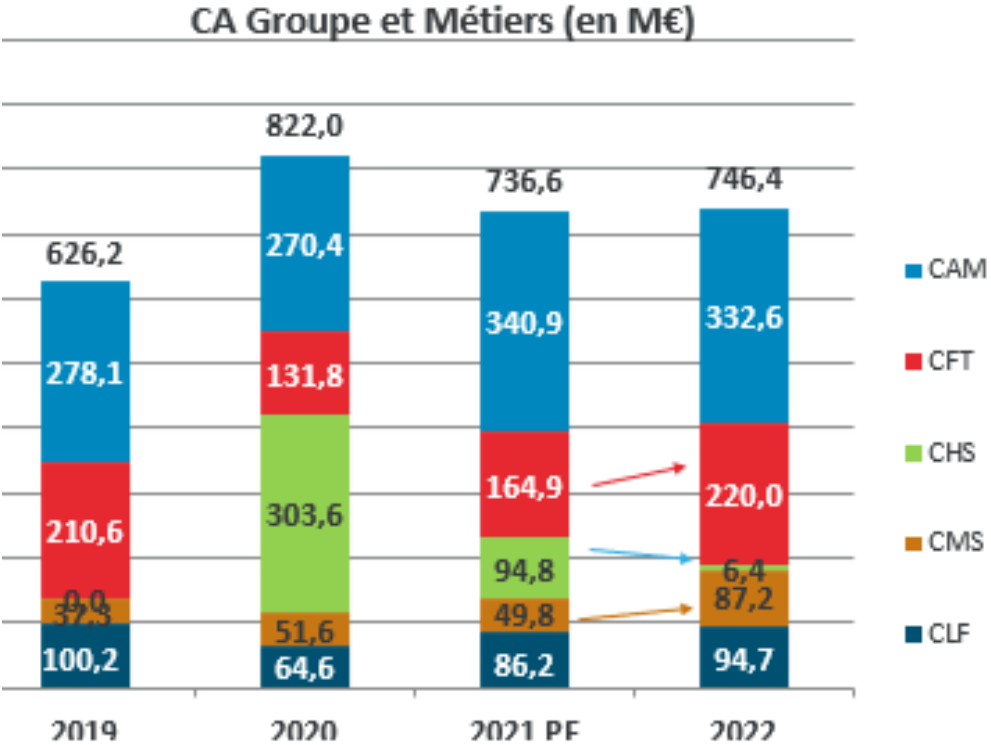
M. LE BLASTIER

J-C. MARTIN

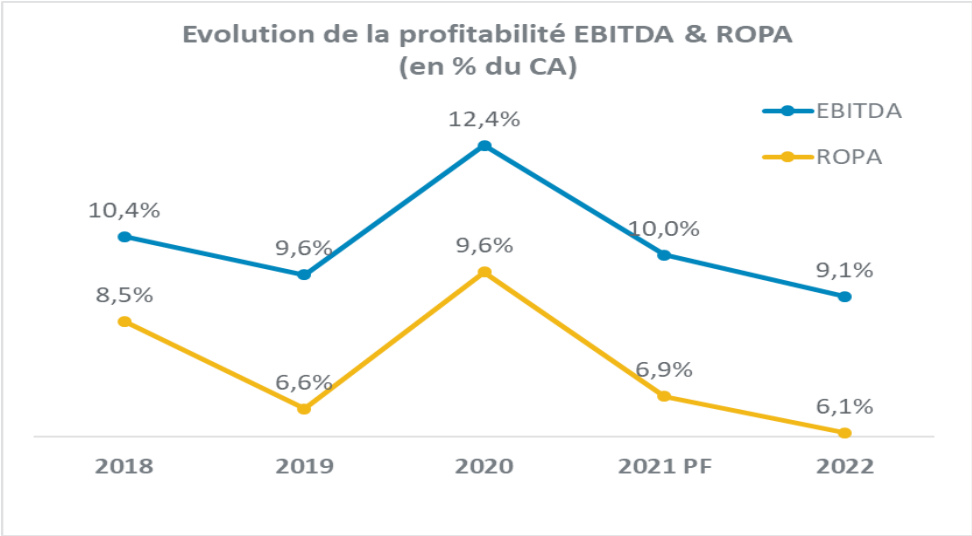


Rappel de la situation de Chargeurs à fin 2022 - Estimé à date pour 2023

À la sortie de 2022, le modèle économique de Chargeurs ressort avec un Ebitda voisin de celui de la période 2018/19. Forte influence des résultats liés au repli des résultats de CAM et une décorrélation sectorielle et géographique encore insuffisante



CA (M€)	2019	2021	2022
Asie	202,2	186,8	210,7
Amériques	149,9	181,8	213,6
Europe	274,1	368	322,1
Total	626,2	736,6	746,4



Evolution des contributions					Var 2022 / 2019	
En M€	2019	en %	2022	en %	Diff.	en %
CA	626,2	100%	746,4	100%	120	19%
Pôle Technologies	488,7	78%	559,0	75%	70	14%
Pôle Luxe	137,5	22%	187,4	25%	50	36%
Ebitda	60	100%	67,9	100%	7,9	13%
Pôle Technologies	57,2	95%	61,4	90%	4,2	7%
Pôle Luxe	7,4	12%	11,1	16%	3,7	50%
Holding	-4,6	-8%	-4,6	-7%	0,0	0%
Profitabilité %						
Pôle Technologies	11,7%		11,0%			
Pôle Luxe	5,4%		5,9%			

Décomposition des contributions à l'Ebitda

en M€	Moy 18/19	en %	2020	2021	en %	2022	en %
CAM	36,2	60	27,8	36,7	50	32	47
PCC-FT	21	35	11,1	10,7	14	24,2	36
CHS	-		65,4	22,6	31	5,2	8
CMS	3,4	6	4,9	8,7	12	8,3	12
CLF	2,8	5	-2,2	1,2	2	2,2	3
CPG			4,9		0	0,6	1
Holding	-3,4	-6	-4,6	-6,1	-8	-4,6	-7
CHARGEURS	60	100	107,3	73,8	100	67,9	100
Hors CHS	60		41,9	51,2		62,7	

La recherche de montée en valeur des métiers historiques ainsi qu'au travers des acquisitions (CMS) est limitée du fait notamment des conjonctures rencontrées chez CAM et CFT – Les impacts des crises (énergétiques, conflits) ont réellement commencé à peser sur les performances de CAM dès S2 2022

En M€	2018	2019	2020	2021	2022	Diff.	Var. %
Chiffre d'affaires	573,3	626,2	822,0	736,6	746,4	9,8	1,3%
Marge brute	154,3	167,0	219,0	186,3	195,0	8,7	4,7%
<i>En % du CA</i>	<i>26,9%</i>	<i>26,7%</i>	<i>26,6%</i>	<i>25,3%</i>	<i>26,1%</i>	<i>0,8%</i>	<i>3,3%</i>
Frais distribution (1)	61,6	75,1	74,2	78,6	85,5	6,9	8,8%
Frais administratifs (1)	39,8	46,4	60,7	51,5	59,9	8,4	16,3%
EBITDA	59,8	60,0	102,4	73,8	67,9	-5,9	-8,0%
<i>En % du CA</i>	<i>10,4%</i>	<i>9,6%</i>	<i>12,5%</i>	<i>10,0%</i>	<i>9,1%</i>	<i>-0,9%</i>	<i>-9,2%</i>
<i>Dt Amort+ locations (1)</i>	<i>-10,8</i>	<i>-18,6</i>	<i>-23,1</i>	<i>-23,1</i>	<i>-22,5</i>	<i>0,6</i>	<i>-2,6%</i>
Résul. Opé. Activités	49,0	41,4	79,3	50,7	45,4	-5,3	-10,5%
<i>En % du CA</i>	<i>8,5%</i>	<i>6,6%</i>	<i>9,6%</i>	<i>6,9%</i>	<i>6,1%</i>	<i>-0,8%</i>	<i>-11,6%</i>
<i>Amort. actifs incorporels</i>	<i>-0,9</i>	<i>-2,5</i>	<i>-5,3</i>	<i>-5,5</i>	<i>-6,5</i>	<i>-1,0</i>	<i>18,2%</i>
Non récurrent	-5,9	-7,0	-18,2	-4,0	-0,4	3,6	-90,0%
Frais financ. Nets	-10,7	-11,5	-9,5	-10,6	-19,1	-8,5	80,2%
Impôts	-5,1	-4,9	-4,3	-0,5	2,5	3,0	ns
Mises équiv minorit.	0,1	-0,4	-1,7	0,7	0,0	-0,7	ns
Résultat net	26,6	15,1	40,3	30,8	21,9	-8,9	-28,9%

Evolution et décomposition du résultat net

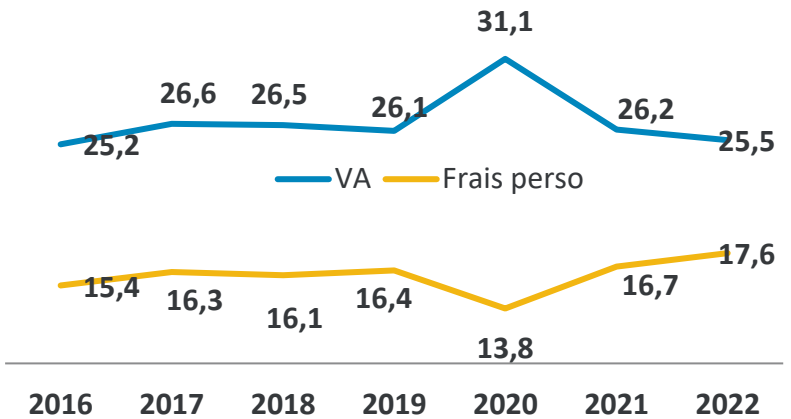
En M€	2018	2019	2020	2021 PF	2022
Groupe	26,6	15,1	40,3	30,8	21,9
CPF	20,5	14,2	15,5	16,1	13,3
PCC-FT	8,4	5,6	-6,4	-0,1	5,6
CHS			43,8	12,4	2,8
CMS	2,0	0,6	-6,7	1,4	1,0
CLM	1,8	0,9	-4,5	0,3	0,7
Personal Goods					7,3
Holding	-6,1	-6,3	-1,5	0,6	-8,8
Autres					
Total Groupe	26,6	15,0	40,2	30,7	21,9

> Sur la période 2022/18, hormis l'année exceptionnelle de 2020, la part de la richesse créée (VA) oscille entre 25 % et 26,5 % du CA en dépit des acquisitions :

- Renforcement de CMS ;
- Fléchissement des résultats de CAM ;
- Redressement de PCC/FT.

> La part des frais de personnel gagne 1 point fin 2022 : effet de seuils pour les acquisitions et impact des parités monétaires.

Evolution comparée taux VA et taux Frais Personnel (en % du CA)



Evolution des effectifs par métier

au 31/12	2019	2020	2021	2022	Diff	Var
Advanced Materials (CAM)	724	721	752	736	-16	-2%
PCC Fashion Technologies (CFT)	1 126	1 078	1 058	1 079	21	2%
Museum Studio (CMS)	189	375	371	330	-41	-11%
Luxury Fibers (CLF)	32	27	25	28	3	12%
Healthcare Solutions (CHS)	0	0	11	10	-1	-9%
Siège	24	27	31	36	5	16%
Personal Goods	0	0	0	110	110	ns
Total	2 095	2 228	2 248	2 329	81	4%

Jusqu'en 2020, les coûts de transformation et d'acquisition, que nous jugeons élevés, restaient plutôt compatibles avec les résultats réalisés – Sur 2022, les effets de la crise connus chez CAM ont pénalisé les résultats du groupe

GROUPE - Plan de financement

En M€	2019	2020	2021	2022
EBITDA	60,0	102,4	73,8	67,9
Non récurrent	-7,0	-13,0	-10,4	-10,4
Frais financiers	-10,8	-12,1	-14,0	-15,8
Impôts	-3,3	-6,4	-6,1	-4,0
Autres	-0,2	-0,5	-0,3	-4,8
Marge Brute Autofinct	38,7	70,4	43,0	32,9
Variation du BFR	-13,3	2,6	21,9	-40,5
Cash-flow opérationnel	25,5	73,0	64,9	-7,4
Investissements nets	-25,3	-10,0	-12,5	-10,5
Dividendes versés	-8,6	-5,9	-17,7	-17,9
Acquisitions nettes	-9,6	-52,9	-21,7	-7,9
Autres (1)	-12,2	-8,5	-3,6	-21,6
+ - Variation Dette nette	-30,2	-4,3	9,4	-65,3

Coûts dits "Non Récurrents"

en M€	2019	2020	2021	2022
Acquis/Dév- Restruct(1)	-6,7	-10,9	-4,4	-9,0
dt Acquis/dév	-5,8	-4,0	-2,6	-1,5
dt Restruc	-0,9	-6,9	-2,5	-7,5
dt Autres	-0,3	-2,1	1,1	8,6
Total non récurrent	-7,0	-13,0	-10,4	-10,4

(1) Frais acquisition/dév & restructuration. Hors Autres

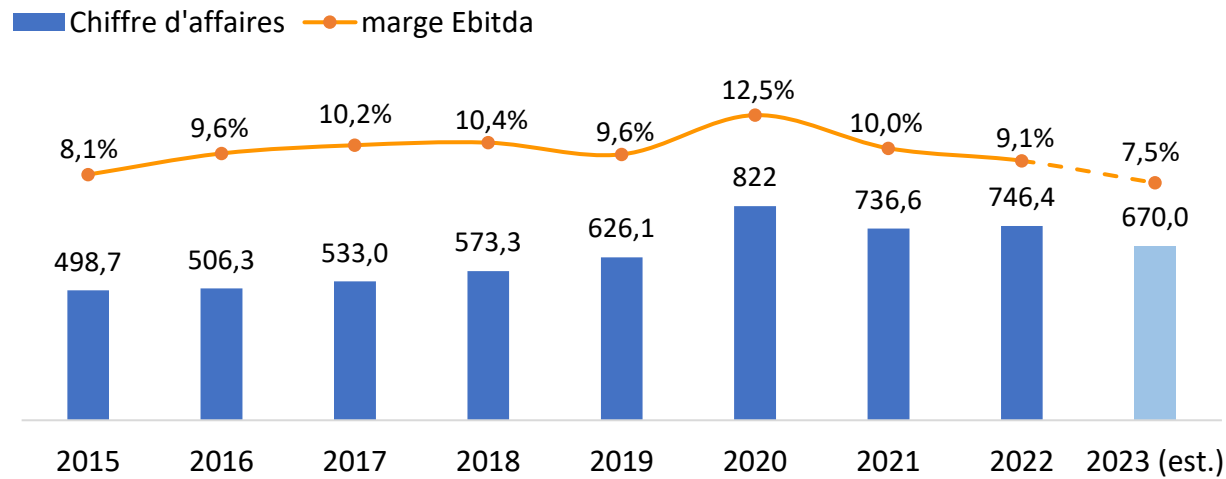
Coûts Conseils & Honoraires

en M€	2019	2020	2021	2022
Total	8,3	8,0	8,4	7,5

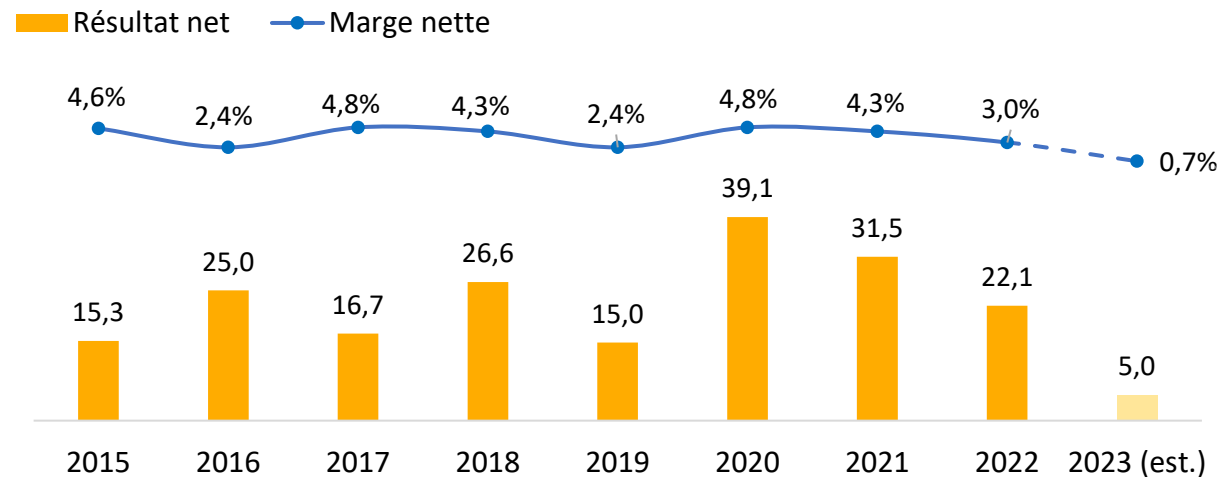
- > Jusqu'en 2020, les coûts d'évolution recherchés du modèle Chargeurs (modernisation et transformation des métiers historiques ainsi que de croissance externe) étaient globalement compatibles avec le cash réalisé (bonne conjoncture, économies réalisées et coup industriel sur les Masques en 2020).
- > Même si les analystes et nous-mêmes trouvons que le coût de la « transformation recherchée » est élevé. Ils représentent entre 7 M€ à 9 M€ de coûts non récurrents par an.
- > Dans le cadre du fonctionnement de l'activité, le groupe dépense 8 M€ de coûts de conseils & honoraires par an. Ils correspondent pour l'essentiel aux frais opérationnels externalisés et aux frais liés à des obligations réglementaires et sociales (CAC, frais opérationnels externalisés, frais liés à la cotation, communication financière, autres frais légaux, ...).
- > Enfin, les métiers dits historiques sont consommateurs de capitaux (BFR) et les acquisitions se sont faites pour partie par l'endettement.
- > Enfin, après avoir pesé de manière raisonnable, les frais financiers remontent nettement à 15 M€.
- > Dans ce contexte, CHARGEURS affichait fin 2022, un modèle en moindre capacité à dégager du cash (Ebitda) surtout au sein du métier de CAM.

Une baisse du chiffre d'affaires attendue pour 2023. La rentabilité devrait se dégrader ; le bénéfice devrait être positif

Evolution du chiffre d'affaires (M€) et de la marge Ebitda



Evolution du résultat net (M€) et de la marge nette

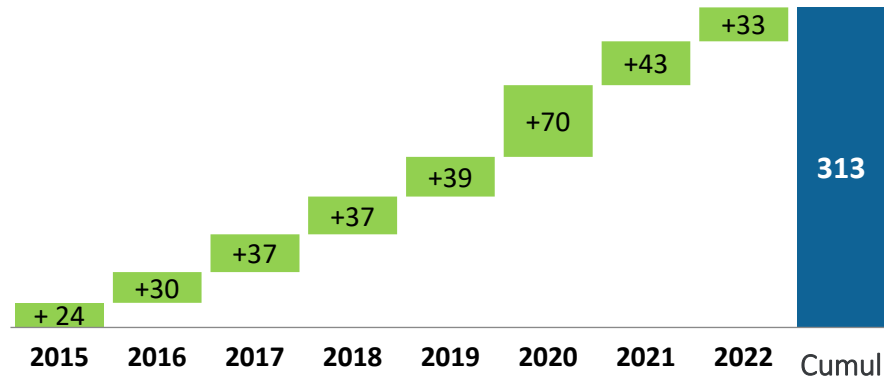


- > Depuis 2015, le point haut en termes de chiffre d'affaires et de rentabilité a été atteint en 2020, année marquée par la création de Chargeurs Healthcare Solutions (CHS). En 2020 et 2021, le chiffre d'affaires s'est stabilisé entre 730 et 750 M€ et la rentabilité a reculé.
- > Le chiffre d'affaires devrait s'établir entre 660 et 680 M€ en 2023, soit un recul proche de 10 % par rapport à 2022, pénalisé notamment par la baisse d'activité de CAM (recul des volumes industriels des clients face aux chocs énergétique et inflationniste dans un contexte de déstockage de la filière). Pour mémoire, CAM avait enregistré un exercice 2022 très contrasté, avec une forte demande au 1^{er} semestre et une chute de l'activité au 2^d. Le niveau des stocks reste actuellement au-delà du normatif.
- > L'Ebitda serait proche de 50 M€ en 2023 et la marge atteindrait un point bas à 7,5 %. L'Ebitda moyen dès 8 dernières années ressort à 63 M€ (hors ex CHS).
- > Dans la même trajectoire, le résultat net s'est dégradé progressivement depuis 2020. En 2023, le groupe devrait être proche du point d'équilibre et enregistrerait le résultat net le plus faible de la période 2015 – 2023.
- > Depuis 2022, le groupe a limité les acquisitions (voire stoppées en 2023), ciblé les efforts d'investissements et adapté les organisations (via chômage partiel, modulation, réduction intérimaires).
- > Un rebond est attendu pour 2024 avec une croissance prévue pour les musées, l'entoilage et les films (reprise des commandes observée sur derniers mois). L'Ebitda attendu est estimé à près de 70 M€.

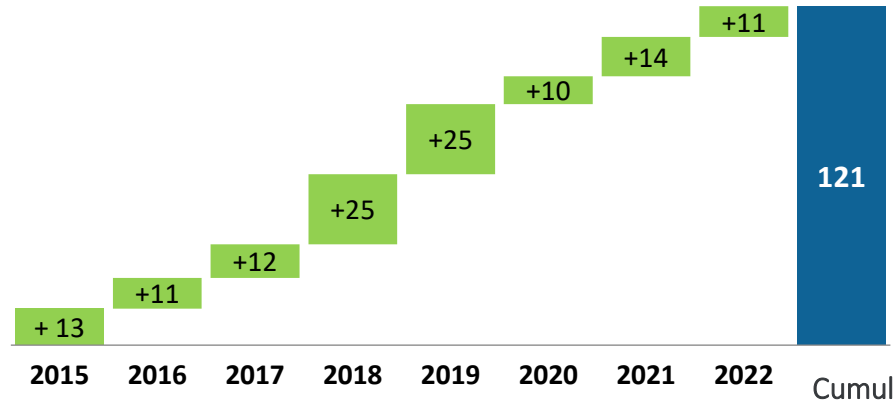
Les chiffres pour 2023 et 2024 sont des estimations, basées sur nos échanges avec la direction et les notes d'analystes.

En cumulé depuis 2015, la marge brute d'autofinancement générée a permis de couvrir des capex de modernisation et de capacité, de verser des dividendes et de couvrir près de la moitié des coûts des acquisitions. En 2022, les effets de la crise ont pesé sur la MBA et le cash généré au sein de CAM ce qui s'est traduit par un recours plus important à l'endettement pour le Groupe

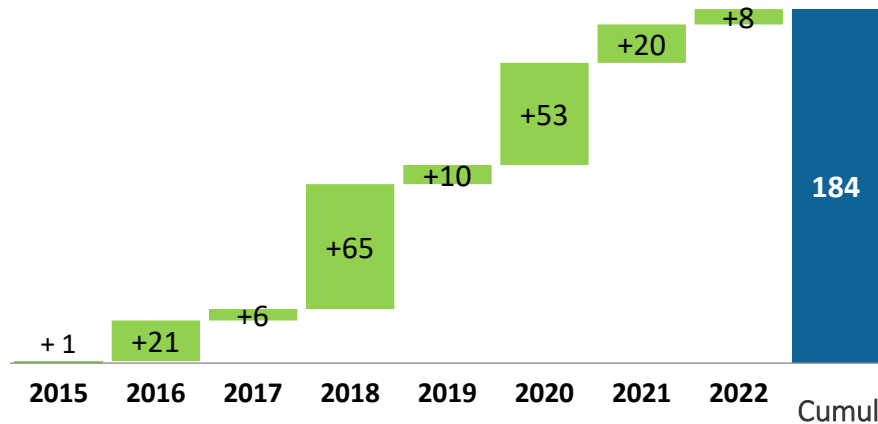
Marge Brute Autofinancement générée depuis 2015 (en M€)



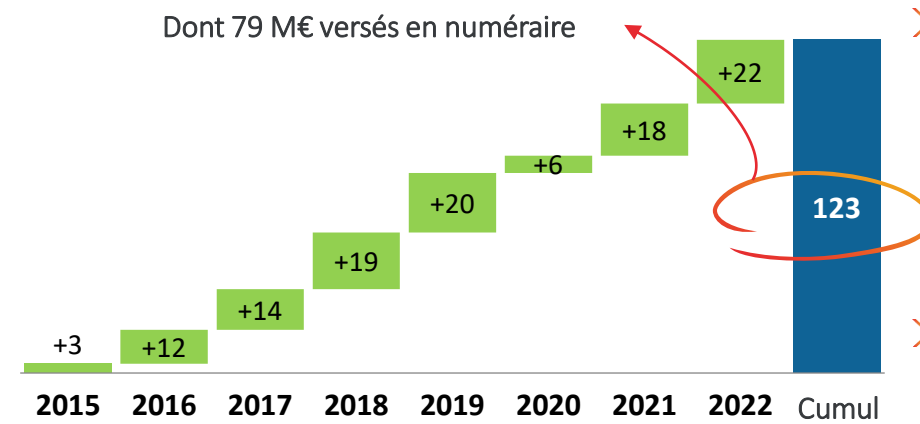
CAPEX depuis 2015 (en M€)



Cash alloué aux acquisitions depuis 2015 (en M€)



Dividendes versés et rachats d'actions depuis 2015 (en M€) *



> Sur la période 2015 et 2022, la marge brute d'autofinancement cumulée s'élève à 313 M€. Elle a notamment permis de financer :

- Pour 121 M€ d'investissements : au sein du pôle Technologies (période 2018/19 chez CAM avec Sessa), outils pour les Masques 2020 et à un niveau limité depuis 2020 chez FT et CAM. Depuis 2 ans, des investissements en SI (licence ERP) via la holding et au sein de CAM (Odoo).
- Pour 184 M€ liés aux 15 acquisitions : pour l'essentiel constitution de CMS et CPG depuis 2020 (D&P en 2020) et les plus récentes. Au sein du pôle Technologies (2016 Main Tape et 2018 PCC).

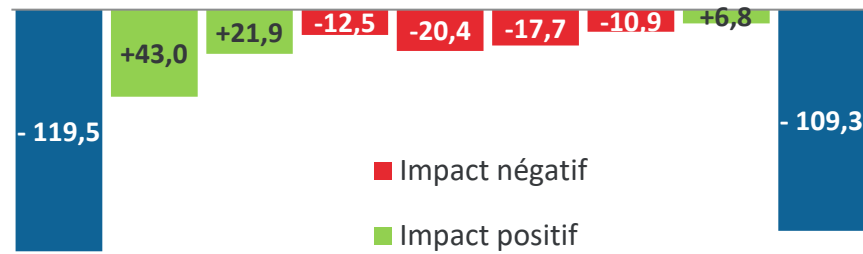
> La marge brute d'autofinancement a permis de couvrir les investissements et une partie des acquisitions. Sur la période les dividendes & rachats d'actions portent sur 123 M€ dont 79 M€ en numéraire – dont 38,3 M€ versés à Columbus Holding).

> Les besoins de financement ont augmenté fin 2022 et sur 2023 en raison de la baisse de profitabilité et d'une hausse du BFR. Ce besoin de financement a été couvert notamment par une hausse de la dette.

* Dans le cadre de sa politique de distribution de dividendes, le groupe propose aux actionnaires le choix entre un paiement en numéraire ou la possibilité de les réinvestir sous forme d'actions.

Un contexte opérationnel et financier plus contraignant depuis les crises survenues en 2022. L'endettement net a augmenté de 95 M€ entre 2021 et 2023

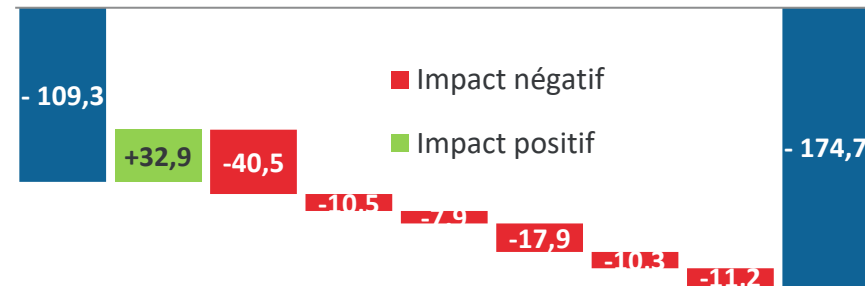
Evolution dette nette - 2020 / 2021



Dette nette 2020 MBA Var. BFR Invest Acquisitions Dividendes Locations - IFRS 16 Autres Dette nette 2021

- Sur l'année 2021, forte génération de MBA et réduction du BFR liées à la forte reprise post-covid (CAM- bonne gestion de stocks)
- Une année d'investissement, d'acquisitions et de versement de dividendes

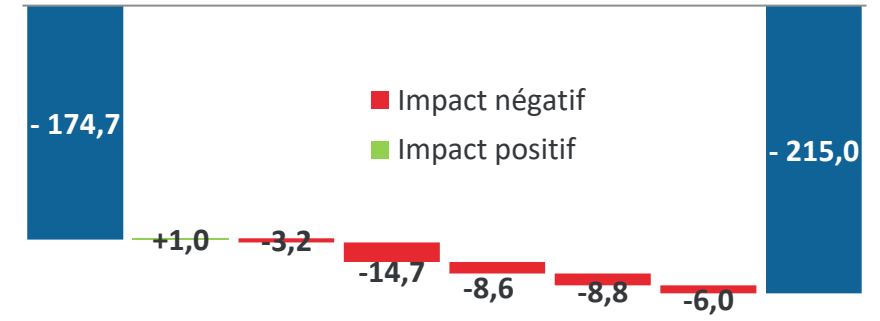
Evolution dette nette - 2021 / 2022 (M€)



Dette nette 2021 MBA Var. BFR Invest Acquisitions Dividendes Locations - IFRS 16 Autres Dette nette 2022

- Une Inflation généralisée des intrants et de l'énergie
- Hausse des taux d'intérêt : augmentation des frais financiers
- Fort ralentissement du secteur de la construction (1er marché final de CAM) - Hausse du BFR chez CAM
- Investissements plus ciblés , moindre acquisition

Evolution dette nette - 2022 / 2023 (M€)



Dette nette 2022 MBA Var. BFR Invest Acquisitions Dividendes Autres Dette nette 2023

- Données estimées pour l'atterrissage de 2023
- Poursuite de la hausse des taux d'intérêt et du ralentissement du secteur de la construction impactant CAM

- **Après une année record en 2020**, la génération de cash opérationnel se situe également à un niveau élevé en 2021, à 65 M€. Elle permet de couvrir les investissements (y.c. acquisitions), les dividendes et de réduire l'endettement net de 10 M€.
- **La croissance de l'endettement net en 2022 est notable**, avec une progression de 65 M€. Cette hausse s'explique principalement par le recul de la marge brute d'autofinancement (MBA), principalement chez CAM, ainsi que par la détérioration du Besoin en Fonds de Roulement (BFR) en raison de l'augmentation des stocks, en particulier chez CAM.
- Dans ce contexte, les dépenses d'investissement ont ralenti ainsi que les acquisitions. Les dividendes sont restés stables (au regard du bénéfice réalisé lors de l'exercice précédent).
- **En 2023**, la MBA devrait être particulièrement limitée (notamment chez CAM) mais l'impact du BFR est bien moindre qu'en 2022. Les investissements sont toutefois en hausse suite à un gel de certains fin 2022 (effet décalage) et le lancement de certains investissements chez CAM pour « être prêt » pour la reprise de l'activité. La hausse de l'endettement net ressortira à 30 M€ en 2023.

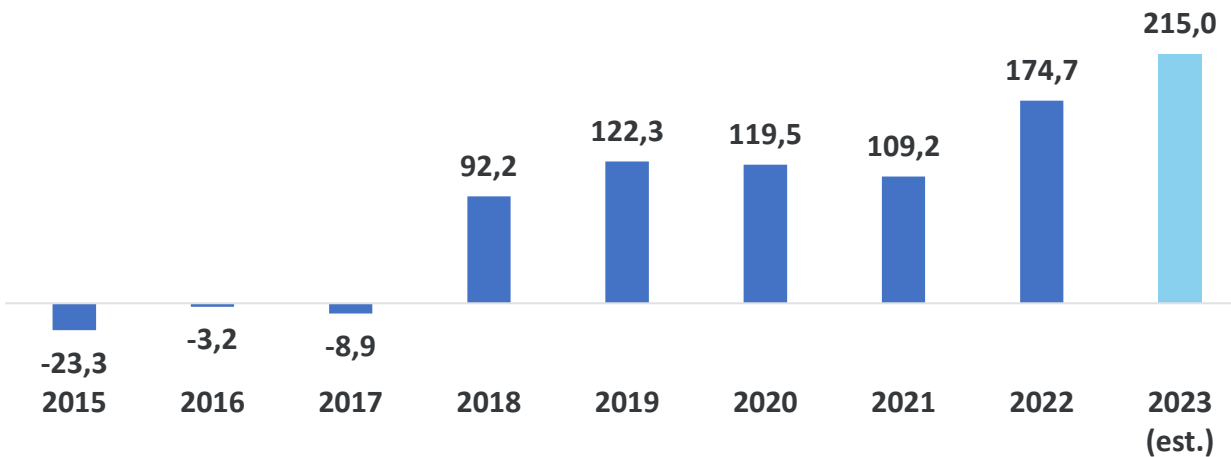


Remarque

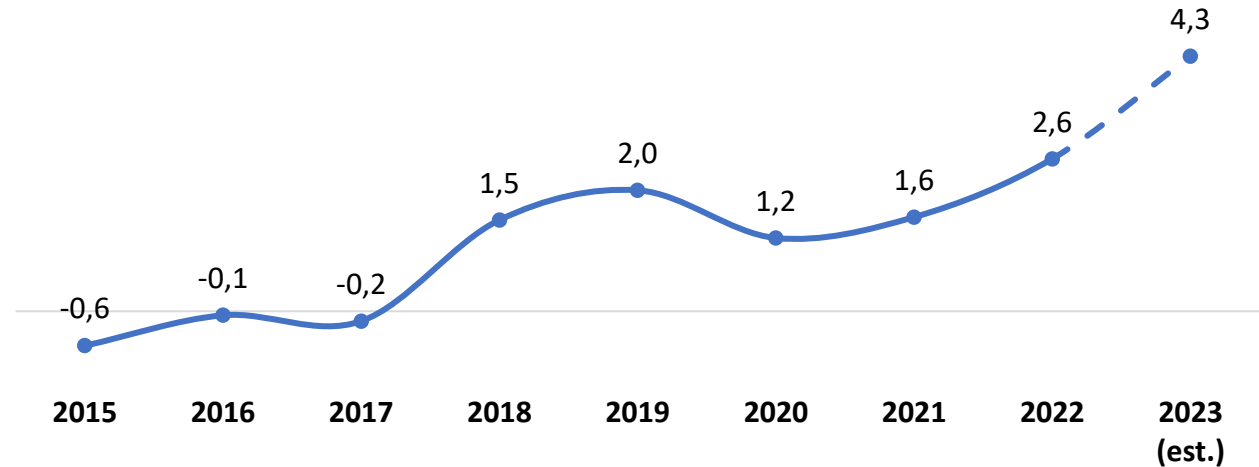
➤ Votre direction estime que les différentes crises rencontrées depuis 2022 expliquent 70% de la hausse de l'endettement net.

Une nette hausse de l'endettement net depuis 2021 combinant les contre-performances de CAM et le contexte de crises en général

Evolution de la dette nette (M€)



Evolution du levier (ratio dette nette / Ebitda)



- > Compte tenu des besoins de financement évoqués préalablement, **la dette nette a progressé ces dernières années et devrait dépasser les 200 M€ en 2023**, un niveau record. Selon les derniers comptes publiés (1^{er} semestre 2023), la dette nette était de 194,4 M€ (344,8 M€ de dette brute, 114,1 M€ de trésorerie et 36,3 M€ d'autres actifs financiers).
- > Le repli de l'activité chez CAM a moins permis de recourir à l'affacturage (endettement hors bilan).
- > Le levier, mesuré par le ratio dette nette / Ebitda a suivi la même tendance, mais s'est nettement dégradé en 2022 et 2023 en lien avec la hausse de l'endettement et la baisse de la profitabilité.
- > **Le levier est estimé à plus de 4x en 2023.** Au-delà de son niveau, qui devient significatif selon nous, c'est sa dégradation rapide sur les deux dernières années qui interpelle. À noter que le groupe n'est pas soumis à un covenant de levier.
- > Les financements bancaires et les Euro PP doivent toutefois respecter le covenant calculé sur un ratio de gearing (dette nette / capitaux propres) qui doit être inférieur à 1,2x. D'après nos estimations, ce ratio devrait se situer entre 0,7x et 0,8x en 2023.

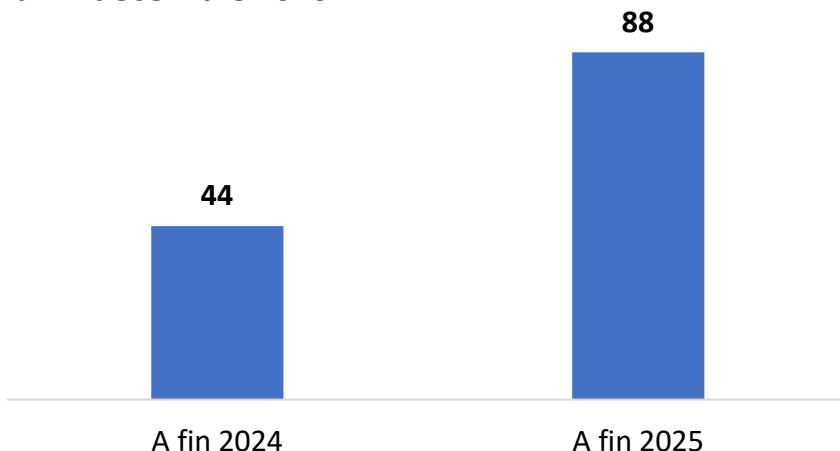


POINT PÉDAGOGIQUE

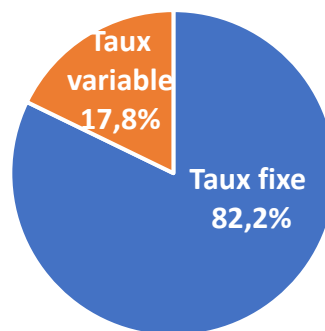
- > Un covenant financier est une clause contractuelle intégrée dans un accord de prêt qui établit des conditions et des obligations que l'emprunteur doit respecter pendant la durée du financement.
- > Le non-respect du covenant constituerait un cas de défaut pouvant entraîner le remboursement anticipé du financement si les créanciers le demandaient.

Chargeurs : l'échéance du crédit syndiqué a été repoussée d'un an, à fin 2025

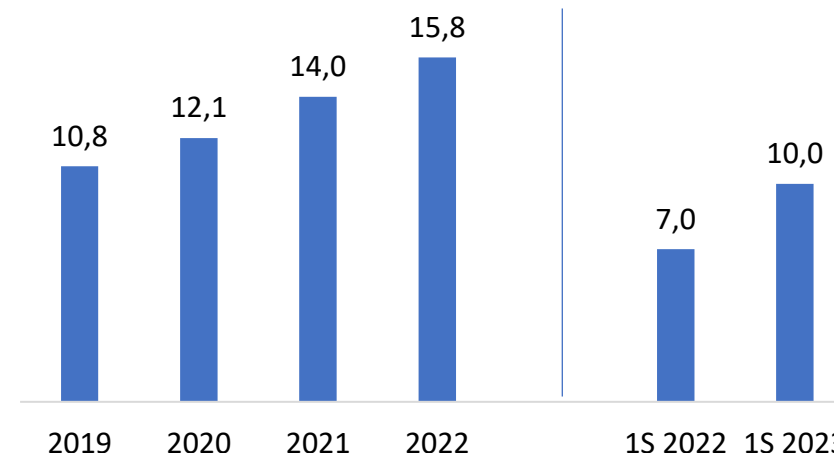
Prochaines échéances de dette (M€)
à fin décembre 2023



Ventilation de la dette selon la nature de
taux (au 30 juin 2023)



Evolution des frais financiers (M€)



- En août 2023, Chargeurs a prolongé d'un an les lignes renouvelables du crédit syndiqué (125 M€) à fin 2025. Le crédit syndiqué est composé de financements amortissables et lignes renouvelables (RCF). Le groupe a également obtenu une extension d'un an (mi-2026) pour 40 M€ de financements bilatéraux, a sécurisé un financement renouvelable supplémentaire de 20 M€ et a lancé un programme de NECP « Negotiable European Commercial Paper » (ex billets de trésorerie) pour un montant maximal de 200 M€.
- Pour répondre à ses engagements financiers, le groupe dispose de 150 M€ de lignes de crédit non utilisées à fin décembre 2023, ainsi que de sa trésorerie disponible (114,1 M€ à fin juin 2023 et montant à confirmer pour décembre 2023). Chargeurs dispose ainsi des ressources nécessaires pour honorer ses engagements, sachant que la prochaine échéance significative est prévue pour fin 2025.
- La progression de l'endettement se traduit par l'augmentation des charges financières. À noter que 82 % de la dette sont à taux fixe et ne sont donc pas impactés par la hausse des taux d'intérêt observée depuis mi 2022, sauf pour les crédits contractés récemment. 18 % de la dette sont à taux variable et se trouvent donc exposés aux évolutions du marché.

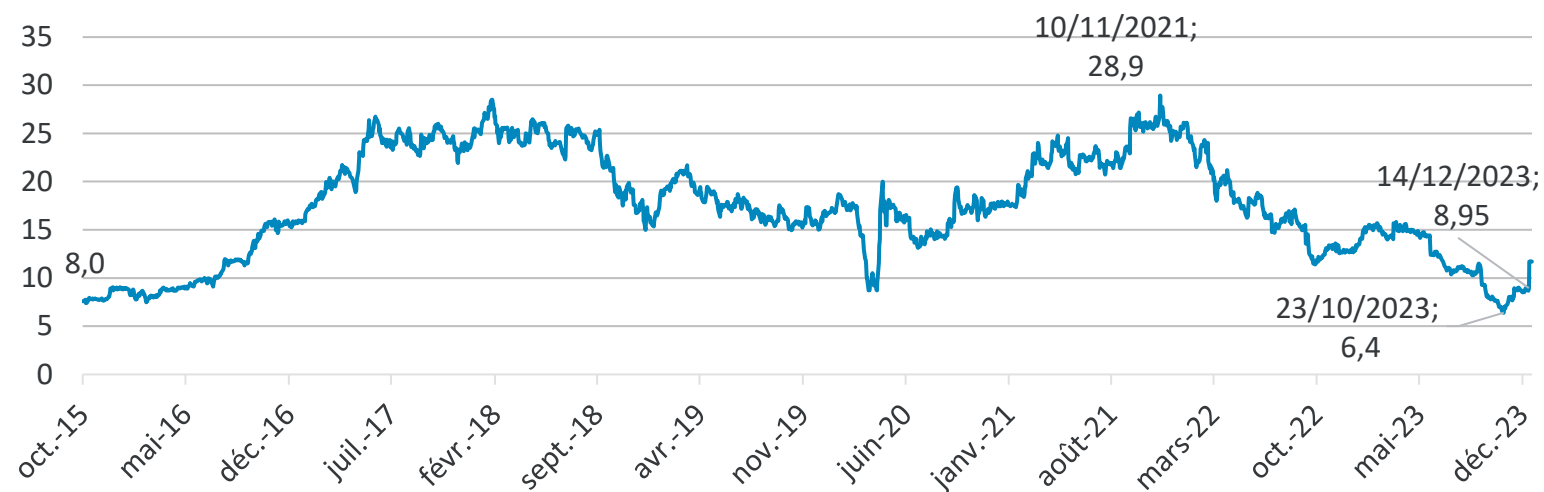


Analyse des tenants et aboutissants de l'Offre Publique d'Achat

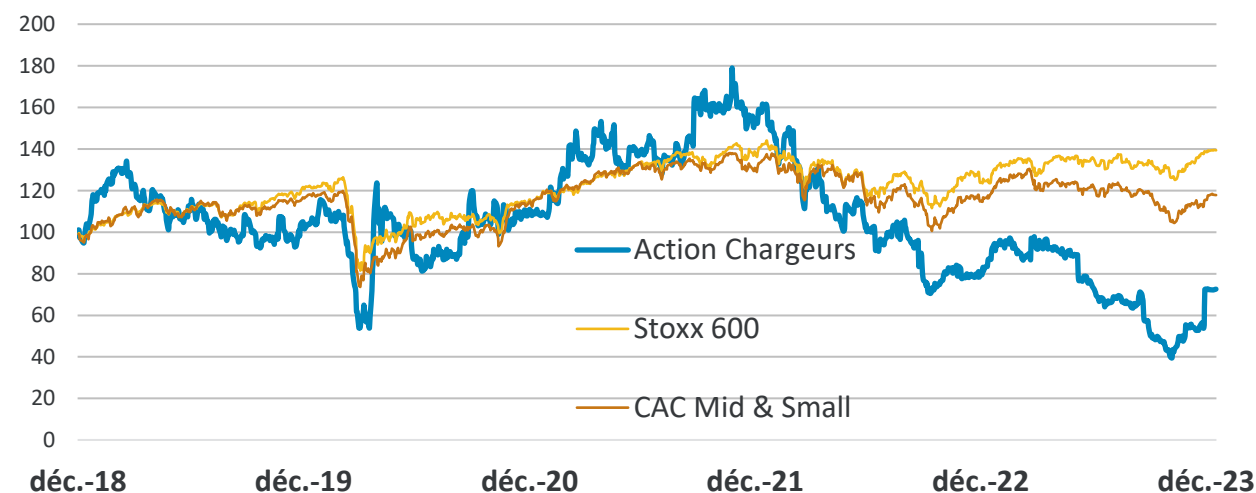
Une baisse quasi continue du prix de l'action depuis novembre 2021. Un point bas a été atteint en novembre 2023. L'action a sous-performé le marché depuis juin 2022

- La holding Columbus est rentrée au capital du groupe Chargeurs en octobre 2015 au prix de 8 € l'action.
- Le point haut du cours a été atteint en novembre 2021 (28,9 €), mais a nettement reculé par la suite, pour atteindre un point bas en octobre 2023 à 6,4€.
- **À la clôture du 14 décembre 2023** (avant l'annonce de l'OPA), **l'action cotait à 8,95€**, proche du prix d'acquisition de Columbus en 2015.
- Selon nous, la baisse de la rentabilité du groupe et la hausse de l'endettement expliquent en partie l'évolution du cours. Chargeurs peut également être perçue comme une société difficile à appréhender par des investisseurs (modèle économique, métiers très différents...), accentuant la baisse du cours.
- Tandis que la capitalisation boursière s'élevait à plus de 660 M€ en novembre 2021, elle avoisinait les 200 M€ avant l'annonce de l'OPA.
- **L'action Chargeurs était globalement en ligne avec le marché avant de décrocher sur 2022.** Depuis, l'action a nettement sous-performé les marchés actions :
 - Sur les 5 dernières années, l'indice Stoxx 600 (mesure de la performance des 600 plus grandes entreprises cotées en Europe) a progressé de 40 % tandis que l'action Chargeurs a reculé de 40 %;
 - Sur les 5 dernières années, l'indice CAC Mid & Small (144 valeurs dont Chargeurs) a progressé d'environ 20 %. Depuis fin 2021, l'action Chargeurs a sous-performé par rapport à cet indice.

Cours historique de l'action Chargeurs



Cours de l'action Groupe Chargeurs vs Stoxx 600 (base 100)



Une offre publique : une procédure boursière pour renforcer sa participation dans une société cotée en Bourse ou en prendre le contrôle

Le schéma « classique » d'une offre publique

L'INITIATEUR



L'entreprise A ou l'investisseur A lance une offre sur la société cotée B

LA CIBLE



L'entreprise B est la société cotée dont les titres font l'objet de l'offre

L'AMF



Elle veille au bon déroulement de l'offre

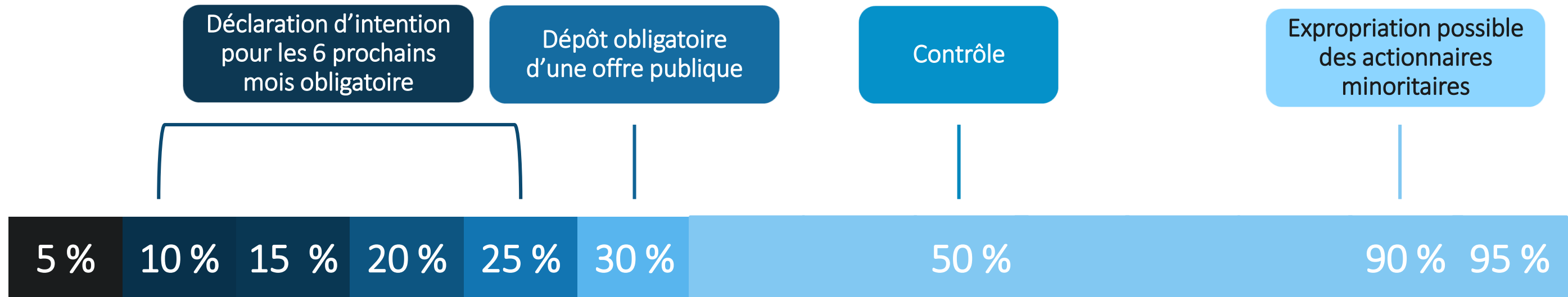
- > Une Offre Publique d'Achat (OPA) est une procédure boursière dans laquelle une entité, généralement **une entreprise ou un investisseur**, propose d'acheter publiquement les actions d'une société cotée en Bourse afin d'en augmenter sa participation ou d'en prendre le contrôle. L'actionnaire de la cible récupère des espèces.
- > **La procédure lancée par Columbus Holding et Columbus Holding 2 est une OPA.**
- > L'Autorité des marchés financiers (AMF) contrôle l'information délivrée aux actionnaires et la conformité de l'offre. Elle veille également au respect des droits des actionnaires minoritaires et au bon déroulement de l'offre.



Les autres types d'offres

- > Offre Publique d'Echange (OPE) est une procédure financière dans laquelle une entreprise propose aux actionnaires d'une autre société de leur échanger leurs actions contre des actions de l'entreprise initiatrice, généralement à un ratio prédéterminé.
- > Offre publique mixte : l'offre peut être une combinaison d'une offre en espèces et d'une offre en actions.

Les actionnaires de sociétés cotées sont tenus de se faire connaître au-delà de certains seuils. Au-delà de 30 %, le dépôt d'une offre publique est obligatoire



> **Toute personne physique ou morale qui vient à franchir les seuils** de 5 %, 10 %, 15 %, 25 %, 30 %, du tiers, 50 %, les deux tiers, 90 % et 95 % du capital ou des droits de vote d'une société cotée sur un marché réglementé, **doit informer**, sous un **délai de 4 jours l'AMF** du franchissement du seuil de participation et du nombre total d'actions qu'elle possède. Sur le marché réglementé une offre obligatoire doit être déposée par toute personne qui :

- Franchit le seuil de détention de 30 % du capital ou des droits de vote ;
- Détient déjà entre 30 % et la moitié du capital, et augmente sa participation de plus de 1 % en moins d'un an.

Au 14 décembre 2023, Columbus Holding était le premier actionnaire du groupe Chargeurs. Il détenait 26,5 % des actions et 29,5 % des droits de vote. **Afin de monter au-delà de 30 % du capital, le lancement d'une OPA est obligatoire.**

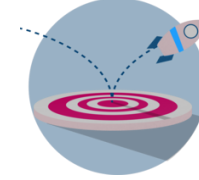


POINT PÉDAGOGIQUE

- > **Déclaration d'intention** : document indiquant si l'investisseur agit seul ou de concert, s'il cherche ou pas à prendre le contrôle, s'il poursuivra ses achats, s'il veut des postes d'administrateurs, sa stratégie envisagée etc.

Une offre publique d'achat volontaire lancée par l'actionnaire de référence (Colombus) pour devenir majoritaire et rassurer les parties prenantes. Le groupe Chargeurs restera coté en Bourse

- > Le 14 décembre 2023, le conseil d'administration de Chargeurs a été informé de l'intention de Columbus Holding et de Columbus Holding 2, de déposer une offre publique d'achat volontaire sur les actions de la société, au prix de 12€ par action.
- > **L'objectif de Columbus Holding et de Columbus Holding 2 est d'acquérir la majorité du capital et semble viser environ 65 % des actions à travers cette OPA.**
- > **L'actionnaire de référence souhaite garder un flottant significatif.** Plusieurs raisons sont avancées : histoire du groupe, élément de crédibilité internationale, l'obligation de transparence permet d'obtenir plus de flexibilité de la part des partenaires bancaires. Il n'est pas envisagé de retrait de la Bourse à court et moyen terme.



Les principales motivations citées par l'actionnaire de référence concernant cette OPA

Groupe complexe, qui réunit diverses activités et est exposé à des cycles différents. Il nécessite encore du temps pour consolider son identité sur les marchés financiers et augmenter son attrait pour les investisseurs.

Ces dernières années, le groupe et ses différents métiers ont fait face à plusieurs crises majeures (covid-19, inflation, énergie...). Un rebond de l'activité est attendu, mais de manière progressive

Le groupe est classé parmi les entreprises cotées qui ont connu un manque d'intérêt marqué de la part des marchés depuis mi-2022 en raison de leur catégorie et de leur taille, exposant ainsi les actionnaires à une volatilité inhabituelle et à des problèmes de liquidité...

Cette opération a également vocation à rassurer les parties prenantes (actionnaires, banquiers, clients/fournisseurs,...) en permettant à l'actionnaire de référence de devenir majoritaire et avec l'objectif (de l'actionnaire de référence) de faire remonter le cours à un niveau plus représentatif de la situation économique et des valeurs des activités (métiers).



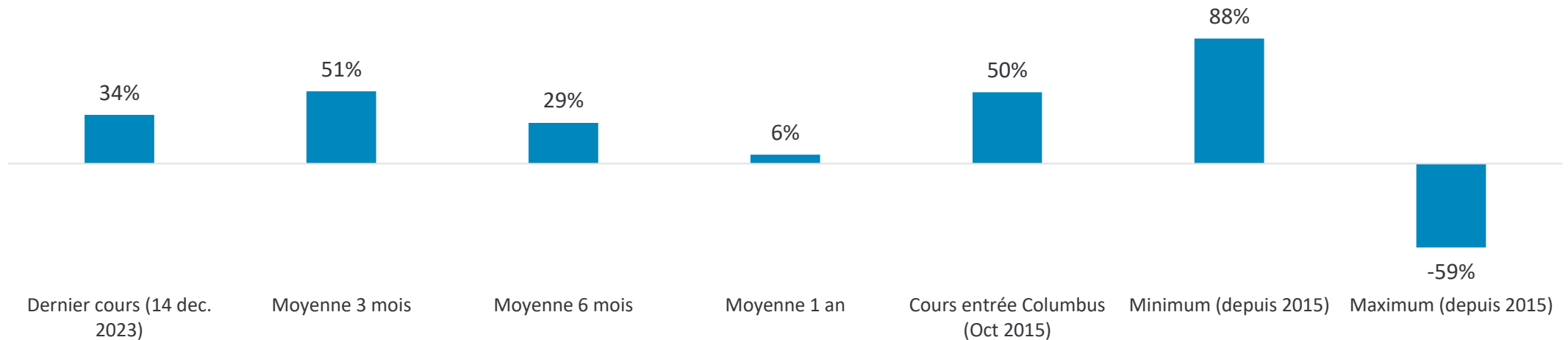
AVIS

- > **Devenir l'actionnaire majoritaire** offre un contrôle décisif sur les orientations stratégiques et la gouvernance du groupe, permettant d'influencer les grandes décisions, telles que la politique de dividendes, les choix d'investissements et les stratégies d'acquisition.
- > L'offre proposée par Columbus Holding et Columbus Holding 2 devrait permettre à certains actionnaires de sortir de leur position après une baisse significative du cours depuis le pic atteint en novembre 2021. Pour mémoire, le point bas a été atteint en octobre 2023.
- > Dans une perspective à long terme, le prix de 12 € semble constituer une opportunité pour l'actionnaire de référence d'augmenter sa participation à un « coût raisonnable ». Le fait que l'actionnaire de référence propose ce prix laisse entendre qu'il évalue la valeur du groupe à un niveau plus élevé.

Le prix proposé est de 12 €, soit une prime de 34 % par rapport au dernier cours de clôture avant l'annonce. Il est proche du cours moyen observé sur l'année 2023



Prime de l'offre par rapport à des périodes ou des cours de référence (en %)



- > Le prix (acheteur) offert dans le cadre de l'OPA s'élève à 12 €, **soit une prime de 34 %** par rapport au cours de clôture précédent du 14 décembre 2023.
- > Cependant, il convient de noter que **cette prime est proche de la moyenne du cours de l'action au cours de l'année écoulée.**
- > En comparant les extrêmes, le prix de 12 € est 88 % supérieur au cours le plus bas atteint fin octobre 2023, qui était de 6,4 €, et il est inférieur de 59 % par rapport au cours le plus élevé atteint en novembre 2021, qui était de 28,9 €.
- > Le prix proposé est de 50 % supérieur au prix d'acquisition par la holding Columbus en octobre 2015.

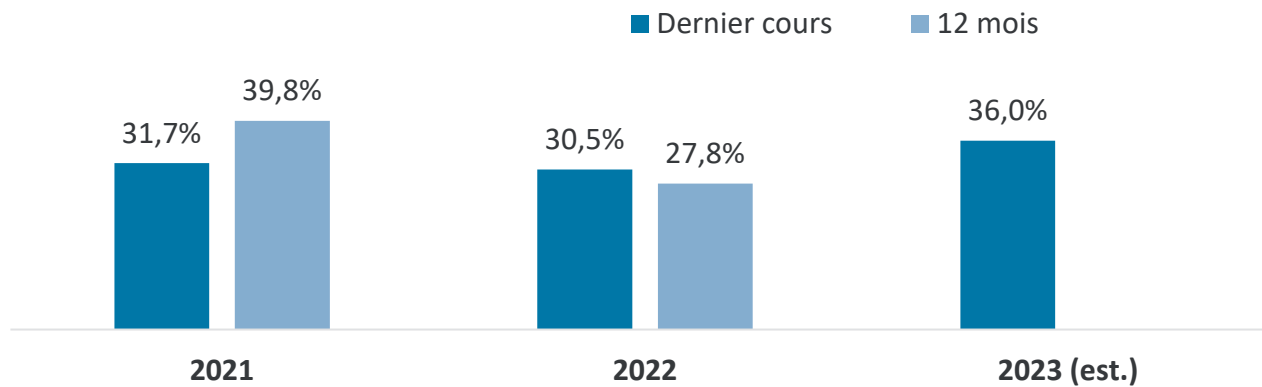


Valorisation du prix de l'action

- > Le prix de l'offre est de 12 € par action. Il a été déterminé à travers plusieurs méthodes d'évaluation courantes : le cours de Bourse, les objectifs de cours des analystes, l'actualisation des flux nets de trésorerie futurs, multiples de sociétés cotées comparables. À ce titre, les divisions du groupe ont été évaluées et des projections réalisées (cf. page 30).

Offre de Chargeurs : une prime proposée en ligne avec le marché sur la base du dernier cours avant l'annonce. Elle est inférieure si le point de référence est le cours moyen sur les 12 derniers mois

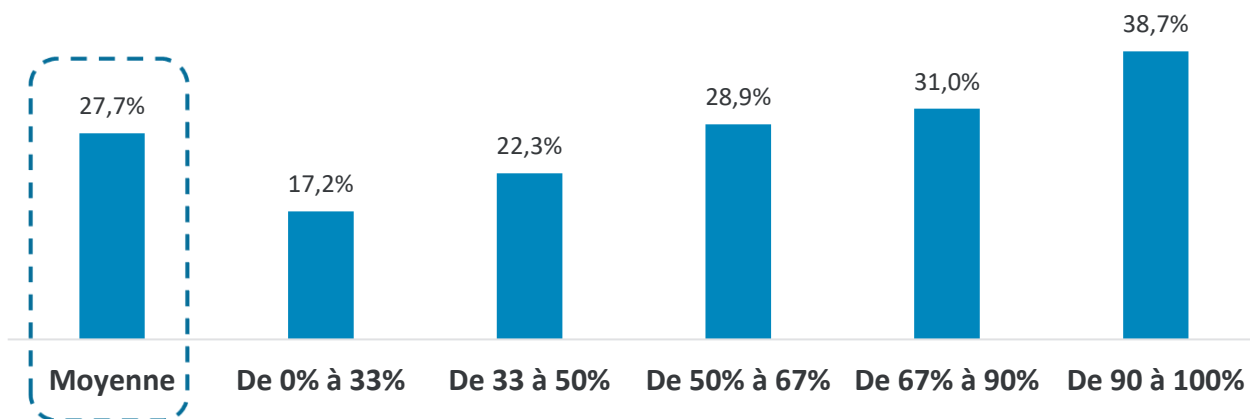
Prime des offres publiques



Source : E&Y - observatoire des OPA - janv 2023

- > Selon une étude E&Y, la prime médiane offerte aux détenteurs d'actions dans le cadre d'offres publiques en 2022 (32 offres déclarées conformes par l'AMF) est de 30,5 % par rapport au dernier cours de Bourse avant l'annonce de l'opération.
- > Sur la base d'une première analyse pour 2023 (40 offres déclarées), la prime serait de 36 % en 2023.
- > Selon une étude de PWC, la prime moyenne offerte sur des offres publiques en Europe de l'Ouest entre le 1^{er} janvier 2006 et le 31 décembre 2022 est de 27,7 % par rapport à la date des premières rumeurs. La prime payée est croissante en fonction du pourcentage acquis.

Prime moyenne en fonction du pourcentage acquis



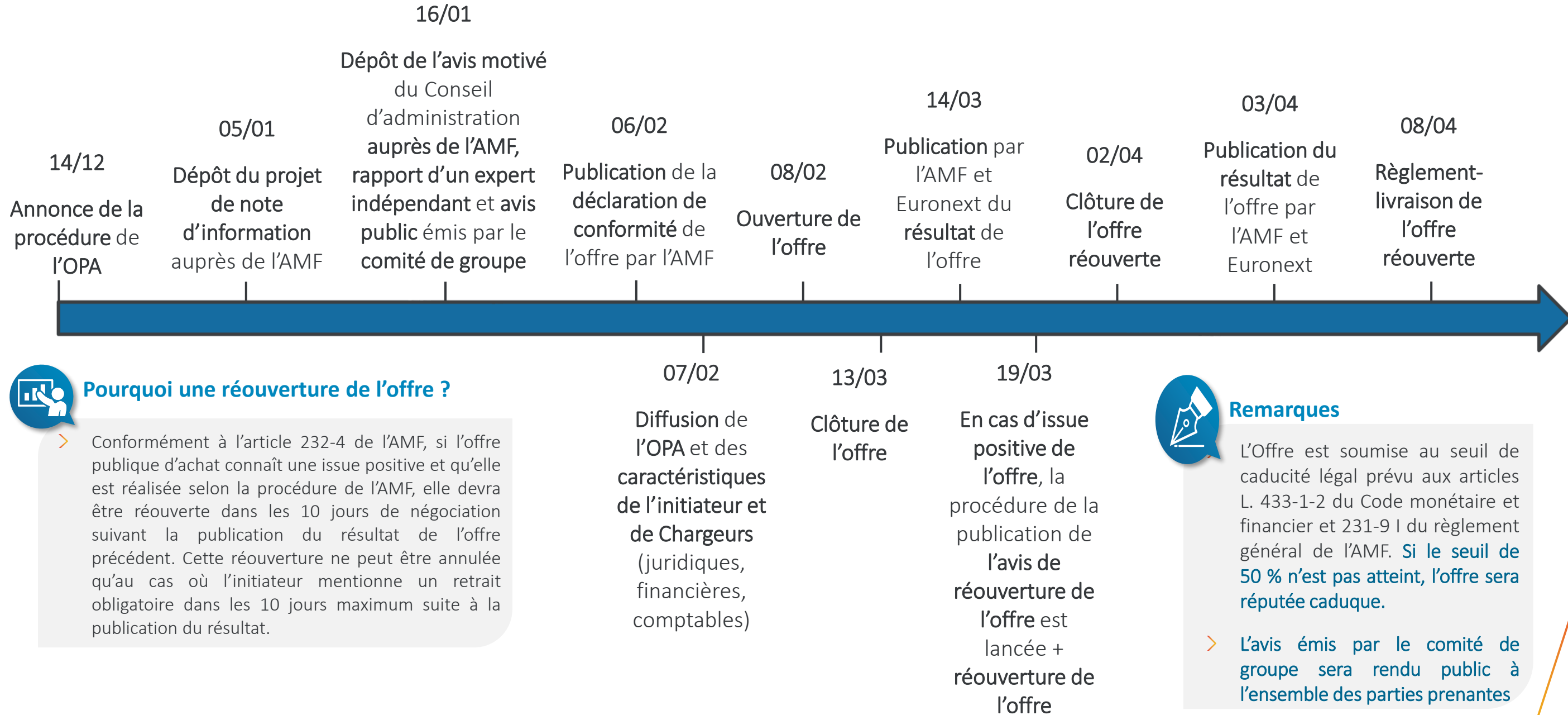
Source : étude prime de contrôle - PWC - mai 2023



AVIS

- > Le niveau de la prime offerte par Colombus et Colombus 2 (34 %) est en ligne avec les pratiques de la place de Paris et vise la zone de conciliation des intérêts des différentes parties : investisseurs du flottant à qui il propose une fenêtre de liquidité - et pour ceux entrés récemment de plus-value - à un prix que le marché ne proposerait pas à court terme, actionnaires historiques (prix proche d'un ratio de 1 entre valeur boursière / capitaux propres donc sans « goodwill »), et nouveaux investisseurs entrant dans la holding Colombus 2.
- > Le cours actuel est un peu inférieur à 12 € en raison de frais de transaction supportés par les vendeurs et d'une (très petite) prime de risque.

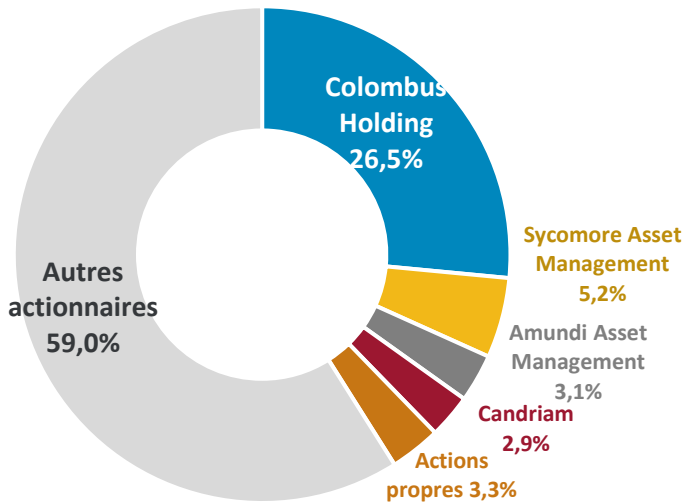
Une procédure qui se terminera début avril 2024 – Si le seuil de 50 % n'est pas atteint, l'offre sera réputée caduque



Répartition du capital avant OPA et hypothèses de détention après OPA

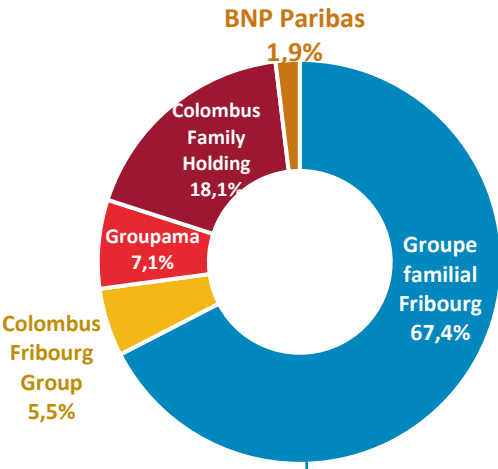
Situation avant OPA

Répartition de l'actionnariat du groupe Chargeurs

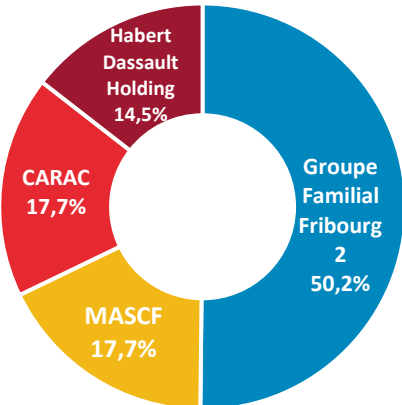


Situation après OPA

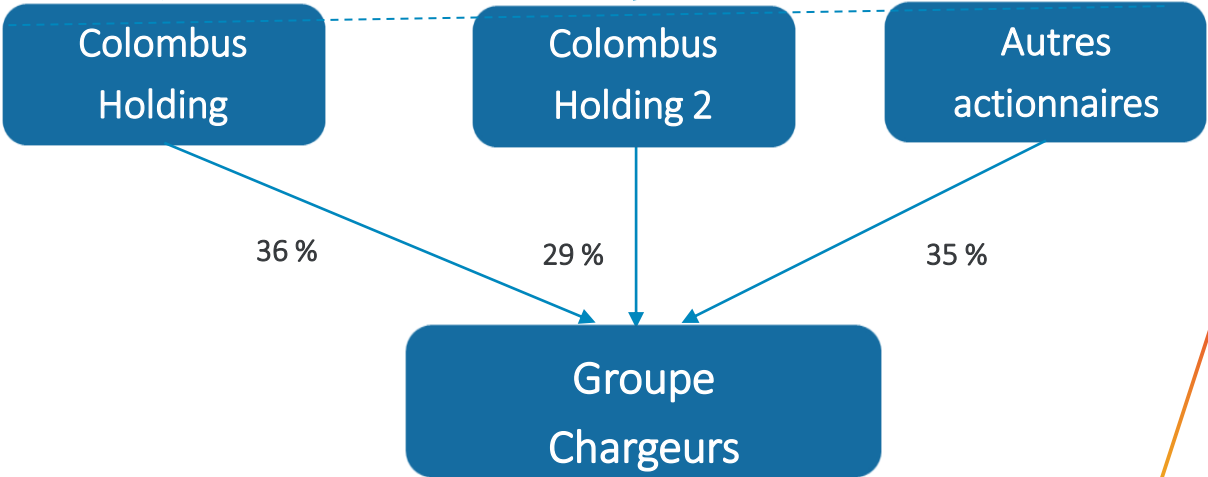
Colombus Holding



Colombus Holding 2



Hypothèse > 65 % des droits économiques du groupe Chargeurs post OPA



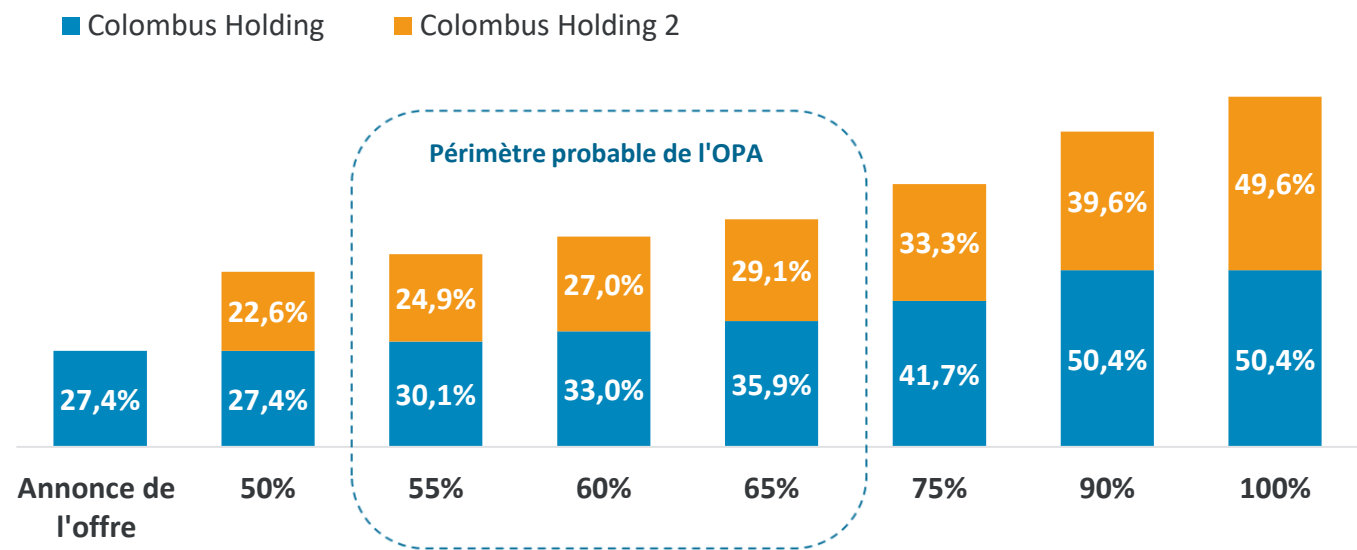
Remarques

- > Colombus Holding 2 a été créé pour les besoins de l'opération, car Colombus Holding a des prix de revient assez différents (plus bas à l'entrée en 2015 ; 2019 et 2022 à plus de 20 €) et l'entrée de nouveaux associés dans la holding actuelle aurait créé des distorsions entre actionnaires.
- > Avant l'opération, Colombus Holding a une dette financière résiduelle de 16 M€.

Les deux holdings agiront de concert dans le cadre de l'OPA. Colombus Holding détiendra systématiquement davantage d'actions Chargeurs que Colombus Holding 2

- > Dans le cadre de l'OPA, les deux holdings agiront de concert. L'allocation des titres sera fonction du degré d'apport à l'offre :
 - Les premières actions acquises (jusqu'à 50,01 % des parts du groupe) seront affectées à Colombus Holding 2 ;
 - Les actions additionnelles seront réparties à 58 % à Colombus Holding et 42 % à Colombus Holding 2 jusqu'à 90 % des parts du groupe ;
 - Au-delà de ce seuil, les actions seront allouées à Colombus Holding 2.
- > **In fine, Colombus Holding détiendra systématiquement davantage d'actions Chargeurs que Colombus Holding 2.** Nous comprenons que Colombus Holding et Colombus Holding 2 sont contrôlées au plus haut niveau par M. Michael Fribourg.
- > Si les 2 holdings acquièrent une grande partie des titres (environ au-delà de 75 %), des actions seront émises sur le marché sur un horizon 12 à 18 mois afin de garder un flottant « significatif ».

Répartition de détention des titres entre Colombus Holding et Holding 2 selon les droits économiques acquis

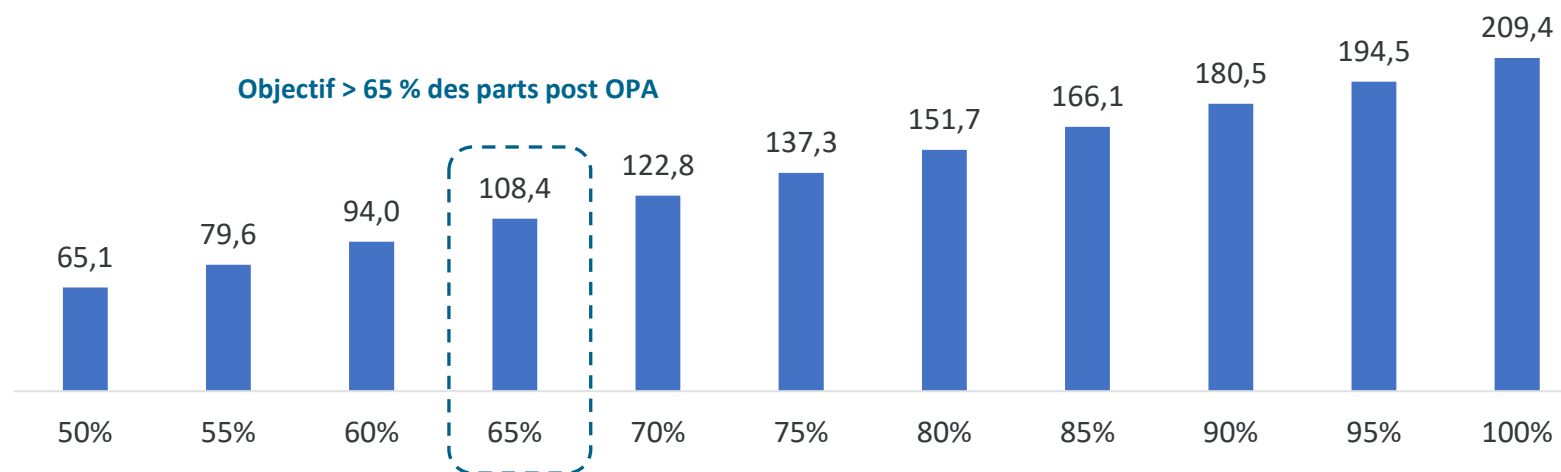


Remarques

- > Les statuts du groupe Chargeurs prévoient que tous les actionnaires inscrits au nominatif ont un droit de vote double dès lors que ces titres ont plus de 2 ans.
- > Les droits de vote de Colombus Holding et Colombus Holding 2 seront ainsi plus élevés que leurs droits économiques (situation actuelle pour Colombus Holding).

Le coût maximal de l'opération est de 209 M€ (hors frais et commissions). Les frais de l'opération sont estimés à 8 M€

Coût de l'opération selon le % des actions détenues post OPA (M€)



- > L'offre concerne l'intégralité des actions de Chargeurs, à l'exception de celles qui ne sont pas détenues par Columbus Holding (26,5 %) et de celles que la société détient elle-même (3,3 %), ce qui représente 70,2 % des actions du groupe.
- > Sur la base d'un prix de 12 €, le coût maximal de l'acquisition de ces actions est de 209,4 M€. L'objectif de Columbus Holding et Columbus Holding 2 est de détenir à l'issue de l'OPA environ 65 % des parts de la société, soit un coût de 108,4 M€ hors frais.
- > Les frais liés à l'offre sont estimés à 8 M€ (HT) et comprennent notamment les honoraires et autres frais de conseils externes, financiers, juridiques, comptables ainsi que des experts et autres consultants, les frais de publicité et de communication... **Ces frais devront être payés quel que soit le résultat de l'OPA.**

Un financement maximum en 3 étapes, mobilisable en fonction du % des actions acquis

- > Le financement global s'élève à 219,8 M€ permettant de couvrir les besoins de l'OPA et les frais / commissions. Le financement est mobilisable selon les besoins de l'OPA et se décline en 3 financements distincts, en fonction du % qui sera acquis dans le cadre de l'opération.
- > **56,6 M€ investis en fonds propres par la société Colombus Holding 2**, qui a elle-même reçu ces fonds de la part du Groupe Familial Fribourg 2 et des partenaires institutionnels.
- > **91 M€ d'obligations échangeables en actions existantes émises par Colombus Holding et Colombus Holding 2 (« quasi capital »).**
 - Ces obligations ont été souscrites à hauteur de 12 M€ (dont 2 M€ dédiés aux frais) par Colombus Holding 2, qui en plus des 56,6 M€ d'apport en fonds propres, permettent d'atteindre **la majorité du capital (50,4 %)**.
 - La partie restante de ces obligations (79 M€) a été souscrite par des partenaires institutionnels (dont Groupama, MACSF et CARAC) et permet de monter à plus de 77 % du capital.
 - Le rendement est de 7 %, soit 6,4 M€ de charges financières / an si la totalité du financement est mobilisée. En effet, si les deux Holdings Colombus acquièrent par exemple 65 % des actions du groupe, le surplus de 12 % sera remboursé de manière anticipée.
 - L'échéance est de 5 ans. À ce terme, les obligations émises seront à rembourser, sauf si l'option d'échange est exercée.
 - Option d'échange en actions, à la main de Colombus et Colombus 2 : **si elle est exercée, elle ne pourra pas faire perdre le contrôle du groupe par le concert composé de Colombus Holding et Colombus Holding 2.**
 - Le strike (prix auquel l'obligation peut être convertie en actions) est de 15 €, le prix plafond est de 22 €.
- > **72,2 M€ de crédit relais au bénéfice** des 2 holdings mobilisable au-delà des 77 % des actions achetées.

Financement de l'OPA (M€)

■ Prêt relais

72,2

■ Obligations échangeables en actions

91,0

■ Fonds propres

56,6

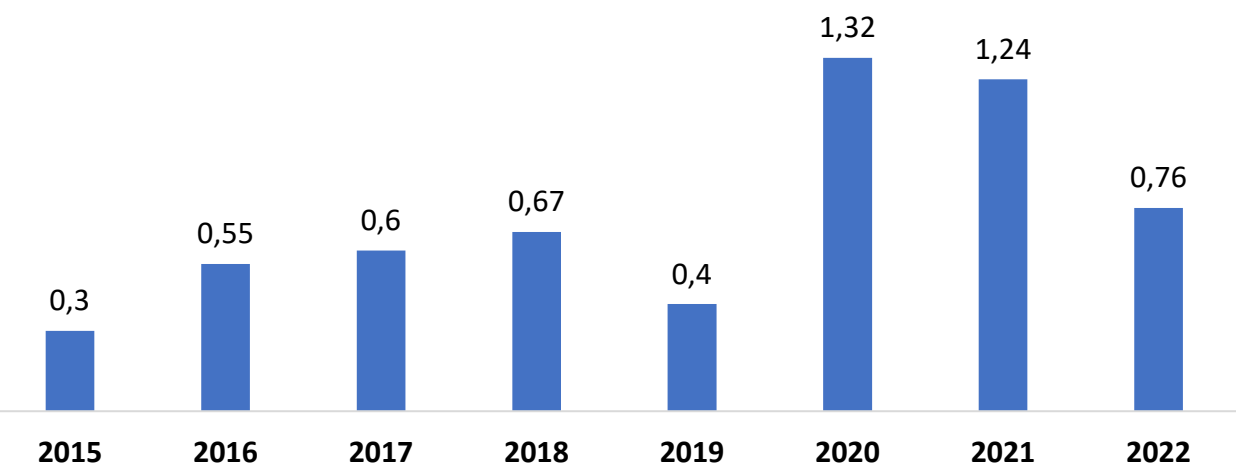


AVIS

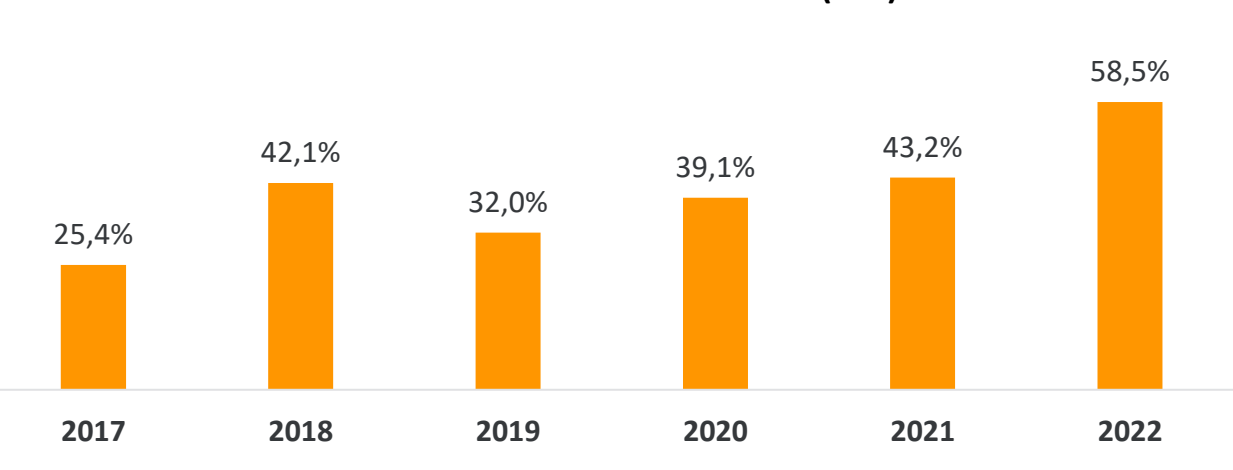
- > Les coûts de financement (Obligations échangeables et crédit relais) sont à la charge des holdings et non de Chargeurs ; hors apports d'argent frais, les holdings auront toutefois besoin de remontées de dividendes pour assurer le service de leur dette.
- > La probabilité de mobiliser le crédit relais nous semble relativement limitée.

Le Groupe Chargeurs devra générer un profit supérieur à 8 M€ à l’avenir pour couvrir les charges des obligations échangeables en actions

Dividendes par action



Dividendes versés en numéraire en % du résultat net (N-1)



- > Sur la base d’un taux de 7 %, les obligations échangeables en actions vont générer une charge financière de 6,65 M€ si la totalité du financement est mobilisée (pour atteindre 77 % du capital).
- > Cette charge financière nécessite une remontée de dividendes de 0,33 € / action selon nos estimations en cas de mobilisation de l’intégralité des obligations échangeables (le dividende serait de 0,20 € si 55 % du capital est acquis, 0,26 € si 60 %), soit un **bénéfice plancher proche de 8 M€** (5 M€ si 55 % du capital acquis). **La politique du groupe étant de conserver 40 à 50 % du résultat net, nous estimons que le bénéfice plancher serait à environ 12 M€.**
- > Sur la période 2017 – 2022, le taux de distribution du bénéfice en dividendes (en numéraire) est proche de 40 % et a atteint un pic en 2022. **A noter que la politique du Groupe depuis 2017 est de limiter la distribution des dividendes en numéraire à 60% du résultat net de l’exercice précédent (condition probablement demandée par les banques).**

Source : Kepler Chevreux

FY to 31/12 (EUR)	12/23E	12/24E	12/25E
Sales (m)	677.2	732.3	772.5
EBITDA adj (m)	48.5	58.2	65.5
EBIT adj (m)	26.9	35.0	41.2
Net profit adj (m)	3.1	11.2	17.4
Net financial debt (m)	186.7	179.1	172.9
FCF (m)	34.1	24.0	25.0
EPS adj. and ful. dil.	0.13	0.46	0.71
Consensus EPS	0.27	0.79	1.22
Net dividend	0.30	0.40	0.50

Selon le broker Kepler Chevreux, le bénéfice devrait se redresser en 2024 et 2025 sans toutefois retrouver ses niveaux de 2022. Ce profit serait toutefois suffisant pour générer les dividendes nécessaires à la charge liée aux obligations échangeables.



Perspectives conjoncturelles & prévisions de résultats des métiers de Chargeurs (selon les plans d'affaires à date) - Conclusion

Perspectives économiques d'ici à 2025 : des facteurs de risques encore pour Chargeurs en 2024

GDP (%Y)	2023E		2024E		2025E	
	MS	Cons	MS	Cons	MS	Cons
G4						
US	2.4	2.3	1.9	1.0	1.4	1.8
US (4Q/4Q)	2.5	2.2	1.6	0.8	1.4	-
Euro Area	0.4	0.5	0.5	0.7	1.0	1.5
Japan	2.0	1.9	1.0	1.0	1.1	1.0
UK	0.5	0.4	-0.1	0.4	1.0	1.3
Selected EM						
China	5.1	5.2	4.2	4.5	4.0	4.5
India	6.6	6.2	6.4	6.3	6.5	-
Brazil	3.1	3.0	1.7	1.6	1.6	2.0
CPI (%Y)	2023E		2024E		2025E	
	MS	Cons	MS	Cons	MS	Cons
G4						
US	4.1	4.2	2.1	2.7	2.0	2.3
Euro Area	5.6	5.6	2.4	2.7	2.0	2.1
Japan	3.3	3.1	3.2	2.0	1.8	1.4
UK	7.4	7.4	2.8	3.0	1.8	2.2
Selected EM						
China	0.3	0.5	1.1	1.8	1.5	2.0
India	5.6	5.4	5.1	4.6	4.8	-
Brazil	4.6	4.7	4.3	4.0	3.8	3.7

Source: Bloomberg, Haver Analytics, Morgan Stanley Research forecasts; Note: Aggregates are PPP-weighted. Cons = consensus, which is built off leading Wall Street bank forecasts from Bloomberg except for the US and Brazil, where alternative consensus sources are used with more local representation. India consensus values refer to FY.

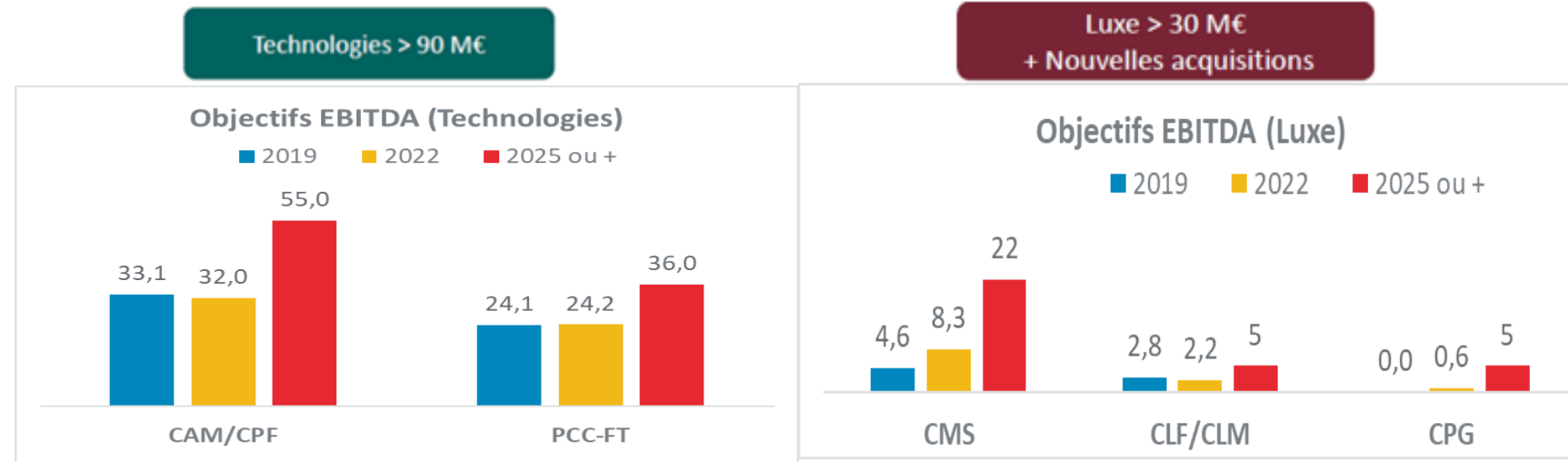
> A ce stade les facteurs de risque pour Chargeurs en 2024 portent sur :

- > Le rythme de croissance de l'activité aux USA
- > La conjoncture en Asie du SE
- > Le rythme d'assouplissement des taux d'intérêt en Europe

- > L'économie mondiale devrait légèrement ralentir l'an prochain et rester sur un rythme similaire en 2025, selon les prévisions des analystes. Le consensus table sur une croissance du PIB mondial de 3 % en 2023, 2,8 % l'an prochain et 2,9 % en 2025.
- > Cette croissance molle sur le plan mondial s'expliquerait principalement par :
 - Le ralentissement de l'économie américaine (+1,9 % en 2024 et +1,4 % en 2025) ;
 - Une croissance tout juste positive en Europe (respectivement +0,4 % et +1 %) ;
 - Et une situation toujours compliquée en Chine.
- > En Europe, la faiblesse de la croissance serait liée aux effets prolongés de la crise de l'énergie provoquée par la guerre en Ukraine, qui affecte en particulier l'économie allemande, et à ceux de la politique monétaire de la BCE, toujours restrictive.
- > En Asie, une déconnexion entre la situation chinoise, qui reste préoccupante, et le reste de la région où de nombreux pays se portent sensiblement mieux.
- > En matière de politique monétaire, la lutte contre l'inflation est l'un des principaux enjeux de politique économique depuis la crise de la COVID-19. Celle-ci restera toujours restrictive pendant un certain temps, ce qui pèsera sur le cycle économique.
- > Les scénarii tablent sur une récession modérée (« shallow »), car l'inflation recule de manière graduelle sur fond de tensions sur l'emploi, ce qui profite au revenu réel, malgré un environnement plus volatil pour l'investissement.
- > Le principal risque baissier des scénarii porte sur l'approfondissement de la crise immobilière en Chine (qui devrait croître de 4,2 % en 2024 et 4 % en 2025).

Le plan 2025 de Chargeurs par pôle tel qu'il avait été présenté au cours de 2023. Depuis l'annonce de l'OPA, les plans sont présentés comme caduques

Sous l'hypothèse de conditions économiques normalisées, le Groupe confirme son ambition d'atteindre, à l'horizon 2025, un CA de 1 Mds d'euros et un ROPA des activités de 100 M€, hors acquisitions. Une contribution additionnelle significative devrait venir des acquisitions.
En fonction de la réalisation de ces opérations, essentiellement concentrées dans le pôle Luxe, les contributions des deux Pôles Technologies et Luxe au ROPA du Groupe pourraient être sensiblement équivalentes à l'horizon 2025.



- À moyen terme, le groupe restait assez confiant sur une demande prometteuse dans tous les métiers et toutes les géographies.
- Les nouveaux moteurs contributifs du Groupe montaient en régime, avec une visibilité prometteuse :
 - Le succès de NATIVA™ valide la transformation du modèle économique de Chargeurs Luxury Fibers ;
 - Chargeurs Museum Studio confirme son élan commercial, facteur d'accélération à venir ;
 - Les marques de luxe B2C à haut potentiel du Groupe sont regroupées dans Chargeurs Personnel Goods.
- Les métiers de croissance historique sont à l'offensive :
 - Chargeurs PCC Fashion Technologies devrait amplifier le rebond de 2022 et sa conquête commerciale ;
 - Chargeurs Advanced Materials commençait à tirer parti du retournement de tendance de ses grands marchés.
- Une acquisition structurante au sein du pôle Luxe est évoquée.

Rappel des leviers stratégiques et objectifs de développement des 2 pôles à moyen terme

Museum Studio : dynamique commerciale du marché, profondeur du carnet d'ordres et cross-selling entre domaines d'expertise

Luxury Fibers : quête de fibres durables et traçables, monétisation du protocole Nativa™ et opportunités sur le segment des produits finis

Personal Goods : grande attractivité des produits à fort héritage artisanal, premiumisation et expansion internationale

Advanced Materials : expansion géographique, accélération de la demande en matériaux haut de gamme et leadership dans la transition environnementale

Fashion Technologies : renforcement du leadership, accélération de la croissance du marché du luxe et de l'*athleisure* et forte demande pour des textiles techniques performants et durables

Healthcare Solutions : opportunités de flux d'affaires rentables

Pôle LUXE

- Priorité stratégique de l'actionnaire – Volonté de redynamiser et internationaliser les entités acquises.
- S'appuyer sur une hausse attendue structurelle de la demande de projets culturels dans le monde.
- CLF, son modèle économique semble pouvoir s'appuyer sur une « valeur perçue des services apportés » qui est intégrée dans le prix aux clients.
- Le développement du pôle devrait s'appuyer sur l'élargissement des frontières du Luxe et l'accélération de la Premiumisation.
- Acquisition(s) prévue(s) en vue de franchir des effets de taille : élargissement de l'offre « Artisans d'Art » : verre Flaconnage ; arts de la table ?

Pôle TECHNOLOGIES

- CAM et PCC : 2 Acteurs mondiaux aux expertises reconnues.
- Adapter leur présence mondiale pour anticiper la nouvelle donne géopolitique.
- Offrir des solutions intégrées et accélérer le développement d'offres Green.
- Développer des partenariats stratégiques avec les grands comptes, mais également pour mener la diversification et le développement géographique.

Des modèles économiques et des métiers assez disparates – Des évolutions sensibles connues depuis 2019

Evolution Base 100 = 2019 - Chargeurs Advanced Materials

	2019	2020	2021	2022
Chiffre d'affaires	100	97,2	122,6	119,6
Coût des ventes	100	99,5	127,1	124,2
Marge brute	100	90,8	109,5	106,2
Frais de vente	100	104,1	116,5	118,9
Frais administratifs	100	93,2	95,7	101,1

Evolution Base 100 = 2019 - PCC /FT

	2019	2020	2021	2022
Chiffre d'affaires	100,0	62,6	78,3	104,5
Coût des ventes	100,0	63,7	79,1	102,7
Marge brute	100,0	60,5	76,9	107,9
Frais de vente	100,0	75,3	92,7	109,0
Frais administratifs	100,0	57,3	86,2	112,7

Evolution Base 100 = 2019 - Résultats de CMS

	2019	2020	2021	2022
Chiffre d'affaires	100	138,1	133,3	233,6
Coût des ventes	100	149,4	146,2	261,3
Marge brute	100	114,1	106,1	175,4
Frais de vente	100	111,3	88,1	79,5
Frais administratifs	100	148,7	93,9	262,7

- **CAM** : bonne couverture et maîtrise des coûts de Force de Vente et administratifs et de processing. L'effet inflation (effet ciseaux de prix, pricing power selon la typologie de produits) et hausse du PE en Europe sont des enjeux essentiels.
- **PCC/FT** : le métier a mené des réorganisations sur la période. Il a retrouvé une légitimité à faire passer des hausses des tarifs. La marge brute affiche un redressement plus rapide que la croissance du CA. Il a investi en frais de vente et dans la structuration des dépenses supports.
- La croissance des ventes, la poursuite du cross selling et une plus forte valorisation de ses ventes restent les objectifs.
- **CMS** : un large développement organique et par acquisitions. Le cycle de réalisation des contrats historiques et les dernières acquisitions expliquent le décalage dans l'évolution de la marge brute.
- Enfin, l'acquisition de Skira, la consolidation d'Event, la structuration des entités londonienne (Event, Met et DPM) ont fait progresser transitoirement les coûts fixes.
- Sur le plan économique, CMS doit faire la preuve de sa capacité à développer ses activités à quasi « iso structure ».
- **CLF** : le modèle « Nativa » a été coûteux en temps, en moyens et a demandé beaucoup de persévérance. Il donne un véritable avantage compétitif à la Laine et profite également commercialement à PCC/FT.

Evolution Base 100 = 2019 - Chargeurs Luxury Fibers

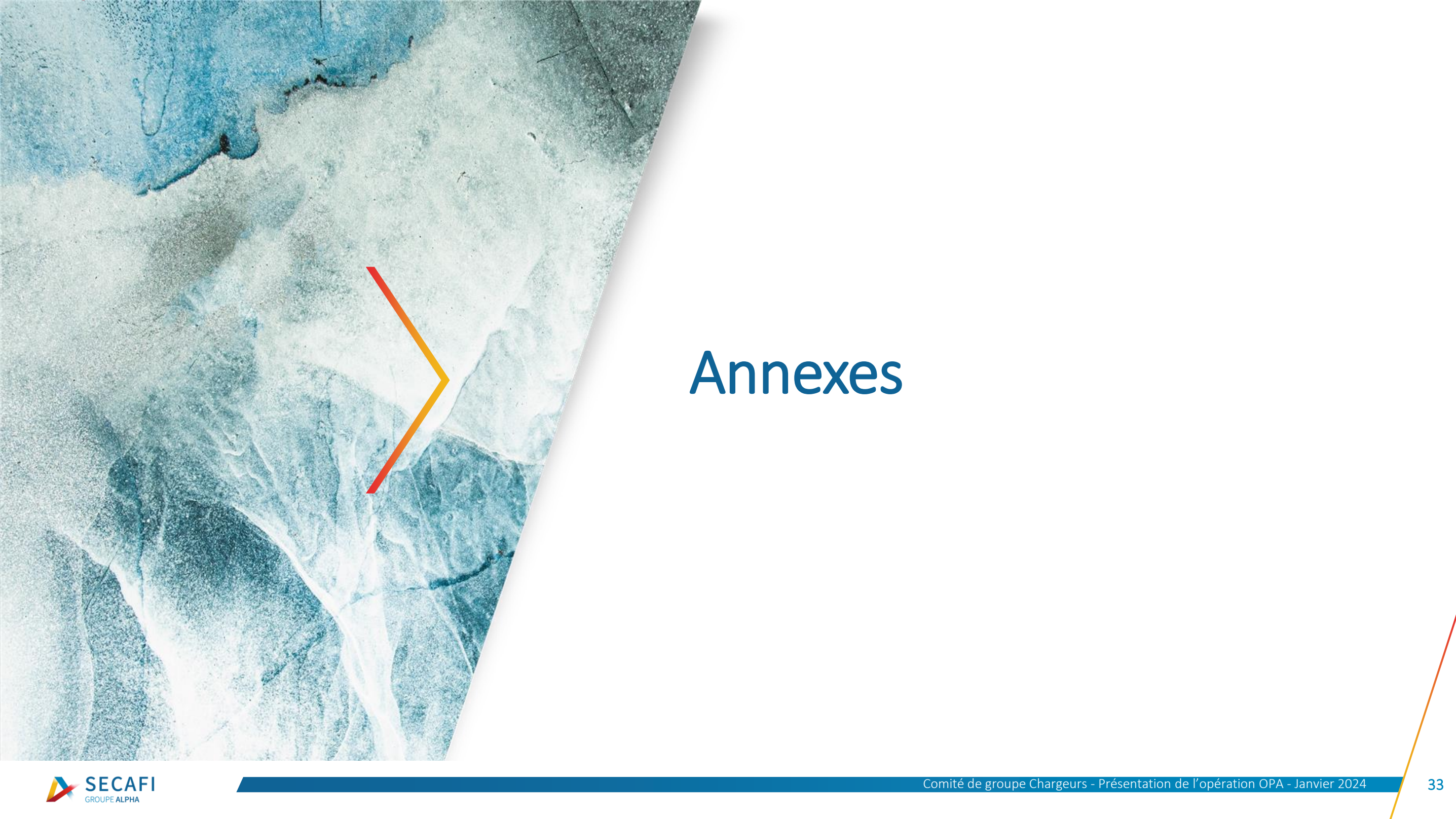
	2019	2020	2021	2022
Chiffre d'affaires	100,0	64,5	86,1	94,6
Coût des ventes	100,0	67,1	86,3	94,0
Marge brute	100,0	39,2	84,0	100,5
Frais de vente	100,0	77,0	96,4	99,5
Frais administratifs	100,0	109,7	113,1	126,4

Perspectives estimées de croissance 2024-2028 des divisions de Chargeurs

Division	Prévisions chiffre d'affaires 2024 – 2028	Rappel Moy 2019/2022 taux EBITDA	Prévisions taux EBITDA 2024
Chargeurs Advanced Materials (CAM)	+ 12,6 % / an	8,6 %	9,5 %
Chargeurs Fashion Technologies (CFT)	+ 6,3 % / an	8 %	11,5 %
Chargeurs Luxury Fibers (CLF)	Stabilité du chiffre d'affaires	3 %	3 %
Chargeurs Museum Studio (CMS)	+ 13,6 % / an	7 %	10,5 %
Chargeurs Personal Goods (CPG)	+ 35,1 % / an	ND	13,3 %

CONCLUSION

- Dans un contexte de baisse de la profitabilité, de hausse de l'endettement et d'un environnement boursier plus défavorable pour les petites et moyennes capitalisations boursières, le cours de l'action Chargeurs a été particulièrement malmené ces 2 dernières années, sous-performant le marché. La conjoncture dégradée connue depuis S2 2022 au sein de CAM a largement pesé sur les résultats et la hausse des besoins de financement.
- L'OPA lancée sur la base d'un prix de 12 € constitue une opportunité pour l'actionnaire de référence d'augmenter sa participation à un « coût raisonnable ». Cette opération a également vocation à rassurer les parties prenantes (actionnaires, banquiers, clients/fournisseurs,...). L'opération permettra également de ne pas ouvrir le capital à des fonds d'investissements.
- L'OPA est financée par les holdings Columbus qui agissent de concert à travers des apports en fonds propres, des obligations échangeables en actions et éventuellement un prêt relais. Ces obligations vont générer une charge financière, nécessitant de remonter des dividendes de Chargeurs pour y faire face. Ce coût, à défaut d'être neutre, reste absorbable par le groupe, sous réserve que la profitabilité s'améliore par rapport au point bas de 2023.
- L'offre publique d'achat semble également apparaître comme une opportunité pour certains actionnaires minoritaires en termes de liquidité. L'opération envoie surtout un signal aux investisseurs : Chargeurs croit au potentiel de ses actions et juge la correction subie exagérée. Comment les salariés pourraient-ils être intéressés à cette opération ?
- Sur le plan financier, si l'opération se concrétise, elle va donc permettre à l'actionnaire actuel de référence (le groupe familial Fribourg) de devenir majoritaire. Elle va lui donner au sein des métiers un peu « de temps au temps » en termes notamment pour le redressement de CAM, ses plans d'investissements, sa politique d'acquisitions. En d'autres termes, elle lui permettra de mettre pleinement en œuvre ses (nouvelles) orientations stratégiques et de s'inscrire sur un horizon de temps plus en phase avec les cycles économiques.
- Pour les salariés du groupe et leurs représentants, le projet ne doit pas être perçu comme une seule "histoire d'argent" à l'échelle des actionnaires. Le message de confiance envoyé aux parties prenantes externes (actionnaires, marché, banquier, clients/fournisseurs) se doit d'être relayé en interne par la direction et probablement s'accompagner a minima de « garanties sur l'avenir ».
- Globalement, si les performances de Chargeurs ont bien résisté dans un environnement difficile, le rebond de ses activités devrait n'être que progressif. La question reste posée du devenir en l'état du groupe et des métiers historiques et de la place des sites français. Pour la période 2024/25, les salariés du groupe ont besoin d'engagement concernant le devenir des métiers, le maintien des emplois et des efforts d'investissements notamment au sein des sites français.
- La direction a précisé que les plans précédents devenaient caduques dans le cadre de l'OPA. La révision stratégique devrait être présentée au mieux d'ici fin 2024 et pour le moment, le projet d'une acquisition dans le luxe dans le cadre d'une réorientation de l'activité semble abandonné. L'actionnaire de référence pourrait donc mettre en œuvre sa vision et, qui sait, opérer un virage complet à compter de 2025/26 ? Ceci pourrait-il l'amener à se délaisser d'une partie des actifs actuels du groupe ?



Annexes

Présentation des actionnaires de Chargeurs et Colombus Holding

Chargeurs



Fondée en 2001, société de gestion d'actifs français axée sur l'investissement éco-responsable.



Fondée en 2010 et filiale de Crédit Agricole, elle l'une des plus grandes gestionnaires d'actif au Monde.



Fondée en 1996, société de gestion d'actifs paneuropéenne établie en Belgique.

Colombus Holding



Groupe d'assurance et de services financiers français, fondé en 1986.



L'une des plus grandes banques européennes offre des gammes de services bancaires et financiers.

au 14/12/2023, le % de détention et la valeur de la participation (sur une base de 12 € par titre) des actionnaires institutionnels :

- Sycomore : 5,23 % du capital, soit 15,6 m€
- Amundi : 3,14 % du capital, soit 9,4 m€
- Candriam : 2,86 % du capital, soit 8,5 m€

Colombus Holding 2



Mutuelle d'assurance spécialisée pour les professionnels de santé, fondée en 1897.

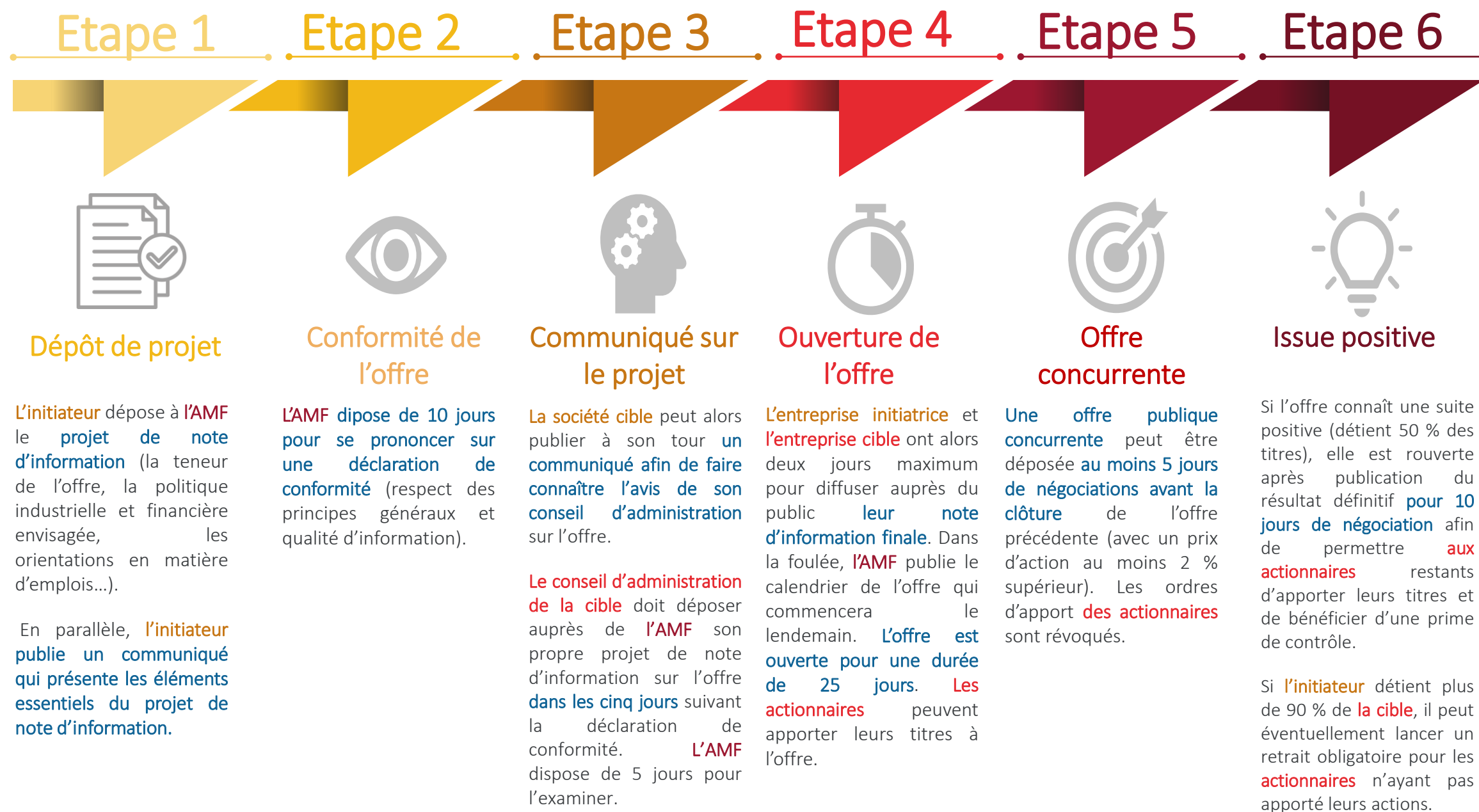


Fondée en 1924, mutuelle d'épargne et de retraite, offre des services financiers.

Habert-Dassault Holding

Société d'investissement appartenant à la Famille Dassault, il a pour objectif d'investir dans des sociétés.

Les étapes d'une offre publique



Offre Publique d'Achat et retrait obligatoire

- > Une Offre Publique d'Achat (OPA) est une procédure boursière dans laquelle une entité, généralement **une entreprise ou un investisseur, propose d'acheter publiquement les actions d'une société cotée en Bourse** afin d'en augmenter sa participation ou d'en prendre le contrôle.
- > Une OPA fait intervenir les acteurs suivants :
 - **L'initiateur d'une offre publique** est la personne qui lance une offre sur une société cotée en Bourse ;
 - **La société visée** (ou société cible) est la société cotée dont les titres font l'objet de l'offre ;
 - **L'autorité des marchés financiers (AMF)** contrôle l'information délivrée aux actionnaires et la conformité de l'offre. Elle veille également au respect des droits des actionnaires minoritaires et au bon déroulement de l'offre.
- > L'AMF précise : « à l'issue de toute offre publique, si les titres non apportés à l'offre représentent moins de 10 % du capital et des droits de vote, l'actionnaire majoritaire peut mettre en œuvre, sous trois mois, **un retrait obligatoire sur ces titres**. Les actionnaires minoritaires sont alors indemnisés et les titres de la société visée radiée du marché. Un expert indépendant est désigné par la société visée afin de déterminer le prix du retrait obligatoire (« attestation d'équité »). S'il n'a pas mis en œuvre un retrait obligatoire dans le délai de trois mois, l'actionnaire majoritaire peut lancer une offre publique de retrait (OPR) plus tard. Dans ce cas, le prix de l'offre pourra être différent de celui de l'OPA ».

Les annonces ou projets d'offres publiques ont été déposés auprès de l'AMF entre janvier et décembre 2023 (1/2)

- 22/12. NDK (Groupe Tressol-Chabrier) a annoncé les caractéristiques d'un projet d'OPA simplifiée visant les actions Groupe Parot au prix unitaire de 8,83 €.
- 22/12. Banque Degroof Petercam, CIC et Portzamparc (BNP Paribas), agissant pour le compte de SII Goes On (groupe familial Huvé), ont déposé un projet d'OPA simplifiée visant les actions SII au prix unitaire de 70 €.
- 21/12. CitizenPlane a annoncé les caractéristiques d'un projet d'OPA simplifiée visant les actions Travel Technology Interactive (TTI) au prix unitaire de 2,34 €.
- 14/12. Colombus Holding et Colombus Holding 2 ont annoncé les caractéristiques d'un projet d'OPA visant les actions Chargeurs au prix unitaire de 12 €.
- 12/12. SII Goes On a annoncé les caractéristiques d'un projet d'OPA simplifiée visant les actions SII au prix unitaire de 70 €.
- 5/12. Webdyn (contrôlée par Flexitron Group) a annoncé les caractéristiques d'un projet d'OPA simplifiée visant les actions Adeunis au prix unitaire de 0,175 € (avec un complément de prix maximum de 0,224 € par action).
- 14/11. Natixis, agissant pour le compte de Iamgold France, a déposé un projet d'OPR visant les actions Euro Ressources au prix unitaire de 3,50 €.
- 9/11. Spie Batignolles a annoncé les caractéristiques d'un projet d'OPA simplifiée visant les actions CIFE au prix unitaire de 61 €.
- 7/11. Bryan, Garnier & Co, BNP Paribas et CIC, agissant pour le compte de Boiron Développement (contrôlée par le concert familial Boiron), ont déposé un projet d'OPA simplifiée visant les actions Boiron au prix unitaire de 39,64 €.
- 7/11. BNP Paribas et JP Morgan, agissant pour le compte de Keysight Technologies Netherlands, ont déposé un projet d'OPA visant les actions ESI Group au prix unitaire de 155 €.
- 27/10. Terrena a annoncé les caractéristiques d'un projet d'OPA simplifiée visant les actions Tipiak au prix unitaire de 88 €.
- 18/10. Lazard Frères Banque, agissant pour le compte d'un concert d'actionnaires, a déposé un projet d'OPA simplifiée visant les actions Technicolor Creative Studios au prix unitaire de 1,63 €.
- 17/10. Banque Delubac & Cie, agissant pour le compte d'Ober Finances, a déposé un projet d'OPA simplifiée visant les actions Ober au prix unitaire de 11,72 €.
- 2/10. Un concert d'actionnaires a annoncé les caractéristiques d'un projet d'OPA simplifiée visant les actions Technicolor Creative Studios au prix unitaire de 1,63 €.
- 20/09. Portzamparc (groupe BNP Paribas), agissant pour le compte de Bouygues, a déposé un projet d'OPR visant les actions Colas au prix unitaire de 175 €.
- 18/09. Bouygues a annoncé les caractéristiques d'un projet d'OPR visant les actions Colas au prix unitaire de 175 €.
- 7/09. Portzamparc (groupe BNP Paribas), agissant pour le compte de Seqens (SK Capital Partners), a déposé un projet d'OPA simplifiée visant les actions PCAS au prix unitaire de 8 €.
- 16/08. Alantra Capital Markets, agissant pour le compte de SVF II Strategic Investments AIV (SoftBank Group), a déposé un projet d'OPA visant les actions Balyo au prix unitaire de 0,85 €.

Les annonces ou projets d'offres publiques qui ont été déposés auprès de l'AMF entre janvier et décembre 2023 (2/2)

- > 7/08. Portzamparc (groupe BNP Paribas) et Lazard Frères Banque ont déposé un projet d'OPA simplifiée visant les actions Biocorp au prix unitaire de 35 €.
- > 19/07. Assa Abloy a annoncé les caractéristiques d'un projet d'OPA simplifiée visant les actions Evolis au prix unitaire de 43,75 €.
- > 11/07. Ober Finances a annoncé les caractéristiques d'un projet d'OPA simplifiée visant les actions Ober au prix unitaire de 11,72 €.
- > 4/07. Boiron Développement (contrôlé par le concert familial Boiron) a annoncé les caractéristiques d'un projet d'OPA simplifiée visant les actions Boiron au prix unitaire de 39,64 € (après détachement d'un dividende exceptionnel de 10,36 €).
- > 29/06. Keysight Technologies a annoncé les caractéristiques d'un projet d'OPA visant les actions ESI Group au prix unitaire de 155 €.
- > 27/06. Paredes a annoncé les caractéristiques d'un projet d'OPA visant les actions Orapi au prix unitaire de 5,88 €.
- > 22/06. Oddo BHF a déposé, pour le compte de la FIEBM, un projet d'OPRA portant sur un maximum de 837.648 actions, représentant 43,83 % de son capital, au prix de 11,50 € par action.
- > 22/06. Natixis, agissant pour le compte d'Eagle Football Holdings Bidco (contrôlée par M. John Textor), a déposé un projet d'OPA simplifiée visant les actions OL Groupe au prix unitaire de 3 €.
- > 19/06. Grenadier Holdings a annoncé les caractéristiques d'un projet d'OPA simplifiée visant les actions Paragon ID au prix unitaire de 38,01 €.
- > 15/06. SoftBank Group a annoncé les caractéristiques d'un projet d'OPA visant les actions Balyo au prix unitaire de 0,85 €.
- > 8/06. Crédit Agricole Île-de-France et Natixis, agissant pour le compte de Rothschild & Co Concordia, ont déposé un projet d'OPA simplifiée visant les actions Rothschild & Co au prix unitaire de 48 € (dividende attaché).
- > 8/06. Banque Degroof Petercam, agissant pour le compte de K Eagle Investment, a déposé un projet d'OPA simplifiée visant les actions Keyrus au prix unitaire de 7 €.
- > 6/06. K Eagle Investment a annoncé les caractéristiques d'un projet d'OPA simplifiée visant les actions Keyrus au prix unitaire de 7 €.
- > 5/06. Novo Nordisk a annoncé les caractéristiques d'un projet d'OPA simplifiée visant les actions Biocorp au prix unitaire de 35 €.
- > 15/05. FIEBM a annoncé les caractéristiques d'un projet d'OPRA portant sur un maximum de 837.648 actions, représentant 43,83 % du capital, au prix de 11,50 € par action.
- > 28/04. Crédit Agricole CIB, CIC, Lazard Frères Banque et Société Générale, agissant pour le compte de Limagrain Participations, ont déposé un projet d'OPA simplifiée visant les actions Vilmorin & Cie au prix unitaire de 62,60 €.
- > 8/03. Banque Degroof Petercam et Portzamparc, agissant pour le compte de Lisi, ont déposé un projet d'OPRA portant sur 7.576.004 actions, soit 14 % de son capital, au prix unitaire de 27 €.
- > 2/03. Société Générale, agissant pour le compte de Sopra Steria Group, a déposé un projet d'OPA simplifiée visant les actions CS Group au prix unitaire de 11,50 €.
- > 20/02. Société Générale, agissant pour le compte de Guerbet, a déposé un projet d'OPA visant les actions Intracense au prix unitaire de 0,44 €.
- > 6/02. Concordia a annoncé les caractéristiques d'un projet d'OPA simplifiée visant les actions Rothschild & Co au prix unitaire de 48 €.
- > 11/01. Guerbet a annoncé les caractéristiques d'un projet d'OPA visant les actions Intracense au prix unitaire de 0,44 €.

En 2022, 60 % des sociétés qui ont fait l'objet d'offre publique ont été retirées de la Bourse de Paris et la prime médiane offerte a été de 30,5 % par rapport au dernier cours

> **32 offres publiques** ont été déclarées conformes par l'AMF en 2022 (un niveau conforme à la moyenne 2015-2022, mais en recul par rapport à 2021 qui était une année record). Ces opérations totalisent **15,6 Mrd € de capital acquis**.

- Le secteur des technologies (**Informatique et Biotech/Medtech**) reste majoritaire (31 % des opérations, vs 37 % en 2021) ;
- **29 opérations (90 %)** ont été initiées par la société elle-même ou par l'actionnaire de référence (autour de 50 % les années précédentes) ;
- **21 sociétés (60 %)** ont été retirées de la Bourse de Paris (OPR-RA) ;

Sociétés retirées de la cote suite à des offres initiées en 2022

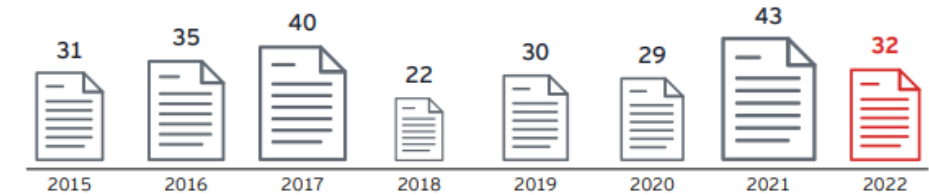
▶ Visiodent	▶ Advenis	▶ ADA
▶ Envea	▶ Generix Group	▶ Next Stage
▶ Musée Grévin	▶ Albioma	▶ Cast
▶ Groupe Open	▶ Hiolle Industries	▶ Le Tanneur & Cie
▶ CNP Assurances	▶ Ucar	▶ Groupe IRD
▶ Tivoly	▶ Umanis	▶ Onco Design

> La prime médiane offerte aux détenteurs d'actions a été de :

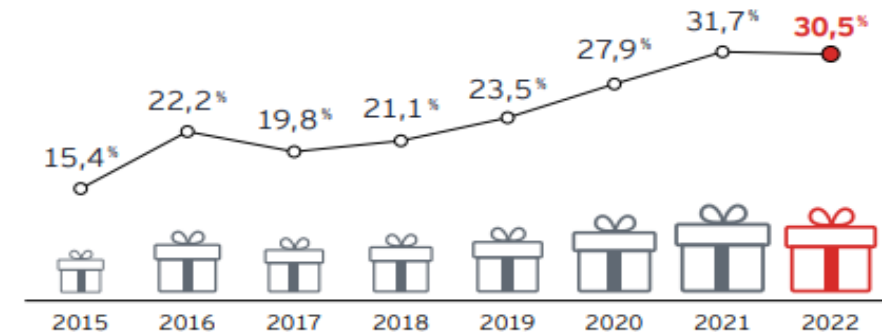
- **30,5 % par rapport au dernier cours de Bourse** avant l'annonce de l'opération
- **27,5 % par rapport au cours moyen sur 12 mois**.

> Malgré la remontée des taux d'intérêt qui accroît le coût des opérations et sur la base d'une première analyse pour 2023 (40 offres déclarées), la prime serait de 36 % en 2023.

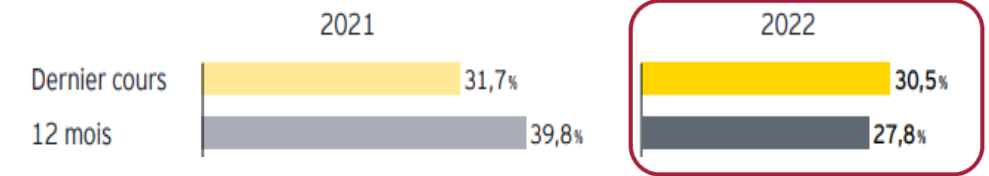
Nombre d'offres



Prime médiane¹¹ offerte aux détenteurs d'actions par rapport au dernier cours de bourse



Primes des offres publiques - 2022 (en%)



Source : Observatoire des offres publiques 2022 - EY

Conjoncture économique : les principaux enjeux économiques identifiés

1. **Instabilité économique** : les fluctuations économiques mondiales, les crises financières et les incertitudes économiques peuvent avoir un impact sur la stabilité des entreprises, en particulier celles opérant à l'échelle internationale.
2. **Perturbations liées à la pandémie** : bien que la pandémie de Covid-19 puisse être sous contrôle, les entreprises peuvent encore faire face à des perturbations liées à la santé mondiale, notamment des variants du virus, des confinements sporadiques, etc.
3. **Géopolitique** : les tensions géopolitiques, les conflits commerciaux et les changements dans les relations internationales peuvent influencer les opérations commerciales et les chaînes d'approvisionnement.
4. **Changements réglementaires** : les entreprises peuvent être confrontées à des changements rapides dans les réglementations nationales et internationales, ce qui peut affecter leur manière de faire des affaires.
5. **Changements climatiques** : les événements météorologiques extrêmes, les catastrophes naturelles et les préoccupations croissantes liées au changement climatique peuvent avoir des conséquences sur les opérations commerciales.
6. **Innovation technologique** : alors que la technologie offre des opportunités, elle peut également représenter un risque pour les entreprises qui ne parviennent pas à s'adapter rapidement aux évolutions technologiques ou qui ne parviennent pas à protéger leurs données de manière adéquate.

Voici quelques points clés à considérer :

- > **Coûts de l'énergie** : les entreprises européennes peuvent être confrontées à des coûts d'énergie plus élevés par rapport à leurs concurrents dans d'autres régions du monde. Cela peut découler de politiques énergétiques nationales, des taxes sur l'énergie, ou de la dépendance à des sources d'énergie coûteuses.
- > **Mix énergétique** : la composition du mix énergétique utilisé dans la production d'électricité peut avoir un impact sur les coûts. Si un pays dépend fortement de sources d'énergie coûteuses, cela peut augmenter les coûts pour les entreprises opérant dans ce pays.
- > **Politiques environnementales** : les politiques environnementales strictes, bien que nécessaires, peuvent également augmenter les coûts de production. Si les entreprises d'autres régions ne sont pas soumises à des normes aussi strictes, elles pourraient avoir un avantage compétitif en termes de coûts.
- > **Aides d'état** : certains pays peuvent offrir des subventions ou des avantages fiscaux à leurs industries, ce qui peut créer des distorsions concurrentielles. Les entreprises européennes pourraient se trouver en situation de désavantage si ces incitations ne sont pas également disponibles.
- > **Innovation technologique** : les investissements dans des technologies plus efficaces sur le plan énergétique peuvent aider les entreprises européennes à rester compétitives malgré des coûts énergétiques plus élevés.
- > **Politiques commerciales** : les accords commerciaux et les politiques d'importation peuvent également jouer un rôle dans la compétitivité. Les barrières commerciales ou les tarifs sur les importations d'énergie ou de biens manufacturés peuvent influencer la compétitivité des entreprises européennes.

Chargeurs : des enjeux transverses dans un environnement en mutation et volatils

Politique d'innovation & de développement

- Nécessaires investissements pour sortir des dépendances « aux plastiques » et aux fibres synthétiques
- Des moyens internes confortés et appui sur l'EPFL
- Implications du développement des outils et services digitaux pour les métiers « intellectuels » et de création

Autres

- Risques géopolitiques
- Se protéger d'une cyber-attaque
- Impacts potentiels de l'IA sur les process organisationnels et pour certains métiers – Évolutions des demandes
- Renouvellement et déploiement de nouveaux ERP adaptés aux activités

Les transitions énergétique & climatique

- Fluctuations plus marquées des coûts des intrants et de leur disponibilité (hors énergie)
- Cadres réglementaires Climat- Énergie renforcés en Europe selon l'intensité des « renoncements » à faire et les degrés d'influence des lobbies
- Composition des produits (PE, microparticules...)
- Empreinte carbone et eau : enjeux sur les produits & industriels – investissements importants
- Nécessité d'avoir des marques engagées
- CMS participe à la réalisation d'ouvrages à fort impact pour le climat (impacts « par destination »)

Évolution des Pratiques sociales et gestion des Talents

- Enjeux inter culturels
- Fidélisation pour limiter les départs et les pertes de compétences
- Des pratiques managériales porteuses de valeurs (sens du travail, reconnaissance et dignité humaine) : éviter la démotivation et/ou la démobilisation
- Des innovations organisationnelles et managériales pour répondre aux nouvelles aspirations

Image et notoriété du Groupe

- Exposition accrue par le développement des ventes directes aux consommateurs (pôle Luxe)
- Pollution Plastique et Taxonomie pour CAM
- Un plan de vigilance auprès des fournisseurs et sous-traitants
- Niveau d'exigence accru des Grands Comptes
- Non-qualité ou non-conformité des produits vendus
- Risque de participation à des réalisations culturelles dans des pays à mauvaise réputation

Décomplexifier les Supply Chain

- Conserver la bonne gestion des flux des MP
- Anticiper la gestion de ruptures temporaires dans la chaîne d'approvisionnement
- Coûts logistiques dépendant des instabilités géopolitiques et désorganisations des transports mondiaux
- Relocalisation par zone géographique de proximité (ex : Turquie pour FT ; Asie pour CAM) limitation de l'empreinte carbone
- Services complémentaires à développer (traçabilité, juste à temps, stocks consignés...)



P o u r d e s c o m p r o m i s é c l a i r é s , é q u i l i b r é s e t e x i g e a n t s

www.secafi.com

Cette offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers.

Annexe 2 : rapport de l'expert indépendant



RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

DANS LE CADRE DE L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE CHARGEURS

**Cabinet Didier Kling Expertise & Conseil
28 Avenue Hoche
75008 Paris**

Sommaire

1.	Présentation de l'Offre	3
1.1	Sociétés concernées par l'Offre.....	3
1.2	Présentation des modalités de l'Offre	5
1.3	Présentation des motifs de l'Offre.....	5
1.4	Intentions de l'Initiateur.....	5
1.5	Financement de l'Offre	6
2.	Présentation de CHARGEURS	8
2.1	Un conglomérat au portefeuille d'activités composé de leaders de marchés de niche... ..	8
2.2	... dont les performances traduisent son agilité à s'adapter aux circonstances mais également son exposition aux cycles économiques.....	17
2.3	... dont la structure financière reflète sa politique de construction de nouveaux pôles par croissance externe et de distribution de dividendes	18
2.4	Synthèse.....	20
3.	Données structurant l'évaluation de CHARGEURS	21
3.1	Date d'évaluation	21
3.2	Structure du capital et nombre d'actions retenu	21
3.3	Présentation des prévisions utilisées.....	21
3.4	Taux d'actualisation.....	23
3.5	Ajustement entre la valeur d'entreprise de CHARGEURS et la valeur de marché de ses titres	27
4.	Eléments d'appréciation du Prix d'Offre.....	30
4.1	Méthodes d'évaluation et références de valorisation écartées	30
4.2	Référence au cours de bourse – à titre principal	31
4.3	Référence aux objectifs de cours des analystes – à titre principal	35
4.4	Méthode de la somme des parties : à titre principal.....	36
4.5	Analyse des synergies attendues	48
4.6	Synthèse des éléments d'appréciation du Prix d'offre	48
5.	Analyse des éléments d'appréciation du Prix d'offre établis par les Banques présentatrices.....	49
5.1	Choix des critères d'évaluation.....	49
5.2	Nombre de titres retenu	49
5.3	Ajustement entre la valeur d'entreprise et la valeur de marché des titres.....	49
5.4	Mise en œuvre de la méthode de la somme des parties	50
6.	Contact avec des tiers.....	53
7.	Conclusion sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre	54
Annexe 1 :	Présentation de l'Expert Indépendant et déroulement de l'expertise	56
Annexe 2 :	Présentation des sociétés retenues comme comparables boursiers	61
Annexe 3 :	Lettre de mission	64

Le cabinet Didier Kling Expertise & Conseil (ci-après, « **DKEC** »), représenté par M. Didier KLING et M. Teddy GUERINEAU, a été désigné par le Conseil d'administration de la société CHARGEURS (ci-après la « **Société** » ou « **CHARGEURS** »), en date du 14 décembre 2023, en qualité d'expert indépendant.

L'objet de cette désignation est d'apprécier le caractère équitable des conditions financières offertes par les sociétés COLOMBUS Holding et COLOMBUS Holding 2 (ci-après, les « **Initiateurs** ») dans le cadre de l'offre publique d'achat (ci-après « **l'Offre** ») visant les actions émises par CHARGEURS.

Notre désignation est intervenue en application de l'article 261-1 du Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (ci-après, « **AMF** »). Plus spécifiquement, notre intervention s'inscrit dans le cadre où l'offre est susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein du conseil d'administration de la Société, car « *les dirigeants de la société visée ou les personnes qui la contrôlent au sens de l'article L. 233-3 du code du commerce ont conclu un accord avec l'initiateur de l'offre susceptible d'affecter leur indépendance* »¹ (article 261-1 I 2°).

Le présent rapport a été établi conformément à l'article 262-1 du Règlement général de l'AMF et à son instruction d'application n°2006-08 du 25 juillet 2006, modifiée le 10 février 2020, relative à l'expertise indépendante, elle-même complétée des recommandations de l'AMF en date du 28 septembre 2006, modifiées le 19 octobre 2006, le 27 juillet 2010 et le 10 février 2020. Nos diligences sont détaillées ci-après.

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents publics et informations qui nous ont été transmis par la Société et ses conseils, sans avoir la responsabilité de les valider. Conformément à la pratique en matière d'expertise indépendante, nous n'avons pas cherché à valider les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence.

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

Le présent rapport est organisé comme suit :

1. Présentation de l'Offre
2. Présentation de CHARGEURS
3. Données structurant l'évaluation de CHARGEURS
4. Éléments d'appréciation du Prix d'offre
5. Analyse des éléments d'appréciation du Prix d'offre établis par les Banques présentatrices
6. Contact avec des tiers
7. Conclusion sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre

¹ En raison de l'existence d'accords entre M. Michaël FRIBOURG, Président Directeur général de la Société, et les Initiateurs, qu'il contrôle indirectement, susceptibles d'affecter son indépendance.

1. Présentation de l'Offre

Par communiqué en date du 14 décembre 2023, les Initiateurs ont annoncé leur intention de déposer de concert un projet d'offre publique d'achat volontaire en numéraire visant les actions CHARGEURS au prix unitaire de 12,0 euros (ci-après, le « **Prix d'offre** »).

Les Initiateurs ont déposé, auprès de l'AMF, leur projet de note d'information relative à un projet d'offre publique d'achat volontaire visant les actions CHARGEURS, le 5 janvier 2024 (ci-après, le « **Projet de note d'information** »).

1.1 Sociétés concernées par l'Offre

1.1.1 Présentation des Initiateurs de l'Offre

Les Initiateurs sont deux compagnies d'investissement aujourd'hui dédiées à la détention d'actions CHARGEURS contrôlées par la famille FRIBOURG.

a) COLOMBUS Holding

COLOMBUS Holding est une société par actions simplifiée, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 813 938 990, dont le siège social est situé 55, avenue Marceau, 75116 Paris.

Selon le Projet de note d'information son capital se répartira de la façon suivante au soir du règlement livraison de l'Offre :

Figure 1. Répartition du capital de COLOMBUS Holding

Actionnaire	Nb d'actions	% du capital
Groupe Familial FRIBOURG	2 252 788	67,4%
COLOMBUS FRIBOURG Group	182 170	5,5%
Groupama	237 350	7,1%
COLOMBUS Family Holding	605 040	18,1%
BNP Paribas Développement	64 295	1,9%
Total	3 341 643	100,0%

b) COLOMBUS Holding 2

COLOMBUS Holding 2 est une société par actions simplifiée, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 981 522 469, dont le siège social est situé 55, avenue Marceau, 75116 Paris.

Selon le Projet de note d'information son capital se répartit de la manière suivante :

Figure 2. Répartition du capital de COLOMBUS Holding 2

Actionnaire	Nb d'actions	% du capital
Groupe Familial FRIBOURG 2	28 401 000	50,2%
MASCF	10 000 000	17,7%
CARAC	10 000 000	17,7%
HABERT DASSAULT Holding	8 200 000	14,5%
Total	56 601 000	100,0%

1.1.2 Présentation de la société visée par l'Offre – CHARGEURS

CHARGEURS est une société anonyme immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 390 474 898, dont le siège social se situe au 7, rue Kepler, 75116 Paris.

A la date du dépôt du Projet de note d'information et à la connaissance des Initiateurs, son capital social s'élève à 3.977.920,24 euros, divisé en 24.862.314 actions ordinaires d'une valeur nominale de 0,16 euro chacune et se répartit de la manière suivante :

Figure 3. Répartition du capital et des droits de vote de CHARGEURS

Actionnaire	Nb d'actions	% du capital	Nb de droits de vote	% de droits de vote théoriques
COLOMBUS Holding	6 590 304	26,5%	7 741 804	29,5%
COLOMBUS Holding 2	1	0,0%	1	0,0%
SYCOMORE Asset Management	1 299 669	5,2%	1 299 669	5,0%
AMUNDI Asset Management	779 663	3,1%	779 663	3,0%
CANDRIAM	710 860	2,9%	710 860	2,7%
Actions propres	824 460	3,3%	824 460	3,1%
Autres actionnaires	14 657 357	59,0%	14 866 767	56,7%
Total	24 862 314	100,0%	26 223 224	100,0%

Les Initiateurs disposent, à la date du dépôt du Projet de note d'information, de 26,5% du capital et 29,5% des droits de vote.

Les actions CHARGEURS sont admises aux négociations sur le compartiment B du marché réglementé d'Euronext à Paris, sous le code ISIN FR0000130692.

Fondé en 1872, sous la dénomination CHARGEURS Réunis, CHARGEURS est aujourd'hui, sous l'impulsion de son actionnaire de référence, COLOMBUS Holding, devenu un groupe regroupant des leaders de marchés de niche organisés autour d'un pôle technologie (CHARGEURS Advanced Materials ou CAM, CHARGEURS Fashion Technologies ou CFT) et d'un pôle luxe (CHARGEURS Fiber Luxury ou CFL, CHARGEURS Museum Studio ou CMS, CHARGEURS Personal Goods ou CPG).

1.2 Présentation des modalités de l'Offre

Les termes de l'Offre sont décrits au paragraphe 2.1 du Projet de note d'information.

Les Initiateurs s'engagent irrévocablement à acquérir la totalité des actions émises par CHARGEURS qu'ils ne détiennent pas à la date du Projet de note d'information, à l'exception de 824.460 actions auto-détenues par la Société, que la Société s'est engagée à ne pas apporter à l'Offre.

Le Prix d'offre est fixé à 12,0€.

L'Offre revêt un caractère volontaire. Elle est soumise à un seuil de caducité. En effet, en application des dispositions de l'article 231-9 I du Règlement général de l'AMF, l'Offre sera caduque, si, à sa date de clôture, les Initiateurs ne détiennent pas, seuls ou de concert, directement ou indirectement, un nombre d'actions représentant une fraction du capital ou des droits de la Société supérieur à 50%, soit au minimum 12.431.158 actions ou 13.111.613 droits de vote.

1.3 Présentation des motifs de l'Offre

Il est exposé au paragraphe 1.1.1 du Projet de note d'information que :

« L'offre est motivée par les principales considérations suivantes :

- *Chargeurs, malgré ses développements réussis au cours des 8 dernières années, demeure un groupe complexe, congloméral, qui fait coexister des métiers et cycles différents, et dont l'identité boursière et l'attractivité boursière demandent encore du temps ;*
- *Au cours des 4 dernières années, le Groupe et ses métiers ont affronté et surmonté différentes crises (pandémie de Covid-19, inflation, guerre en Ukraine, crise de l'énergie, crise de l'immobilier) avec un rebond progressif mais qui va continuer de s'étaler dans le temps ;*
- *Enfin, Chargeurs appartient à une catégorie et une taille d'entreprises cotées ayant subi un désintérêt significatif des marchés depuis la mi-2022, exposant les actionnaires du flottant à une volatilité atypique et à une mécanique de liquidité sous pression.*

Ces éléments et évolutions rendent aujourd'hui nécessaire de doter CHARGEURS d'une structure actionnariale plus appropriée à son projet à long terme avec un actionnaire majoritaire et un flottant toujours significatif mais moins large donc moins soumis au risque de volatilité.

L'offre permet aux actionnaires du flottant qui ne veulent pas ou ne peuvent pas attendre un environnement ou des catalyseurs plus favorables, d'accéder à court terme à une fenêtre de liquidité volontaire avec une prime significative par rapport au cours moyen des 3, 6 et 9 mois précédents ».

1.4 Intentions de l'Initiateur

Il est décrit, au paragraphe 1.2 du Projet de note d'information, les intentions des Initiateurs dont les principales sont les suivantes :

1.4.1 Intentions en termes de politique industrielle, commerciale et financière

Les Initiateurs exposent qu'ils ont l'intention de « *soutenir le développement de la Société et de poursuivre les principales orientations stratégiques mises en œuvre par la Société* » mais n'ont pas l'intention de « *modifier, en cas de suite positive de l'Offre, le modèle opérationnel de la Société, en dehors de l'évolution normale de son activité* ».

1.4.2 Intentions en matière d'emploi

Les Initiateurs indiquent qu'ils s'inscrivent « *dans une logique de poursuite de l'activité et du développement de la Société* » de telle sorte que l'Offre « *n'aurait pas d'incidence particulière sur la politique salariale et de gestion des ressources humaines, ni sur les conditions de travail des salariés ou leur statut collectif ou individuel* ».

1.4.3 Intentions concernant la politique de distribution de dividendes

Les Initiateurs écrivent qu'ils « *n'ont pas l'intention de modifier la politique de versement de dividendes de la Société* ».

A cet égard, il peut être mentionné que la Société a distribué un dividende 0,76 euro par action (dont 0,22 euro d'acompte sur dividende) au titre de l'exercice clos le 31 décembre 2022, 1,24 euro par action (dont 0,48 euro d'acompte sur dividende) au titre de l'exercice clos le 31 décembre 2021 et 1,32 euro par action (dont 0,28 euro d'acompte sur dividende) au titre de l'exercice clos le 31 décembre 2020.

1.4.4 Intentions concernant une éventuelle fusion

Les Initiateurs n'envisagent pas à la date du Projet de note d'information de fusionner avec la Société à l'issue de l'Offre.

1.4.5 Intentions en matière de retrait obligatoire – radiation de cote

Les Initiateurs n'ont pas l'intention de demander la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire.

Par ailleurs, les Initiateurs ont exprimé leur intention de maintenir l'admission des actions aux négociations sur le marché réglementé Euronext à Paris à l'issue de l'Offre. Par conséquent, les Initiateurs n'ont pas l'intention de demander à Euronext Paris la radiation des actions de la cote.

1.4.6 Synergies et gains économiques attendus de l'Offre

Les Initiateurs indiquant avoir « *principalement une activité de holding* », ils « *n'anticipent pas de synergie significative de coût ou de revenus dont ils pourraient bénéficier ou dont pourrait bénéficier la Société* ».

1.5 Financement de l'Offre

Les Initiateurs indiquent, au paragraphe 2.14.2 du Projet de note d'information, que l'acquisition de la totalité des 17.447.549 actions visées par l'Offre représenterait, sur la base du Prix d'offre, un montant maximal de 209,37 m€ qui serait financé, y compris les frais de l'Offre de la façon suivante :

« - 56,6 millions d'euros seront financés par les fonds propres de Colombus Holding 2 post souscription au capital de cette société par Groupe Familial Fribourg 2 et des partenaires institutionnels tiers ;

- 95 millions d'euros seront financés par l'émission d'une part, par Colombus Holding 2 et d'autre part, par Colombus Holding d'obligations échangeables en actions existantes Chargeurs sans que l'option pour l'échange en actions, si elle était exercée, soit susceptible de faire perdre le contrôle de la Société par le concert composé de Colombus Holding et Colombus Holding 2 (...)*
- le solde, soit 72,2 millions d'euros, sera financé par crédit relais au bénéfice de Colombus Holding 2 et Colombus Holding, étant précisé que les Initiateurs entendent maintenir un niveau de flottant significatif à même d'assurer une liquidité des actions ».*

2. Présentation de CHARGEURS

2.1 Un conglomérat au portefeuille d'activités composé de leaders de marchés de niche...

Fondés en 1872, les Chargeurs Réunis, qui adopteront finalement la dénomination CHARGEURS, débutent leur histoire comme une compagnie de navigation à vapeur.

Sous l'impulsion de ses actionnaires successifs, CHARGEURS étendra les lignes maritimes qu'il dessert, sa présence dans la chaîne de valeur du fret, le type de transports offerts (par exemple, le transport avec l'UTA ou les croisières) avant d'entamer des phases successives de diversification, vers les industries textiles et les médias, et de recentrage, par exemple avec la scission avec Pathé.

En octobre 2015, MM. SEYDOUX et MALONE, les actionnaires de référence du groupe, cèdent leur participation dans CHARGEURS à COLOMBUS Holding, contrôlée par M. Michael FRIBOURG.

Sous l'impulsion de ce dernier, CHARGEURS s'est doté d'un **portefeuille d'activités** qui partage les traits suivants :

- être en position de **leader sur un marché de niche** global dont la taille se situe entre 500 m€ et 1 md€ ;
- **fournir des produits ou des services qui jouent un rôle important dans le process de son client** tout en ne représentant qu'une petite fraction de sa base de coûts ;
- fournir une **part croissante de services**, notamment en complément des produits fabriqués ;
- se focaliser sur la **partie haut de gamme** du marché.

Globalement, cette stratégie a visé à positionner les divisions de CHARGEURS vers des produits et des services plus différenciés, leur permettant de cumuler les avantages concurrentiels suivants :

- un **avantage en termes de demande** en renforçant la captivité de clients qui valorisent le rôle que les produits et les services associés de CHARGEURS jouent dans la perception de la qualité de leurs propres produits, tout en ne représentant qu'une faible part de leur coût global ;
- un **avantage en termes d'offre** grâce aux économies d'échelle permises par sa position de leader et aux investissements réguliers effectués dans son appareil productif.

CHARGEURS a progressivement implémenté cette stratégie dans ses activités historiques, CAM (2.1.1), CFT (2.1.2) et CLF (2.1.3).

CHARGEURS a également mis en place une stratégie de croissance externe pour appliquer son modèle à de nouvelles activités avec CMS (2.1.4) et CPG (2.1.5).

Durant la crise sanitaire, CHARGEURS a mobilisé son savoir-faire et ses moyens de production pour créer une division spécialisée dans la fabrication de masques de protection (Healthcare Solutions – 2.1.6).

L'ensemble de ces divisions sont aujourd'hui regroupées dans un pôle technologie comprenant CAM et CFT (y compris Healthcare Solutions) et un pôle luxe englobant CFL, CMS et CPG.

2.1.1 CHARGEURS Advanced Materials (CAM)

CAM est le leader mondial des films de process auto-adhésifs protégeant, sous forme temporaire, des matériaux ou surfaces fragiles et à haute valeur ajoutée (acier inoxydable, aluminium, métaux prélaqués...) contre les traces de poussière et les rayures du processus de production jusqu'à leur livraison à l'utilisateur finale.

Le film plastique fourni par CAM ne constitue pas un film d'emballage. Il contribue à certaines étapes fondamentales du processus de fabrication dont il facilite la réalisation (lubrification, découpe laser...). Il participe aussi d'une démarche ESG car ils sont recyclables et réduisent le taux de déchet dans le processus industriel de ses clients.

CAM bénéficie d'une différenciation technologique grâce à ses formules d'extrusion de film et son savoir-faire en matière d'enduction, qui permettent à ses produits d'acquérir des performances uniques en matière d'épaisseur, d'adhésivité, d'élasticité ou de transparence.

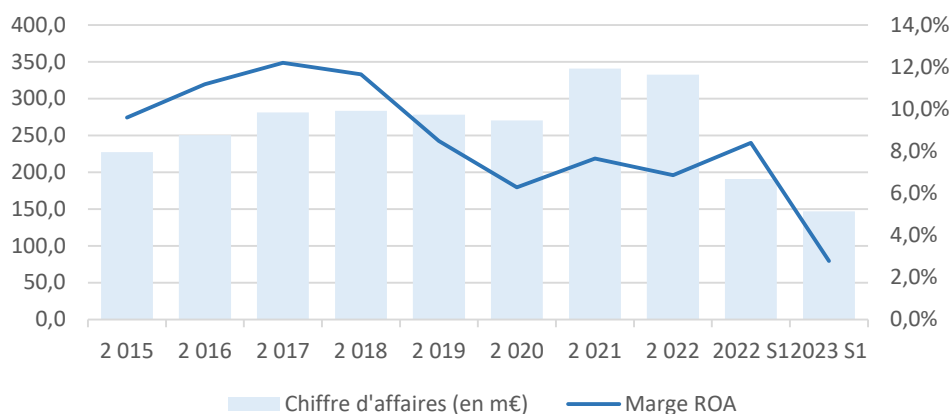
Les secteurs finaux servis par CAM sont les marchés de la construction et de la rénovation, des marchés liés comme l'électroménager, mais également le marché des applications industrielles ou des biens de consommation.

L'activité de CAM est portée sur le long terme par l'extension de la gamme des matériaux protégés par un film de process, une demande accrue en produits haut de gamme qu'il faut protéger et l'extension de son implantation géographique.

L'activité de CAM demeure une activité industrielle, à coûts fixes élevés, sujette à des effets de cycle liés à son exposition aux marchés de la construction et à des marchés industriels ainsi qu'à des phénomènes de stockage et déstockage.

La figure 4 retrace l'évolution des performances opérationnelles de CAM depuis son changement d'actionnaire de référence en 2015.

Figure 4. Evolution des performances opérationnelles de CAM entre 2015 et le 1^{er} semestre 2023²



Source : états financiers de CHARGEURS, analyse DKEC

CAM a connu une progression de son activité et de sa marge de ROA entre 2015 et 2018 du fait de l'acquisition de la société américaine Main Tape mi-juillet 2016, d'une conjoncture économique solide et des résultats de la stratégie mise en œuvre.

Les performances de l'année 2019 ont été marquées par un retournement conjoncturel qui a été accentué en termes de marge par les coûts fixes d'une nouvelle ligne de production inaugurée en Italie.

CAM a démontré sa résilience sur l'année 2020, notamment car ses films entraient dans la protection des panneaux de plexiglas installés dans le contexte du Covid tandis qu'elle a bénéficié de la réouverture des économies en 2021 et 2022.

Il faut noter que les performances de 2021 et surtout 2022 sont distordues par l'envolée des cours du pétrole et par contre-coup du polyéthylène qui représente une fraction importante de ses coûts de production. Cette hausse des cours ayant été répercutée aux clients, le chiffre d'affaires progresse mais le taux de marge est dilué.

CAM subit un retournement de la conjoncture économique depuis le second semestre 2022 qui se poursuivait au 3^{ème} trimestre 2023 malgré des premiers signes de rebond, ce qui, compte tenu du poids de ses charges fixes, a contribué à une diminution de sa marge.

2.1.2 CHARGEURS Fashion Technologies (CFT)

CFT est le leader mondial de l'entoilage, c'est-à-dire les tissus techniques utilisés dans les vêtements, qui s'avèrent essentiels pour leur donner leur forme, leur performance et assurer leur durabilité.

² Le ROA correspond au résultat opérationnel des activités. Il est calculé avant amortissement des actifs incorporels liés aux acquisitions et éléments non récurrents.

Ce métier requiert une expertise dans le domaine du textile et de la chimie. En effet, les étapes clés de la production comprennent le tricotage et l'enduction, qui consiste à appliquer un adhésif sur la doublure.

Le produit fini consiste en des rouleaux d'entoilage qui sont expédiés à des fabricants de vêtements qui se situent dans le monde entier, mais particulièrement en Asie. Dans ce domaine, les principales marques de vêtement fonctionnent par « spécification³ », c'est-à-dire qu'elles sélectionnent un, ou un petit nombre de fournisseurs d'entoilage, auxquels leurs sous-traitants doivent s'adresser.

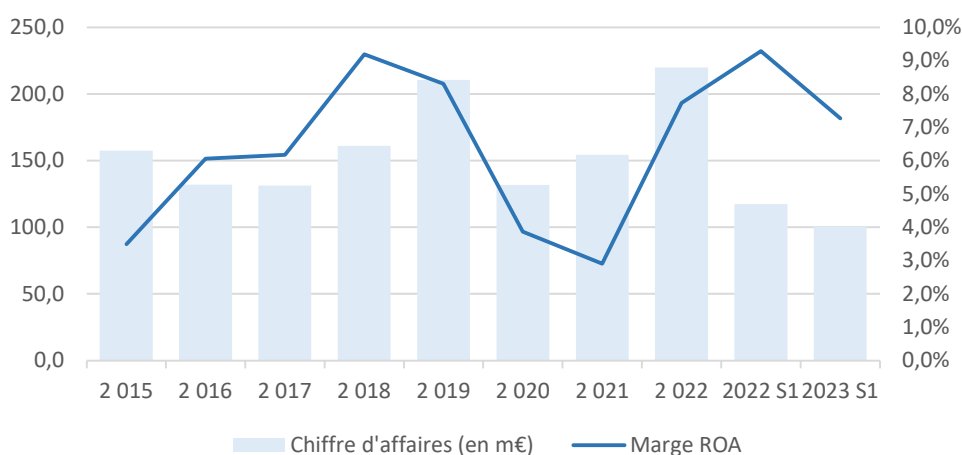
Comme le coût de l'entoilage ne représente qu'une fraction du coût du vêtement dont il contribue fortement à la qualité perçue, ces marques sont attachées à la qualité des produits et aux services qui leur sont offerts (réactivité, régularité de la qualité, rapidité de la logistique...).

Depuis 2015, la stratégie de CHARGEURS a consisté à renforcer les innovations et améliorer la qualité de ses services (conseil aux marques dans le choix des entoillages, supervision de l'utilisation correcte et appropriée de ses textiles par les sous-traitants...), notamment au travers de l'acquisition de la société PCC en 2018, de manière à élargir sa clientèle de fabricants traditionnels vers les acteurs de la « fast fashion » et les marques de luxe.

L'activité de CFT est portée à long terme par la croissance du pouvoir d'achat dans les pays en développement et des segments haut de gamme ainsi que par la pénétration de nouveaux segments qui requièrent des tissus techniques (vêtements pour le sport...).

La figure 5 retrace l'évolution des performances opérationnelles de CFT depuis son changement d'actionnaire de référence en 2015.

Figure 5. Evolution des performances opérationnelles de CFT entre 2015 et le 1^{er} semestre 2023 (source : CHARGEURS, analyse DKEC)



Source : états financiers de CHARGEURS, analyse DKEC

NB : l'activité SENFA a été reclassée de CMS à CFT au 1^{er} janvier 2022 et l'activité Healthcare Solutions devenu peu significative a été reclassée sous CFT à partir du 1^{er} janvier 2023.

³ Ou « fashion nomination ».

CFT a connu entre 2015 et 2017 une décroissance de son activité liée à la cession d'un joint-venture en Chine et à la mise en œuvre d'une politique de sélectivité commerciale pour se concentrer sur les produits les plus rentables, l'ensemble de ces évolutions conjuguées à des mesures de productivité entraînant une hausse de sa marge.

Les années 2018 et 2019 marquent un changement de dimension et une accélération de sa transformation avec l'acquisition mi-2018 de la société PCC, qui lui apporte un chiffre d'affaires de 80 m\$, un modèle de coûts plus flexibles et une forte culture orientée vers l'innovation et le service. En conséquence, son chiffre d'affaires et sa marge de ROA augmentent fortement au cours de ces deux années.

CFT subit fortement l'impact de la pandémie, en 2020 avec un recul organique de son chiffre d'affaires de -35%, tout en limitant l'impact sur sa marge de ROA, divisée par deux de 8,3% à 3,9%.

CFT bénéficie dès 2021 de la réouverture des économies (+20% de croissance organique) et continue en 2022 à profiter de ce rebond ainsi que de gains de parts de marché (+32% de croissance organique). Ce retour des volumes permet de retrouver en 2022 un niveau de marge de ROA (7,7%) proche de celui de 2019.

CFT connaît sur les 3 premiers trimestres de 2023 une légère croissance organique, mais son chiffre d'affaires est pénalisé par le peso argentin, tandis que sa marge progresse légèrement sur le 1^{er} semestre.

2.1.3 CHARGEURS Luxury Fibers (CLF)

CLF est le leader mondial du négoce de laine haut de gamme dont les marchés finaux sont la mode, le luxe, l'automobile, les accessoires de décoration...

Son modèle économique a largement évolué car son métier consistait à l'origine à acheter de la laine aux éleveurs, à la mélanger pour répondre aux exigences de performance des marques avant de la revendre aux filateurs, qui la revendaient aux fabricants de tissus, qui eux-mêmes la revendaient finalement aux marques.

En premier lieu, CLF a abandonné toute activité industrielle⁴ pour se concentrer sur le négoce.

Aujourd'hui, CLF cherche à exploiter sa connaissance unique de l'ensemble de la chaîne de valeur de production de la laine, pour mettre en place un système de traçabilité qui permet aux marques de disposer d'une transparence totale sur l'origine et les conditions de fabrication de la laine à toutes les étapes.

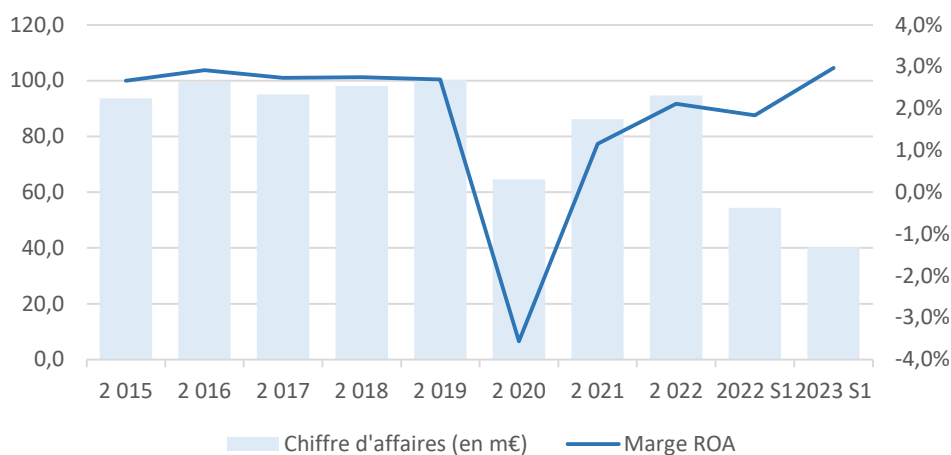
La gamme de produits NATIVA, qui est un système de certification et de sourcing qui garantit aux marques que la fibre utilisée dans leurs vêtements est conforme aux normes de traçabilité et d'agriculture régénératrice, lancée par CLF incarne cette ambition.

L'enjeu des années à venir pour CLF se situe moins dans la croissance de son activité que dans le fait de réaliser une part croissante de celle-ci avec sa gamme de produits NATIVA qui est plus fortement marginée.

⁴ CHARGEURS conserve des liens avec des unités industrielles liées au processus de fabrication de la laine au travers de participations enregistrées en xxx.

La figure 6 retrace l'évolution des performances opérationnelles de CLF depuis son changement d'actionnaire de référence en 2015.

Figure 6. Evolution des performances opérationnelles de CLF entre 2015 et le 1^{er} semestre 2023



Source : états financiers de CHARGEURS, analyse DKEC

CLF a réalisé entre 2015 et 2019 une activité essentiellement stable mais a fortement été impactée par la pandémie en 2020, compte tenu du ralentissement du secteur de la mode et d'une forte baisse du cours moyen de la laine.

Elle rebondit progressivement en 2021 et 2022 pour retrouver un niveau d'activité et de marge de ROA proche de ceux de 2019.

Les trois premiers trimestres de 2023 ont été marqués par une forte chute de l'activité, notamment liée par un cyclone qui a frappé la Nouvelle-Zélande. Toutefois, CLF observe un fort intérêt pour sa gamme de produit NATIVA, dont le chiffre d'affaires double d'une année sur l'autre.

2.1.4 CHARGEURS Museum Studio (CMS)

CMS est le leader mondial des services aux musées mais également aux institutions culturelles.

Cette division participe à la création d'expositions temporaires ou permanentes pour des musées existants ou plus souvent en amont dans le cadre de la conception et la construction d'un nouveau musée.

Ses services couvrent l'ensemble de la chaîne de valeur de la gestion globale de projets à la conception et l'aménagement d'espaces en passant par le design, la production de contenu, la publication d'ouvrages d'art et la création et l'installation des expositions.

Elle trouve son origine dans la scission de la division CFT de l'activité « Technical Substrates » qui est spécialisée dans la fonctionnalisation de textiles techniques pour les marchés de la publicité, de la décoration, de l'aménagement de la maison et du bâtiment.

Elle a ensuite été construite brique par brique grâce en particulier aux acquisitions successives suivantes :

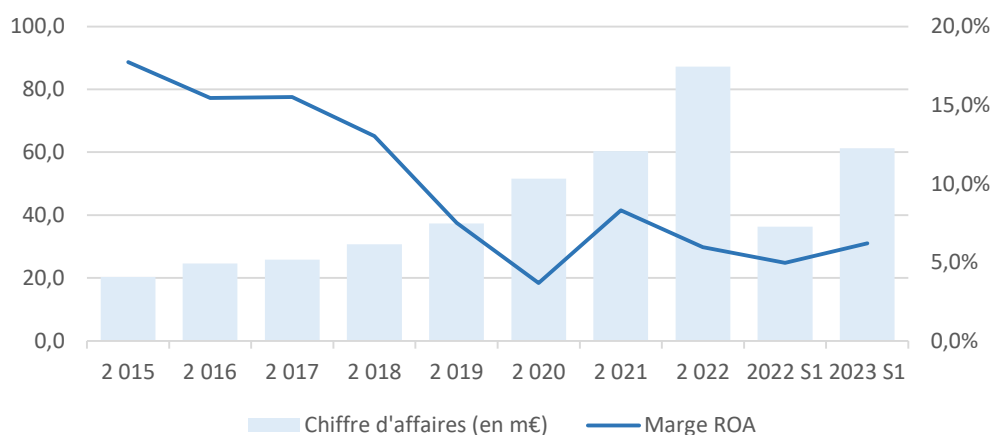
- en 2018, LEACH spécialisée dans le design artistique, la production et l'installation de caissons lumineux à destination de la communication visuelle des enseignes de distribution et des musées ;
- en 2019, MET Studio spécialisée dans la communication visuelle des musées et l'expérience des visiteurs et Design MP, un acteur de la gestion de projet de musées ;
- en 2020, D&P le leader américain de la gestion globale de projets de musée (rénovation, construction) ;
- en 2021, Event Communications un leader mondial dans le domaine du design de musées ;
- en 2022, Skira Editore un éditeur d'ouvrages d'art.

L'activité de CMS est portée à long terme par l'investissement dans l'ouverture de nouveaux musées, le développement des expositions temporaires, et l'amélioration de l'expérience des visiteurs des musées existants. Elle bénéficie d'une forte visibilité grâce à sa participation dans des projets pluriannuels de création ou de modernisation de musées.

L'enjeu pour cette division consiste à réussir l'intégration des différentes sociétés achetées de manière à développer le chiffre d'affaires grâce au cross-selling et à l'exportation des compétences vers de nouveaux marchés géographiques (Moyen-Orient, Asie) et à améliorer la rentabilité en généralisant les meilleures pratiques de gestion.

La figure 7 retrace l'évolution des performances opérationnelles de CMS.

Figure 7. Evolution des performances opérationnelles de CMS entre 2015 et le 1^{er} semestre 2023



Source : états financiers CHARGEURS, analyse DKEC

NB : donnée de l'activité « Technical Substrates » entre 2015 et 2018 puis de CMS. L'activité SENFA a été reclassée dans CFT à partir du 1^{er} janvier 2022.

Les données de 2015 à 2017 reflètent celles de l'activité historique « Technical Substrates » qui enregistrait une croissance régulière et une rentabilité élevée.

Les données des années suivantes reflètent l'impact de la politique de croissance externe qui permet d'obtenir une forte croissance du chiffre au prix, dans un premier temps, d'une dilution de la marge du fait :

- de l'intégration d'acquisitions à la rentabilité plus faible ;
- des investissements engagés pour structurer l'activité et accélérer la croissance ;
- ponctuellement des effets de la pandémie en 2020.

Sur l'année 2023, CMS enregistre une forte croissance organique (+36% sur les 3 premiers trimestres) conjuguée à une amélioration de sa marge (+1,2 points sur le 1^{er} semestre).

2.1.5 CHARGEURS Personal Good (CPG)

Cette division est une création récente résultant d'une stratégie de build-up ayant conduit à l'acquisition des marques suivantes :

- Altesse Studio (ex Fournival Altesse), un acteur historique français des brosses à cheveux haut de gamme ;
- Cambridge Satchel, un spécialiste britannique de la maroquinerie milieu de gamme ;
- Swaine, la plus vieille marque de maroquinerie de luxe britannique, historiquement concentrée sur la clientèle de l'aristocratie locale avec ses attachés-cases (Swaine Adeney), ses parapluies (Brigg) et ses chapeaux (Herbert Johnson).

Sur un marché des biens personnels de luxe très compétitif dominé par des maisons aux moyens marketing très importants, l'enjeu de CPG est de trouver un positionnement sur le créneau du « quiet luxury » lui permettant d'enregistrer une croissance régulière, sans avoir besoin d'entrer dans une course aux investissements marketing.

2.1.6 Healthcare Solutions

Dès le début de la crise sanitaire, CHARGEURS identifie que le savoir-faire et les moyens de production de ses activités historiques sont susceptibles d'apporter des réponses à la pénurie d'équipements de protection individuels, et en particulier de masques chirurgicaux, de protection respiratoire (FFP) et de masques réutilisables.

L'agilité dont CHARGEURS fait preuve lui permet de réaliser un chiffre d'affaires de 304 m€ et un ROA de 64 m€ dès la première année de fonctionnement de cette nouvelle division, en 2020.

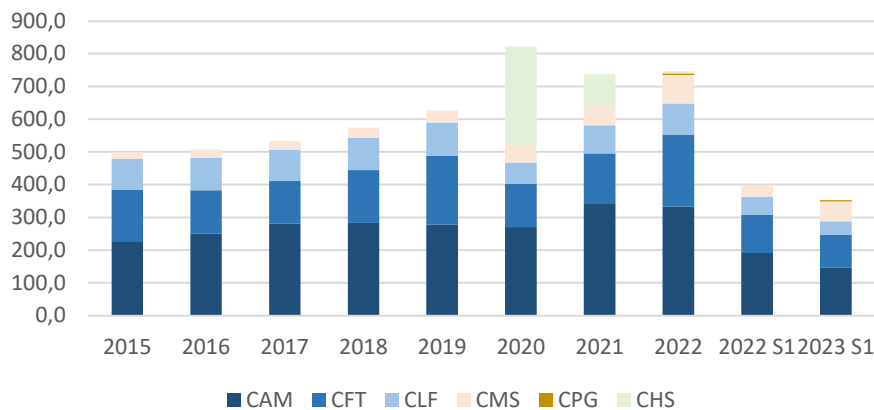
Toutefois, les besoins nés de la crise sanitaire diminuent dès 2021, où la division réalise un chiffre d'affaires de 95 m€ pour un ROA de 22 m€.

La division Healthcare Solutions dont les activités sont devenues marginales est intégrée à la division CFT au 1^{er} janvier 2023.

2.1.7 Synthèse

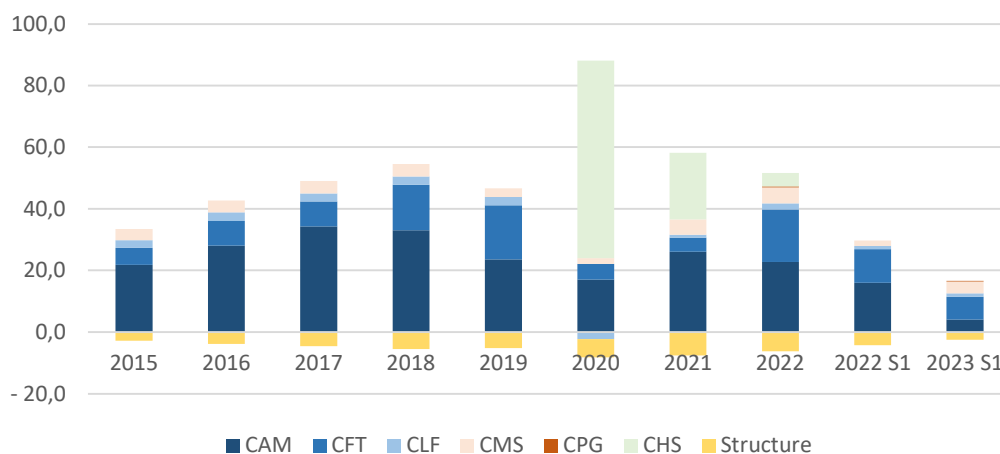
Les deux figures suivantes permettent de suivre la contribution de chaque division de CHARGEURS à son chiffre d'affaires et à son résultat opérationnel des activités entre 2015 et le 1^{er} semestre 2023.

Figure 8. Décomposition du chiffre d'affaires de CHARGEURS par division entre 2015 et le 1^{er} semestre 2023



Source : états financiers de la Société

Figure 9. Décomposition du résultat opérationnel des activités de CHARGEURS par division entre 2015 et le 1^{er} semestre 2023



Source : états financiers de la Société

2.2 ... dont les performances traduisent son agilité à s'adapter aux circonstances mais également son exposition aux cycles économiques...

La figure 10 présente le compte de résultat simplifié de CHARGEURS entre son exercice 2019 et le 1^{er} semestre 2023.

Figure 10. Compte de résultat simplifié de CHARGEURS entre 2019 et le 1^{er} semestre 2023

En m€	31/12/19	31/12/20	31/12/21	31/12/22	30/06/22	30/06/23
Chiffre d'affaires	626,2	822,0	736,6	746,4	398,7	352,8
<i>Croissance</i>	<i>9,2%</i>	<i>31,3%</i>	<i>-10,4%</i>	<i>1,3%</i>	<i>NA</i>	<i>-11,5%</i>
Coûts des ventes	-459,2	-603,0	-550,3	-551,4	-293,4	-263,9
Marge brute	167,0	219,0	186,3	195,0	105,3	88,9
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	<i>26,7%</i>	<i>26,6%</i>	<i>25,3%</i>	<i>26,1%</i>	<i>26,4%</i>	<i>25,2%</i>
Charges commerciales	-75,1	-74,2	-78,6	-85,5	-45,4	-40,5
Charges administratives	-46,4	-60,7	-51,5	-59,9	-32,1	-31,8
Frais de R&D	-4,1	-4,8	-5,5	-4,2	-2,4	-2,5
Résultat opérationnel des activités (ROA)	41,4	79,3	50,7	45,4	25,4	14,1
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	<i>6,6%</i>	<i>9,6%</i>	<i>6,9%</i>	<i>6,1%</i>	<i>6,4%</i>	<i>4,0%</i>
Amt des actifs incorporels regroupements	-2,5	-5,3	-5,5	-6,5	-3,2	-3,1
Autres produits et charges opérationnels	-7,0	-18,2	-4,0	-0,4	-0,9	-1,8
Résultat d'exploitation	31,9	55,8	41,2	38,5	21,3	9,2
Résultat financier	-11,5	-9,5	-10,6	-19,1	-8,8	-12,4
QP dans le résultat des entreprises associées	-0,4	-1,7	0,7	0,0	0,1	-0,2
Impôt sur le résultat	-4,9	-4,3	-0,5	2,5	-2,6	6,5
Résultat net des activités poursuivies	15,1	40,3	30,8	21,9	10,0	3,1
Résultat net part du groupe	15,1	41,0	30,6	22,1	10,0	3,3

Source : états financiers de CHARGEURS, analyse DKEC

Ce tableau fait tout d'abord apparaître que l'exercice 2019 de CHARGEURS s'est clôturé par un chiffre d'affaires en forte progression (+9,2%) du fait essentiellement de l'intégration de PCC et des acquisitions réalisées par CMS. Toutefois, son EBITDA avant application de la norme IFRS 16⁵ s'est inscrit en recul ainsi que son ROA, principalement en raison de la baisse de la profitabilité de CAM due à une conjoncture maussade et à des surcoûts liés à l'ouverture d'une nouvelle ligne de production (cf. supra).

Tandis que les activités historiques de CHARGEURS ont été impactées à des degrés divers en 2020 par les conséquences de la pandémie, le groupe a fait la preuve de son agilité en mobilisant son savoir-faire et ses moyens de production pour lancer une activité de fabrication de masques de protection (Healthcare Solutions), qui va réaliser un chiffre d'affaires de

⁵ L'exercice 2019 est le premier où la norme IFRS est appliquée.

304 m€ avec une marge de ROA de 21%. CHARGEURS arrive, ainsi, à afficher en 2020 des résultats historiquement élevés.

L'année 2021 voit une normalisation de l'activité de CHARGEURS avec une baisse du chiffre d'affaires de l'activité Healthcare Solutions à 95 m€ (conjuguée à une marge de ROA toujours élevée de 22,8%) et un redémarrage de ses activités historiques, tandis que la division CMS bénéficie de l'effet des acquisitions réalisées en 2020 et 2021 (cf. supra).

CHARGEURS enregistre globalement en 2022 une légère progression de son chiffre d'affaires sous l'effet contradictoire du quasi-arrêt de l'activité Healthcare Solutions (6 m€ de chiffre d'affaires), de la poursuite du redémarrage de CFT et de CFL et de l'effet d'une forte croissance organique et de l'intégration en année pleine des acquisitions au niveau de CMS. Par ailleurs, le groupe réalise un ROA relativement équivalent à celui de l'année 2019, si on neutralise la rentabilité résiduelle de l'activité Healthcare Solutions (4,3 m€).

CHARGEURS subit au 1^{er} semestre 2023 les conséquences d'une conjoncture défavorable qui affecte tant son chiffre d'affaires (en baisse de -11,5%) que son niveau de marge de ROA (en chute de -2,4 points).

Par ailleurs, CHARGEURS nous a communiqué les prévisions d'atterrissage pour son exercice clos le 31 décembre 2023 qui font ressortir un chiffre d'affaires annuel supérieur à 650 m€ et une fourchette de résultat opérationnel des activités comprise entre 24 et 26 m€.

Comme en 2019, CHARGEURS subit les effets du cycle économique, sans que toutefois la diversité de ses métiers ne suffisent à en atténuer les conséquences.

Les autres points notables à noter de l'analyse du compte de résultat sont les suivants :

- CHARGEURS enregistre un niveau élevé d'autres produits et charges opérationnels enregistrés en dessous de son ROA, composés principalement de frais liés aux acquisitions et de frais de réorganisation.

Ce poste a bénéficié en 2022 d'un produit de 7 m€ lié à la reconnaissance d'un badwill lors de l'acquisition de Cambridge Satchel.

- Le résultat financier de CHARGEURS se dégrade sous l'effet d'une augmentation du volume de sa dette financière (cf. paragraphe suivant), de la hausse des taux d'intérêts et d'une dégradation des résultats obtenus des autres actifs financiers courants.
- L'impôt sur le résultat a bénéficié de l'activation de déficits reportables.

2.3 ... dont la structure financière reflète sa politique de construction de nouveaux pôles par croissance externe et de distribution de dividendes

La figure 11 de la page suivante présente le bilan économique de CHARGEURS entre son exercice 2019 et le 1^{er} semestre 2023.

Figure 11. Bilan économique de CHARGEURS entre l'exercice 2019 et le 1^{er} semestre 2023

En m€	31/12/19	31/12/20	31/12/21	31/12/22	30/06/23
Immobilisations d'exploitation⁶	86	84	87	89	94
<i>En % du CA</i>	<i>13,7%</i>	<i>10,2%</i>	<i>11,8%</i>	<i>12,0%</i>	<i>13,4%</i>
Besoin en fonds de roulement	71	35	12	52	55
<i>En % du CA</i>	<i>11,4%</i>	<i>4,3%</i>	<i>1,7%</i>	<i>7,0%</i>	<i>7,8%</i>
Capitaux employés	157	119	99	141	149
<i>En % du CA</i>	<i>25,1%</i>	<i>14,5%</i>	<i>13,4%</i>	<i>18,9%</i>	<i>21,1%</i>
Ecarts d'acquisition	136	177	189	217	212
Incorporels acquis : marques, pf clients...	34	48	46	54	55
Actifs hors exploitation ⁷	14	28	38	25	42
Impôts différés nets	28	31	37	43	50
Impact bilantielle net IFRS 16	-1	0	-1	-1	0
Actif économique	368	403	407	480	507
Capitaux propres	232	237	267	280	267
Dette financière nette ajustée ⁸	136	166	140	200	240
Capital financier	368	403	407	481	507

Source : états financiers de CHARGEURS, analyse DKEC

Les points suivants peuvent être notés :

- Les capitaux employés sont restés relativement stables en montant entre 2019 (157 m€) et le 1^{er} semestre 2023 (149 m€) mais ont diminué en pourcentage du chiffre d'affaires de 25,1% et 21,1%, ce qui traduit la volonté de CHARGEURS de se développer dans des activités à plus faible intensité capitalistique.

Les mêmes constats s'imposent si on réintroduit dans les capitaux employés les créances cédées sans recours dont le montant a augmenté de 59,9 m€ en 2019 à 66,5 m€ au 1^{er} semestre 2023.

- La politique de croissance externe menée par CHARGEURS s'est traduite par une forte augmentation du montant de son goodwill et des actifs incorporels acquis de 169 m€ en 2019 à 267 m€ au 1^{er} semestre 2023.
- Le montant des actifs hors exploitation a lui aussi fortement progressé de 14 m€ en 2019 à 42 m€ au 1^{er} semestre 2023, principalement du fait d'investissements dans des sociétés cotées (8,9 m€ au 1^{er} semestre 2023) et de l'octroi de prêts (19,8 m€ au 1^{er} semestre 2023).

⁶ Y compris dépôts et cautionnements qui comprennent au 1^{er} semestre 2023 des retenues de garantie dans le cadre des cessions de créances sans recours pour un montant de 2,3 m€.

⁷ Cette ligne comprend les participations dans des sociétés associées et des co-entreprises, les titres de sociétés cotées, les prêts et les participations non consolidées.

⁸ Cette ligne comprend les emprunts et dettes auprès des établissements de crédit, les engagements de retraite et avantages assimilés, les instruments financiers dérivés nets, les dettes liées à l'acquisition de sociétés et la trésorerie.

- Le montant des impôts différés nets a cru de 28 m€ en 2019 à 50 m€ au 1^{er} semestre 2023, ce qui s'explique par l'activation d'une part plus importante de déficits reportables (cf. paragraphe précédent).
- Le montant des capitaux propres a progressé modérément de 232 m€ en 2019 à 267 m€ au 1^{er} semestre 2023, ce qui traduit à la fois l'accumulation des résultats dégagés même durant la pandémie, une politique de distribution généreuse payée en partie en titres⁹ et des rachats d'actions.
- L'augmentation de la dette financière nette ajustée de 136 m€ en 2019 à 240 m€ au 1^{er} semestre 2023 reflète donc principalement l'impact de la politique de croissance externe.

2.4 Synthèse

La figure suivante synthèse sous la forme d'une matrice SWOT les principales caractéristiques du groupe CHARGEURS et de ses divisions exposées dans les paragraphes précédents.

Figure 12. Matrice SWOT de CHARGEURS

Forces (<u>S</u> trengths)	Faiblesses (<u>W</u> eakenesses)
- Acteur leader sur ses marchés de niche - Fournisseurs de produits et de services participant fortement à la qualité perçue des produits de ses clients tout en représentant une faible fraction des prix - Positionnement sur les segments à forte valeur ajoutée de ses marchés	- Dépendance à des marchés finaux cycliques (construction, industrie) - Structure conglomerale rendant l'analyse difficile pour les investisseurs - Structure financière qui s'est dégradée avec les crises intervenues depuis 2022
Opportunités (<u>O</u> pportunities)	Menaces (<u>T</u> hreats)
- Premiumisation des marchés du groupe : extension des matériaux nécessitant des protections, des besoins en textile technique, des besoins en traçabilité des fibres, des créations de musées...	- Evolution des taux d'intérêts - Poursuite de la crise de l'immobilier neuf - Essoufflement du marché des biens personnels de luxe après le boom post Covid

⁹ Le dividende a représenté un pourcentage du résultat net de 74% en 2020, 95% en 2021 et 83% 2022. Si on tient compte de la proportion du solde du dividende payé en actions, le dividende payé en cash a représenté un pourcentage du résultat net de 46% en 2020, 78% en 2021 et 62% en 2022.

3. Données structurant l'évaluation de CHARGEURS

3.1 Date d'évaluation

L'évaluation de l'action CHARGEURS a été réalisée à la date du **31 décembre 2023**.

Cette date est donc retenue pour l'actualisation des flux de trésorerie et les cours de bourse des sociétés comparables cotées.

La date de référence retenue pour l'analyse du cours de bourse du titre CHARGEURS est, en revanche, le **14 décembre 2023**, c'est-à-dire le dernier jour de cotation précédant l'annonce du projet d'Offre.

3.2 Structure du capital et nombre d'actions retenu

Le capital social de CHARGEURS est composé de 24.862.314 actions au 31 décembre 2023.

A la même date, CHARGEURS détenait 824.460 de ses propres titres et il n'existait aucun titre susceptible de donner accès au capital et aucune gratuite encore en période d'acquisition.

Le nombre d'actions CHARGEURS retenu dans nos travaux d'évaluation s'élève donc à **24.037.854**.

3.3 Présentation des prévisions utilisées

CHARGEURS nous a communiqué un plan d'affaires pour la période 2024 – 2028, préparé par son management (ci-après, le « **BP Management** »).

Il se base sur le budget 2024 qui :

- a été élaboré selon une approche bottom-up par chaque division ;

Ce budget a fait l'objet d'une présentation au conseil d'administration de la Société lors de sa séance du 14 décembre 2023.

- a été étendu aux années 2025 à 2028 par l'équipe de management centrale.

Ces prévisions seront celles qui serviront à la réalisation des tests de dépréciation annuelle du goodwill et des immobilisations incorporelles acquises.

Les Initiateurs nous ont également communiqué un plan d'affaires pour la période 2024 – 2028 (ci-après, le « **BP Initiateurs** »). Il se base sur les travaux du Management mais tient compte d'une ambition supplémentaire. Il est, en effet, fait l'hypothèse que l'évolution du capital, et une prise de contrôle par les Initiateurs, permettra d'insuffler un élan additionnel, même en l'absence de synergies.

Ces deux plans d'affaires sont construits sur l'hypothèse d'un redressement conjoncturel en 2024 permettant aux divisions CAM, CFT et CFL de retrouver globalement leur niveau d'activité de 2022, tandis que les divisions CMS et CPG verraient leur contribution croître.

Sur la base d'un chiffre d'affaires supérieur dans les deux cas à 800 m€, la marge de ROA serait de 5,9% pour le BP Management et de 6,9% pour le BP Initiateurs.

Les prévisions élaborées par le Management et les Initiateurs au titre de l'année 2024 nous paraissent volontaristes et supposent la conjonction des éléments suivants : une bonne tenue de l'économie américaine, qui représente directement et indirectement plus d'un tiers des débouchés de CHARGEURS, un redressement progressif de l'activité en Asie du Sud Est, la matérialisation des anticipations de desserrement des politiques monétaires, nécessaire à un redémarrage de la construction neuve et de certains secteurs industriels, et un respect du calendrier d'exécution des projets confiés par ses grands donneurs d'ordre pour la branche CMS.

Les hypothèses retenues pour les années 2025 à 2028 dans le BP Management sont également volontaristes car elles supposent :

- une croissance soutenue de l'activité des divisions CAM et CFT entre 2024 et 2028 sur la base d'un rebond déjà fort de l'activité en 2024 et un retour à leur niveau moyen de rentabilité mesuré sur un cycle ;
- une transformation réussie du modèle économique de CLF se matérialisant moins par une progression de son activité que par un doublement de son niveau de rentabilité ;
- une structuration réussie de l'activité CMS permettant de faire croître de manière dynamique l'activité tout en faisant progresser la rentabilité ;
- de réussir à positionner de manière adéquate les marques du pôle CPG dans l'univers du « quiet luxury » de manière à générer une forte croissance et une amélioration significative des marges.

Comme indiqué précédemment, les hypothèses retenues pour les années 2025 à 2028 dans le BP Initiateurs intègrent un degré supplémentaire d'ambition.

Les principales hypothèses caractérisant la période 2024 – 2028 sont synthétisées dans la figure ci-dessous :

Figure 13. Principales hypothèses du BP Management et du BP Initiateurs

	CAM		CFT		CLF	
	Mgmt	Initiateur	Mgmt	Initiateur	Mgmt	Initiateur
Chiffre d'affaires TCAM 2024-28	7,8%	12,6%	6,1%	6,3%	4,5%	0,0%
Marge ROA moyenne 2024-28	8,2%	8,3%	8,1%	10,1%	4,5%	4,9%
Marge ROA 2028	9,5%	9,2%	8,5%	10,7%	6,2%	7,0%

	CMS		CPG	
	Mgmt	Initiateur	Mgmt	Initiateur
Chiffre d'affaires TCAM 2024-28	10,4%	13,6%	37,5%	35,1%
Marge ROA moyenne 2024-28	9,6%	10,7%	8,0%	10,5%
Marge ROA 2028	10,6%	11,8%	15,3%	17,8%

Source : BP Management et BP Initiateurs

Les données de ce tableau se lisent de la manière suivante, par exemple pour les hypothèses du Management concernant la division CAM :

- le chiffre d'affaires est attendu en croissance à un taux annuel moyen de +7,8% entre l'année 2024 et l'année 2028 ;
- la marge de ROA moyenne sur la période 2024 à 2028 est attendue à 8,2% avec un taux de marge en 2028 de 9,5%.

Les prévisions des analystes, suivant le titre CHARGEURS, sont inférieures aux prévisions du Management sur les années 2024 et 2025, sur lesquelles nous disposons de suffisamment de données de consensus pour effectuer une comparaison.

Nous présenterons les résultats de nos travaux d'évaluation sur la base de ces deux jeux de prévision sachant que nous considérons que le BP Management repose déjà sur des objectifs volontaristes.

3.4 Taux d'actualisation

Nous détaillons ci-dessous la manière dont les taux d'actualisation des différentes divisions ont été déterminés.

3.4.1 Principe

Les flux futurs de trésorerie doivent être actualisés au taux de rendement requis par l'ensemble des apporteurs de capitaux (actionnaires et créanciers) qui dépend du risque intrinsèque de l'activité, du levier financier utilisé et de l'avantage procuré par la déductibilité des frais financiers.

Le taux de rendement exigé par l'ensemble des apporteurs de capitaux est traditionnellement déterminé à partir du coût moyen pondéré du capital (« CMPC ») tandis que le coût des fonds propres est déterminé à partir du Modèle d'Evaluation des Actifs Financiers (« MEDAF »).

L'utilisation d'un coût moyen pondéré du capital est le moyen de tenir compte, implicitement, dans le taux d'actualisation, des économies d'impôts liées à la déductibilité des frais financiers.

Nous n'avons pas retenu l'impact que les économies d'impôts liées à la dette est susceptible d'avoir sur les taux d'actualisation car CHARGEURS dispose d'un montant important de reports déficitaires à imputer, qui repousse loin dans le temps la date à laquelle de telles économies pourraient se matérialiser.

Notre estimation du coût des fonds propres sans dette K_{FP} s'appuie sur le Modèle d'Evaluation Des Actifs Financiers (MEDAF) :

$$K_{FP} = R_f + \beta \times \text{prime de risque moyenne du marché Action} + \text{prime(s) de risque complémentaire(s)}$$

Avec :

R_f : Taux sans risque

β : Bêta d'actif de la société qui mesure son exposition aux risques de marché non diversifiables

Prime de risque moyenne du marché	Elle correspond à la différence entre le rendement espéré du marché Action dans son ensemble et le taux sans risque
Prime(s) de risque complémentaire(s)	Elle peut correspondre par exemple à une prime de taille, à une prime de risque pays ou à une prime spécifique liée à la probabilité de ne pas réaliser le plan d'affaires

Globalement, les taux d'actualisation ont été estimés sur la base de données du marché européen corrigées d'une prime de risque pays pour tenir compte de l'exposition de CHARGEURS à certains marchés en développement.

3.4.2 Paramètre

a) Taux sans risque

Nous avons retenu un taux sans risque de +2,52% basé sur la moyenne 20 jours du taux de rendement moyen des obligations souveraines européennes utilisées pour calculer la prime de risque de marché au 31 décembre 2023 (source : Bloomberg).

b) Prime de risque de marché

Nous avons estimé le taux de rendement attendu du marché action au 31 décembre 2023 à 8,83%. Ce taux de rendement attendu du marché action a été estimé sur la base d'un modèle d'actualisation des flux de dividende mis en œuvre sur la base de l'indice STOXX Europe 600¹⁰.

Après déduction d'un taux sans risque moyen européen de +2,52%, la **prime de risque estimée de marché s'élève à 6,31%**.

c) Bêta sectoriel

Nous avons estimé le bêta des divisions CAM, CFT, CLF et CMS sur la base du bêta d'actif des sociétés de nos échantillons de comparables cotés présentées en annexe 2.

¹⁰ Spécifiquement, le taux de rendement attendu du marché action est estimé sur la base du consensus des bénéfices des analystes extrapolé sur une période de deux ans pour faire converger le taux de croissance vers le taux attendu à long terme. Le montant des dividendes est estimé à partir des bénéfices déterminés par les analystes, le taux de croissance retenu et le taux de rendement historique des capitaux propres. Cette approche permet d'éviter les problèmes d'estimations basées sur les flux de dividende distribués qui ne tiennent compte ni de l'émission d'actions nouvelles ni de l'évolution de la structure financière. Concernant le choix méthodologique consistant à se référer à des données agrégées au niveau d'un indice pour le calcul de la prime de risque, on pourra se référer à Li, Y., Ng, D.T., Swaminathan, B., Predicting market returns using aggregate implied cost of capital, Journal of Financial Economics, 2013. Concernant le choix méthodologique consistant à retenir les dividendes distribuables plutôt que les dividendes distribués pour le calcul de la prime de risque, on pourra se référer à Straehl, P.U., Ibbotson, R.G., The Long-Run Drivers of Stock Returns: Total Payout and the Real Economy, Financial Analyst Journal, 2017 et Boudoukh, J., Michaely, R., Richardson, M., Roberts, M.R., On the Importance of Measuring Payout Yield: Implications for Empirical Asset Pricing, The Journal of Finance, 2007.

Concernant la division CPG pour laquelle nous n'avons retenu aucun échantillon de comparables cotés, nous retenons un bêta d'actif de 1,1 en se basant sur :

- le principe selon lequel, le bêta d'actif d'une société dépend de la sensibilité de son chiffre d'affaires à la conjoncture économique et de son levier opérationnel¹¹ ;
- le constat que si le volume d'affaires de CPG peut s'avérer protéger de la conjoncture économique compte tenu de son positionnement luxe, sa structure de coûts est composée d'une fraction élevée de coûts fixes et que cette situation perdurera compte tenu des investissements à consentir pour développer cette activité.

d) Prime de taille

La prime de taille correspond à la constatation empirique que le taux de rendement ajusté du risque¹² des sociétés de petite taille a été supérieur à celui des sociétés de grande taille.

Bien que la prise en compte d'une prime de taille soit sujette à controverse¹³, nous considérons que le nombre et la diversité des analyses empiriques réalisées en la matière aussi bien dans le domaine universitaire¹⁴ que dans le domaine de la gestion d'actifs¹⁵ justifient de la retenir en matière d'évaluation.

Les principales raisons économiques avancées pour expliquer l'existence d'une prime de taille sont la moindre liquidité du titre des sociétés de petite taille (coûts de liquidité et risque de liquidité) et les coûts d'accès à l'information proportionnellement plus élevés.

Pour ces raisons, nous considérons que :

- le bêta des sociétés comparables n'est pas affecté par construction par l'existence d'une prime de taille¹⁶ ;
- la prime de taille se mesure au niveau du titre qui est coté sur les marchés mais pas de chacune de ses activités.

Nous retenons alors la prime de taille estimée par le cabinet KROLL qui s'élève à 3,05% pour les sociétés dont la capitalisation est cohérente avec celle de CHARGEURS.

¹¹ C'est-à-dire la sensibilité du résultat d'exploitation à une variation du chiffre d'affaires.

¹² Le risque mesuré par le coefficient bêta du MEDAF.

¹³ Par exemple : Damodaran, A., The Small Cap Premium, Where is the beef, 2015.

¹⁴ Asness, C., Frazzini, A., Israel, R., Moskowitz, T.J., Pedersen, L.H., Size matters, if you control for your junk, Journal of Financial Economics, 2018.

Levy, M., Levy, H., Under-Diversification and the Size Effect, working papers, 2019.

¹⁵ Alquist, R., Israel, R., Moskowitz, T.J., Fact, Fiction, and the Size Effect, The Journal of Portfolio Management, 2018.

¹⁶ C'est bien parce que le bêta n'intègre pas l'effet de taille qu'il est ajouté une prime de taille. Il n'y a donc pas lieu d'ajuster la prime de taille en fonction de la taille des sociétés de l'échantillon de comparables cotés utilisé pour calculer le bêta.

e) Prime de risque pays

La prime de risque pays vise à tenir compte de risques extrêmes non diversifiables, dont la survenance est trop rare pour pouvoir être appréhendée dans le calcul du bêta des sociétés de l'échantillon de comparables cotés.

CHARGEURS est exposé à ce type de risque au travers de sa forte internationalisation.

Pour déterminer la prime de risque pays, nous nous sommes basés sur :

- l'exposition de chaque division à l'Asie dont le risque est assimilé à celui de la Chine¹⁷ ;
- du spread découlant de la notation de la dette souveraine chinoise.

f) Prime de risque spécifique

La prise en compte d'une prime de risque spécifique vise à tenir compte du fait, notamment, que le plan d'affaires ne prend pas en compte certains risques d'exécution, autrement dit qu'il ne correspond pas à un scénario moyen.

Dans le cas d'espèce, nous estimons que le plan d'affaires des divisions CLF et CPG sont exposés à des risques d'exécution élevés liés à la réussite de la modification du modèle économique de CLF et du positionnement sur le « quiet luxury » des marques de CPG.

Nous retiendrons donc une prime de risque spécifique de 1% pour CLF et de 2% pour CPG.

g) Taux d'actualisation retenus

Sur la base des paramètres précédemment exposés, la figure qui suit détaille le taux d'actualisation retenu par division.

Figure 14. Taux d'actualisation par division

		CAM	CFT	CLF	CMS	CPG
Taux sans risque	(1)	2,52%	2,52%	2,52%	2,52%	2,52%
Prime de risque de marché	(2)	6,31%	6,31%	6,31%	6,31%	6,31%
Bêta	(3)	0,88	0,72	0,67	0,72	1,10
Prime de taille	(4)	3,05%	3,05%	3,05%	3,05%	3,05%
Prime de risque pays	(5)	0,19%	0,59%	0,13%	0,19%	0%
Prime spécifique	(6)			1,00%		2,00%
Taux d'actualisation	(1)+(2)x(3)+(4)+(5)+(6)	11,3%	10,7%	10,9%	10,3%	14,5%

¹⁷ L'exposition à la zone Amérique a été considérée comme une exposition aux USA dénuée de risque pays. L'exposition à l'Europe est prise en compte au travers du taux sans risque que nous retenons.

3.5 Ajustement entre la valeur d'entreprise de CHARGEURS et la valeur de marché de ses titres

La figure suivante détaille le calcul de l'ajustement entre la valeur d'entreprise de CHARGEURS et la valeur de marché de ses titres.

Cet ajustement a été calculé sur la base du rapport financier semestriel au 30 juin 2023 de CHARGEURS, d'une analyse des données d'atterrissage de l'exercice 2023 et d'échange avec le Management.

Il est déterminé avant application de la norme IFRS 16 en cohérence avec la manière dont les méthodes d'évaluation ont été mises en œuvre car :

- les flux de trésorerie d'exploitation sont calculés en considérant les loyers IFRS 16 comme des charges ;
- l'ajustement entre la valeur d'entreprise et la valeur de marché des titres des comparables est également avant prise en compte de la norme IFRS 16.

Cet ajustement est cohérent avec un modèle d'actualisation des flux de trésorerie tenant compte d'un plan d'affaires débutant en 2024 car il tient compte de la variation de trésorerie estimée sur le second semestre 2023.

Figure 15. Calcul de l'ajustement entre la valeur d'entreprise et la valeur des titres

	En m€
Emprunts, crédits, découverts	345
Trésorerie	-114
Dette financière nette	231
Trésorerie générée au S2 2023	12
Engagements de retraite au 30/06/23	11
Instruments financiers dérivés nets au 30/06/23	2
Dettes liées aux acquisitions au 30/06/23	2
Participations dans des stés associées au 30/06/23	-7
Participations non consolidées hors société non conso du pôle CPG au 30/06/23	-1
Prêts hors société non consolidée du pôle CPG au 30/06/23	-6
Titres de sociétés cotées au 30/06/23	-9
Dépôts et cautionnements	-2
Cessions de créances sans recours	67
Ajustement entre VE et valeur des titres	299

3.5.1 Dette financière nette avant application de la norme IFRS 16

La dette financière nette est calculée avant application de la norme IFRS 16. Elle s'élève à 230,7 m€ au 30 juin 2023 et se décompose entre des emprunts bancaires et des découverts d'un montant total de 344,8 m€ partiellement compensés par une trésorerie d'un montant de 114,1 m€.

3.5.2 Variation de trésorerie sur le second semestre 2023

La variation de trésorerie attendue sur le second semestre 2023 est estimée à un montant négatif de -12 m€ sur la base du milieu des fourchettes de prévision d'atterrissage de l'exercice 2023.

Elle a été estimée sur la base d'une analyse des dernières prévisions d'atterrissage disponibles, les comptes définitifs 2023 de CHARGEURS n'ayant pas encore été arrêtés à la date du présent rapport.

Cette variation ne tient pas compte d'effets ponctuels de variation du BFR de fin d'année, qui auraient vocation à se retourner début 2024, en cohérence avec les prévisions de variation de BFR retenues dans les plans d'affaires.

3.5.3 Engagements de retraite et avantages assimilés

Les engagements de retraite ont été retenus pour leur montant au 30 juin 2023 de 12,4 m€ net de l'impôt différé passif correspondant d'un montant de 1,0 m€.

3.5.4 Valeur nette des instruments financiers dérivés

La dette relative à la valeur nette des instruments financiers dérivés a été retenue pour son montant au 30 juin 2023 de 1,6 m€.

3.5.5 Dettes liées aux acquisitions de sociétés

Les dettes liées aux acquisitions de sociétés s'élèvent à 2,0 m€ au 30 juin 2023.

3.5.6 Participations dans des sociétés associées et des co-entreprises

Les participations dans des sociétés associées et des co-entreprises ont été retenues pour leur valeur comptable au 30 juin 2023 qui s'élève à 7,3 m€.

3.5.7 Participations non consolidées

Les participations non consolidées ont été retenues pour leur montant comptable au 30 juin 2023 net du montant d'une participation non consolidée du pôle CPG¹⁸.

Les prévisions de cette participation non consolidée appartenant à la division CPG sont prises en compte dans les plans d'affaires qui nous ont été communiquées et donc dans la valeur d'entreprise de CPG. Ainsi, il n'est pas nécessaire de la retenir également au titre des participations non consolidées et des prêts.

¹⁸ Cette participation sera consolidée par intégration globale au 1^{er} janvier 2024.

3.5.8 Prêts

Les prêts, pour leur part courante et non courante, ont été retenus pour leur montant comptable au 30 juin 2023 net du montant des prêts à la participation non consolidée mentionnée au paragraphe précédent, dont la valeur est appréhendée dans la valeur d'entreprise de la division CPG.

3.5.9 Titres de sociétés cotées

La valeur des titres sociétés cotées a été retenue sur la base des cours de clôture au 30 juin 2023 et représente un montant de 8,9 m€.

3.5.10 Cession sans recours de créances

CHARGEURS a mis en place un programme de cession sans recours de créances qui n'apparaissent pas dans son bilan en application des normes IFRS.

Ce type de cession constitue un financement, nonobstant le fait que ce sont les institutions financières qui les acquièrent qui supportent le risque de défaut¹⁹.

Les cessions sans recours de créances ont donc été retenues dans l'ajustement entre la valeur d'entreprise et la valeur des titres pour leur montant au 30 juin 2023, soit 66,5 m€.

Il a été retenu en contrepartie le montant des retenues de garantie des factors, inscrits dans les dépôts et cautionnements, de 2,3 m€ au 30 juin 2023.

3.5.11 Impôts différés actifs sur déficits reportables

CHARGEURS dispose de déficits reportables activés en base dont le montant s'élevait à 255,6 m€ au 30 juin 2023.

La valeur de ces déficits reportables a été prise en compte dans la valeur d'entreprise.

3.5.12 Synthèse

L'ajustement entre la valeur d'entreprise et la valeur des titres représente un montant de 299 m€ qui vient diminuer la valeur d'entreprise.

¹⁹ Les cessions de créance sans recours génèrent des frais financiers sur la base d'un taux d'intérêt incluant le transfert du risque de défaut. Dans un modèle d'évaluation basé sur l'actualisation des flux de trésorerie d'exploitation comme le DCF, ces frais financiers ne sont pas pris en compte dans le calcul de la valeur d'entreprise. Il y a donc lieu de retenir les cessions de créance sans recours dans les éléments d'ajustement entre la valeur d'entreprise et la valeur de marché des titres, nonobstant la question finalement très secondaire du transfert du risque de défaut.

4. Eléments d'appréciation du Prix d'Offre

Après avoir exposé les approches d'évaluation écartées pour l'appréciation du Prix d'Offre (4.1), nous mettons en œuvre les références et les méthodes retenues (4.2 à 4.4) avant, enfin, d'analyser les synergies liées à l'Offre (4.5).

4.1 Méthodes d'évaluation et références de valorisation écartées

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes et références suivantes :

4.1.1 Référence à l'actif net comptable

Cette approche vise à déterminer la valeur des capitaux propres d'une entreprise par différence entre la valeur comptable des actifs et des passifs réels qu'elle possède. Nous avons estimé que cette méthode ne pouvait valablement pas être retenue dans la mesure où elle n'intégrait notamment pas la totalité de la valeur des actifs incorporels créés en interne et, plus généralement, la capacité de la société à générer des bénéfices dans le futur. Cette référence permet néanmoins d'extérioriser une valorisation, souvent qualifiée de « plancher » compte tenu de ce qui a été précisé ci-dessus, sur la base de données publiques certifiées par des commissaires aux comptes.

A titre strictement informatif, les capitaux propres part du groupe de CHARGEURS, au 30 juin 2023, s'établissent à 266,7 m€, soit 11,1 € par action.

4.1.2 Référence aux transactions récentes sur le capital

CHARGEURS a procédé au cours de l'année 2023 à l'acquisition sur le marché de 392.334 actions à un prix moyen de 10,59 €.

Cette référence est fournie à titre informatif mais n'a pas été retenue dans le cas d'espèce car elle porte sur un nombre limité de titres et n'apporte pas plus d'information que le cours moyen auquel la Société a décidé de procéder à des acquisitions sur le marché.

4.1.3 Méthode d'actualisation des dividendes futurs

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

CHARGEURS a distribué des dividendes au titre des trois derniers exercices, dont une partie a donné lieu à un paiement en actions, comme le détaille le tableau suivant :

Figure 16. Historique des dividendes distribués par CHARGEURS

En € par titre	2020	2021	2022
Dividende total	1,32	1,24	0,76
dont acompte	0,28	0,48	0,22
dont % du solde payé en actions	47,62%	29,68%	33,88%

Source : Société

L'évolution de la dette financière nette de CHARGEURS (cf. paragraphe 2.3) et de ses résultats (cf. paragraphe 2.2) sont des indications que la politique de distribution passée n'est pas nécessairement extrapolable dans le futur.

Par ailleurs, et surtout, les prévisions sur la base desquelles les dividendes sont estimés sont les mêmes que celles utilisées pour calculer les flux de trésorerie d'exploitation. La mise en œuvre de la méthode de l'actualisation des dividendes fait donc doublon avec la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie d'exploitation (DCF).

C'est pourquoi cette méthode n'a pas été retenue au cas présent.

4.2 Référence au cours de bourse – à titre principal

4.2.1 Principe

Le cours de bourse correspond au prix d'équilibre résultant de la confrontation entre l'offre et la demande émanant des investisseurs, à un instant précis.

Le cours de bourse d'une société est pertinent pour l'appréciation du prix d'une offre s'il reflète l'ensemble des informations disponibles concernant cette entreprise et son environnement économique.

Deux conditions se dégagent pour qu'il en soit ainsi.

En premier lieu, le titre doit être liquide, c'est-à-dire qu'il doit pouvoir être échangé rapidement et à un faible coût²⁰. S'il n'en est pas ainsi, les investisseurs attendront qu'un écart suffisamment grand apparaisse entre le cours d'un titre et sa valeur estimée pour intervenir, de telle sorte que le cours n'intégrera qu'avec retard l'ensemble des informations pertinentes pour l'évaluation du titre. La liquidité d'un titre est souvent mesurée au travers du taux de rotation de son capital ou de son flottant car plus les coûts de transaction sur un titre sont faibles plus il est échangé. Un corollaire à ce principe est qu'on est susceptible d'observer de brusques variations à la hausse ou à la baisse d'un titre dans de faibles volumes, en l'absence de toute nouvelle significative, lorsqu'un titre est peu liquide.

En second lieu, les opinions favorables et défavorables à l'égard d'un titre doivent pouvoir être intégrées dans son cours, ce qui suppose qu'il ne soit pas sujet à des limites à l'arbitrage, autrement dit qu'il puisse être vendu à découvert. S'il en est différemment, le cours reflètera les opinions des investisseurs les plus optimistes, ce phénomène se trouvant exacerbé pour les sociétés pour lesquelles les divergences d'opinions sont les plus importantes²¹. Les limites à l'arbitrage d'un titre sont souvent mesurées à partir du coût du prêt-emprunt sur titres (ou

²⁰ Les coûts de transaction visés correspondent en particulier aux commissions de courtage, au bid-ask spread pour les ordres d'un faible volume et à l'impact sur le cours pour les ordres d'un volume plus important émanant des investisseurs institutionnels.

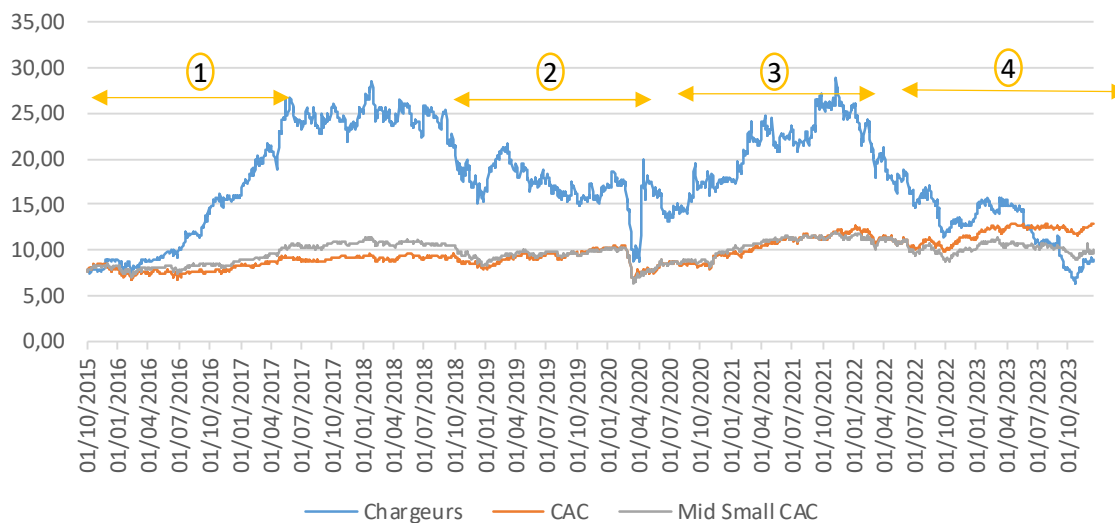
²¹ Miller, E.M., Risk, Uncertainty, and Divergence of Opinion, Journal of Finance, 1977, vol. 32 n°4.

marge de repo), du pourcentage de son capital détenu par des investisseurs institutionnels²² et de sa volatilité, qui est un proxy du risque d'arbitrage²³.

4.2.2 Analyse du cours de bourse sur longue période

L'analyse de l'évolution du cours de bourse de CHARGEURS depuis son changement d'actionnaire de référence en octobre 2015 permet de distinguer 4 périodes distinctes comme le montre la figure ci-dessous.

Figure 17. Evolution du cours de l'action CHARGEURS entre octobre 2015 et décembre 2023²⁴



La première période s'étend d'octobre 2015, date de changement d'actionnaire de référence, jusqu'à la mi-2017 où le cours de CHARGEURS fait plus que tripler sur fonds d'amélioration de ses performances opérationnelles et de rerating du titre du fait d'une évolution positive de la perception des investisseurs.

La deuxième période va du mois de septembre 2018 à la veille de la pandémie en janvier 2020 où après une séquence de stagnation, son cours enregistre une forte baisse, en anticipation de la dégradation de la performance de la division CAM qui intervient en 2019.

La troisième période va du mois de mars 2020, où débute la pandémie, au mois de novembre 2021. Comme nous l'avons indiqué, CHARGEURS va faire preuve d'agilité durant cette période, en mobilisant son savoir-faire et ses moyens de production pour produire des équipements de protection. Les résultats de cette nouvelle activité font plus que compenser le

²² Car ils sont plus à même que les investisseurs individuels de prêter leurs titres et donc d'alimenter le marché du prêt-emprunt de titres.

²³ Plus la volatilité est forte, plus il existe un risque important pour l'arbitragiste que le cours du titre qu'il vend à découvert continue à s'écarter de sa valeur estimée et qu'il doive clôturer sa position par anticipation, faute de capital suffisant pour la maintenir. Voir par exemple : Gromb, D., Vayanos, D., Limits of Arbitrage, Annual Review of Financial Economics, 2010.

²⁴ Source des données : Bloomberg.

ralentissement de ses autres activités en 2020, en attendant leur rebond en 2021 à la faveur de la réouverture progressive des économies.

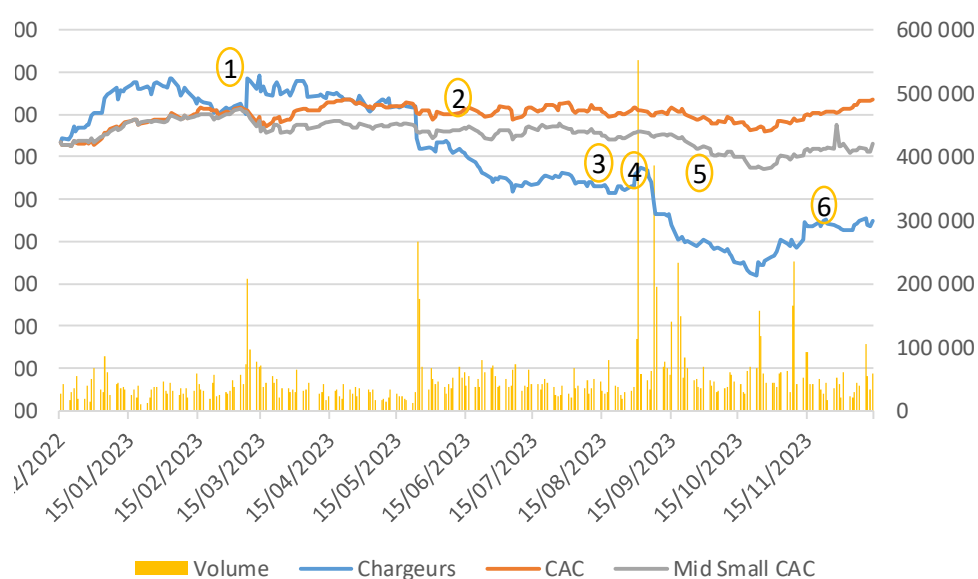
Toutefois, l'annonce des résultats du troisième trimestre 2021, le 10 novembre, marque un point haut avant une glissade régulière du titre qui semble en 2022 moins due aux performances opérationnelles, qui ont été meilleures qu'en 2019, malgré la quasi-disparition de la contribution de l'activité de matériel de protection, qu'à une anticipation d'une dégradation cyclique des résultats en 2023 et à un derating du titre.

Entre la date de changement d'actionnaire de référence et la veille de l'annonce de l'Offre, le cours du titre CHARGEURS n'a progressé que d'environ +18%, sous-performant à la fois l'indice CAC Mid & Small en progression de +31% et l'indice CAC 40 en progression de +71%.

4.2.3 Analyse du cours de bourse sur un an

La figure suivante présente l'évolution du cours du titre CHARGEURS sur une période d'un an précédant l'annonce du projet d'Offre, soit entre le 15 décembre 2022 et le 14 décembre 2023.

Figure 18. Evolution du cours de l'action CHARGEURS comparée au CAC Mid & Small et CAC 40 entre le 15 décembre 2022 et le 14 décembre 2023²⁵



	Date	Annonces
①	09/03/2023	Annonce des résultats 2022
②	24/05/2023	Annonce du CA du T1 et confirmation scénario d'activité pour 2023
③	25/07/2023	Annonce d'une collaboration avec JCDecaux
④	14/08/2023	Confirmation CA 2023 CMS et objectif CA 2024
⑤	07/09/2023	Annonce des résultats semestriels 2023 et guidance 2024
⑥	09/11/2023	Annonce du CA du T3 et confirmation guidance 2024

²⁵ Source des données : Bloomberg.

L'analyse de l'évolution du cours du titre CHARGEURS sur l'année précédant l'annonce de l'Offre fait apparaître que celui-ci a tout d'abord fortement bénéficié de l'annonce de ses résultats 2022 avec une hausse de +12,1%.

Les annonces suivantes ont été beaucoup moins bien accueillies, le cours du titre CHARGEURS chutant de -10,8% lors de l'annonce du chiffre d'affaires du 1^{er} trimestre 2023, de -10,4% lors de l'annonce des résultats semestriels 2023 pour atteindre un point bas en séance le 23 octobre 2023.

A partir de ce moment, le cours du titre CHARGEURS a rebondi tout en baissant de -3,0% lors de l'annonce du chiffre d'affaires du 3^{ème} trimestre 2023.

Sur l'ensemble de l'année précédant l'annonce de l'Offre, le titre CHARGEURS a reculé de près de 30% tandis que l'indice CAC Mid & Small stagnait et que l'indice CAC 40 progressait de +16%.

4.2.4 Analyse des références basées sur le cours de l'action

Nous présentons ci-après le cours du titre CHARGEURS à la date du 14 décembre 2023 et les cours moyens pondérés par les volumes sur une période de 1, 3, 6 et 12 mois précédant l'annonce de l'Offre, ainsi que la rotation du flottant²⁶.

Figure 19. Analyse de la référence au cours de l'action CHARGEURS²⁷

	Spot au 14/12/23	1 mois	3 mois	Moyenne 6 mois	9 mois	1 an
Cours moy pondéré par les volumes (en €)	8,95	8,81	7,97	9,33	10,44	11,28
Prime / Décote par rapport au Prix d'offre de 12,0 €	34,1%	36,2%	50,5%	28,6%	14,9%	6,3%
+ haut (en €)		9,12	9,12	12,08	15,62	15,82
+ bas (en €)		8,53	6,40	6,40	6,40	6,40
Volume moyen de titres		44 050	60 925	60 757	54 342	50 885
Volume cumulé de titres en m		0,97	3,96	7,96	10,54	13,13
Rotation du flottant		6%	23%	46%	60%	75%

Ce tableau fait tout d'abord apparaître une liquidité satisfaisante du titre au travers de la rotation du flottant à hauteur de 75% sur une période d'une année.

Au surplus, nous notons une forte hausse des volumes lors des dates d'annonce des résultats²⁸ ce qui démontre la capacité du titre CHARGEURS à incorporer rapidement les informations

²⁶ Le flottant a été estimé à 17,4 millions de titres sur la base du nombre de titres émis diminué de la participation de COLOMBUS Holding et des titres auto-détenus.

²⁷ Source des données : Bloomberg.

²⁸ En moyenne 274.000 titres sont échangés les jours de l'annonce des résultats 2022, des résultats semestriels 2023 et des chiffres d'affaires du 1^{er} et du 3^{ème} trimestre 2023, soit près de 1,1% du capital et 1,6% du flottant.

influençant sa valeur, ce qui est un élément essentiel pour faire du cours du titre une référence d'évaluation pertinente.

Nous retiendrons donc la référence au cours de bourse à titre principal. Nous relevons alors que le **Prix d'offre extériorise** :

- une **prime de +34,1%** par rapport au **cours précédant l'annonce** de l'Offre ;
- une prime de +36,2% sur le cours moyen à 1 mois, de +50,5% sur le cours moyen à 3 mois déclinant ensuite à +28,6% sur le cours moyen à 6 mois et +6,3% sur le cours moyen à 12 mois.

4.3 Référence aux objectifs de cours des analystes – à titre principal

4.3.1 Principe

L'objectif de cours d'un analyste constitue l'opinion d'un professionnel suivant une société sur le cours que son titre pourrait atteindre à un horizon de 6 à 18 mois.

4.3.2 Analyse de la référence aux objectifs de cours

Le titre CHARGEURS s'avère bénéficier d'une couverture importante pour une société de sa taille, avec 8 bureaux d'analystes suivant régulièrement la valeur au travers de notes commentant les annonces de résultat ou de notes plus approfondies.

Nous avons donc retenu cette référence sur la base des objectifs publiés postérieurement à l'annonce du chiffre d'affaires du 3^{ème} trimestre 2023 et antérieurement à l'annonce de l'Offre.

La figure qui suit fait apparaître que les objectifs des analystes s'inscrivent dans une fourchette large.

Figure 20. Objectifs de cours des analystes suivant l'action CHARGEURS

Analyse	Date	Objectif
AlphaValue	15/11/23	13,9
Kepler Cheuvreux	10/11/23	9,0
CIC Market Solutions	09/11/23	14,0
Oddo BHF	09/11/23	12,0
TP ICAP Midcap	09/11/23	18,0
IDMidcaps	17/11/23	8,5
Portzamparc	09/11/23	14,0
BNP Paribas Exane	08/12/23	10,0
Quartile 1		9,75
Médiane		13,0
Quartile 3		14,0

Nous retiendrons alors l'objectif de cours médian des analystes qui se situe à 13,0 € et s'inscrit dans une fourchette de 9,75 € (1^{er} quartile) à 14,0 € (3^{ème} quartile).

Le **Prix d'offre extériorise une décote de -7% par rapport à l'objectif de cours médian**, une prime de +23% par rapport au 1^{er} quartile et une décote de -14% par rapport au 3^{ème} quartile.

4.4 Méthode de la somme des parties : à titre principal

4.4.1 Principes

La méthode de la somme des parties (SOTP) est une variante de la méthode de l'actif net réévalué (ANR) consistant à évaluer une société par la somme de la valeur de ses différentes activités car celles-ci disposent de caractéristiques propres en termes de perspectives de croissance, de rentabilité des capitaux employés et de risque.

Cette méthode s'avère appropriée dans le cas de CHARGEURS qui dispose de cinq divisions²⁹ ayant chacune leurs spécificités.

Elle a été mise en œuvre en suivant les étapes suivantes :

- chaque division est évaluée sur la base de sa valeur d'entreprise (4.4.2 à 4.4.6) ;
- il est déduit la valeur actuelle nette (VAN) des coûts centraux de structure et des coûts non récurrents qui ne sont pas pris en compte dans le plan d'affaires des divisions (4.4.7) et les éléments d'ajustement entre la valeur d'entreprise et la valeur des titres (cf. paragraphe 3.4) ;
- il est appliqué à la valeur des titres une décote de conglomérat (4.4.8).

La valeur d'entreprise de chaque division a été estimée en envisageant la mise en œuvre de la méthode de l'actualisation de flux de trésorerie futurs (DCF), de la méthode des multiples de sociétés comparables cotées et de la méthode des transactions comparables.

a) Principe de la méthode des DCF retenue à titre principal

Selon cette méthode, la valeur d'entreprise correspond à la somme des flux de trésorerie d'exploitation disponibles futurs, actualisés à un taux représentatif des risques systématiques, non diversifiables, supportés par l'ensemble des apporteurs de capitaux.

Cette méthode a été **retenue à titre principal** car elle permet de tenir compte de manière explicite des caractéristiques propres à chaque division de CHARGEURS.

b) Principe de la méthode des multiples de sociétés comparables cotées retenue à titre secondaire et de recoupement

La méthode des comparables boursiers repose sur l'hypothèse d'efficience des marchés et la loi du prix unique selon lesquelles sur un marché efficient des actifs identiques doivent avoir le même prix ou, plus spécifiquement, que des sociétés disposant des mêmes caractéristiques en termes de secteur d'activité, de croissance, de rentabilité des capitaux employés et de risque systématique, appréhendées au travers de leur taux d'actualisation, doivent disposer des mêmes multiples de valorisation.

²⁹ Suite à l'intégration de la division Healthcare Solutions dans CFT.

Cette méthode n'a été retenue qu'à **titre secondaire et de recoupement** dans le cas de CAM, CFT, CLF et CMS car :

- ces divisions interviennent dans des métiers de niche dont elles occupent des positions de leader et où leurs concurrents ne sont pas cotés ou alors constituent une division d'un groupe coté beaucoup plus important ;
- la recherche de sociétés cotées actives dans des secteurs connexes ne permet pas d'identifier de sociétés disposant d'un modèle économique disposant de caractéristiques pleinement comparables ;
- les notes d'analyste que nous avons consultées font apparaître, pour ces mêmes raisons, que la méthode est rarement retenue pour évaluer CHARGEURS dans sa globalité et / ou ses divisions et lorsque c'est le cas, c'est à partir de sociétés qui ne nous semblent peu comparables.

Cette méthode n'a pas été retenue concernant CPG car s'il est possible d'identifier un nombre relativement important de sociétés cotées actives dans le domaine du luxe, aucune ne dispose d'une taille comparable à CPG et de caractéristiques équivalentes en termes de modèle économique et de croissance de l'activité et des résultats.

b) Principe de la méthode des transactions comparables non retenue

Comme la méthode des comparables boursiers, la méthode des transactions comparables repose sur l'hypothèse d'efficience des marchés et la loi du prix unique. La spécificité de cette méthode provient du fait que les références de prix ne sont pas inférées d'échanges sur les marchés boursiers mais de transactions significatives intervenues sur le capital de sociétés considérées comme comparables.

Cette méthode capture, dans le multiple calculé, la prime accordée par l'acquéreur par rapport à la valeur intrinsèque standalone de la société acquise, lorsqu'il est attendu que la transaction soit porteuse de synergies³⁰.

Cela résulte du fait que la valeur d'entreprise de la cible, intégrant la valeur des synergies accordée à ses actionnaires, est rapprochée de son agrégat de l'année précédant l'acquisition ou de son agrégat estimé pour l'année d'acquisition, qui sont des agrégats ne tenant pas compte des effets des synergies attendues.

Cette méthode n'a été retenue pour l'évaluation d'aucune des divisions pour les raisons suivantes :

- sa mise en œuvre rencontre les difficultés exposées précédemment à propos de la méthode des comparables cotées, avec l'écueil supplémentaire que l'information nécessaire au calcul

³⁰ La recherche académique a montré que le cours de bourse d'une société initiant une opération de fusion acquisition réagit, en moyenne, légèrement négativement à l'annonce d'une telle opération. Ce constat trouve son explication dans le fait que les gains attendus sous la forme de synergies sont rétrocédés, en moyenne, aux actionnaires de la cible au travers de la prime offerte.
Voir : Mulherin, J.H., Netter, J.M., Poulsen, A.B., The Evidence on Mergers and Acquisitions : A Historical and Modern Report, 2017, The Handbook of the Economics of Corporate Governance.

de multiples n'est pas nécessairement disponible, de nombreuses transactions portant sur des sociétés privées ;

- le contexte de la présente offre n'implique pas la réalisation de synergies (cf. paragraphe 4.5) alors que (i) les multiples de transactions comparables inclut généralement une prime de contrôle représentative en tout ou partie de telles synergies et (ii) il n'apparaît pas satisfaisant de retraiter des multiples de transactions incluant des primes de contrôle avec le niveau moyen des primes observées sur des offres publiques pour obtenir des multiples de transaction expurgés des synergies attendues.

4.4.2 CHARGEURS Advanced Materials

a) Méthode des DCF

La méthode des DCF a été mise en œuvre à partir des prévisions détaillées au paragraphe 3.3 et du taux d'actualisation déterminé au paragraphe 3.4.

La valeur terminale a été calculée en retenant les hypothèses suivantes :

- un taux de croissance à long terme de 2,0% déterminé sur la base de la moyenne des taux d'inflation à long terme estimés par le FMI sur les zones géographique où la division est implantée ;
- un taux de marge d'EBITDA avant application de la norme IFRS 16 correspondant à la dernière année du plan d'affaires car nous constatons que pour cette activité cyclique, le niveau de marge de 2028 est proche de la marge moyenne enregistrée sur un cycle complet.

En retenant un pas de sensibilité de +/- 0,25% au taux d'actualisation et au taux de croissance à l'infini, la **valeur d'entreprise de CAM** s'inscrit dans une fourchette de 273 à 289 m€ avec une **valeur centrale de 281 m€ sur la base du BP Management** et dans une fourchette de 299 à 317 m€ avec une **valeur centrale de 308 m€ sur la base du BP Initiateurs**.

b) Méthode des multiples de sociétés comparables cotées

Nous avons constitué un échantillon de sociétés cotées intervenant dans le domaine des matériaux de haute performance, incluant des matériaux de protection ou adhésifs qui sont décrites en annexe 2. Parmi celles-ci, seule la société NITTO DENKO dispose d'une activité qui est un concurrent direct significatif de CAM.

Nous avons retenu les multiples d'EBITDA avant publication de la norme IFRS 16 et d'EBIT.

La figure suivante présente les multiples obtenus sur notre échantillon

Figure 21. Multiples de l'échantillon de sociétés comparables cotées

	Capitalisation en m	VE en m	Multiple d'EBITDA			Multiple d'EBIT		
			2 023	2 024	2 025	2 023	2 024	2 025
MATIV	684	2 195	9,3x	9,6x	8,5x	n.s.	n.m.	n.m.
VICTREX	1 493	1 497	14,1x	12,0x	10,9x	17,0x	14,9x	13,7x
ARKEMA	7 276	9 369	6,2x	5,7x	5,3x	10,5x	9,3x	8,1x
COVESTRO	9 770	11 707	11,1x	8,3x	6,6x	70,4x	21,7x	12,9x
NITTO DENKO	9 523	7 822	6,0x	5,7x	5,3x	8,5x	7,9x	7,4x
Avery Dennison	14 430	17 347	15,2x	13,5x	12,3x	20,0x	17,2x	15,6x
Berry Global Group	7 252	14 480	7,8x	7,5x	7,3x	13,9x	11,6x	11,1x
Sealed AIR	4 621	8 810	8,8x	8,5x	8,1x	11,4x	10,9x	10,3x
HB Fuller	4 092	5 765	10,9x	9,9x	9,2x	15,4x	13,7x	12,4x
Winpak	1 746	1 351	6,4x	6,1x	5,8x	8,0x	7,7x	7,3x
Moyenne			9,6	8,7	7,9	19,4	12,8	11,0
Médiane			9,1	8,4	7,7	13,9	11,6	11,1

Source : Bloomberg, analyses DKEC

L'application des multiples aux agrégats prévisionnels de CAM aboutit à une valeur d'entreprise dans une fourchette de 272 à 350 m€ sur la base du BP Management et de 293 à 401 m€ sur la base du BP Initiateurs.

Les valeurs obtenues par la méthode des DCF s'inscrivent dans le bas de ces fourchettes, ce qui peut s'expliquer notamment par le différentiel de taille entre CAM et les sociétés de notre échantillon.

4.4.3 CHARGEURS Fashion Technologies

a) Méthode des DCF

La méthode des DCF a été mise en œuvre à partir des prévisions détaillées au paragraphe 3.3 et du taux d'actualisation déterminé au paragraphe 3.4.

La valeur terminale a été calculée en retenant les hypothèses suivantes :

- un taux de croissance à long terme de 2,0% déterminé sur la base de la moyenne des taux d'inflation à long terme estimés par le FMI sur les zones géographique où la division est implantée ;
- un taux de marge d'EBITDA avant application de la norme IFRS 16 correspondant à la dernière année du plan d'affaires :
 - ✓ ce qui est cohérent dans le cas du BP Management avec le niveau moyen des marges enregistrés sur un cycle complet depuis l'acquisition de PCC en 2018 ;
 - ✓ ce qui est légèrement ambitieux dans le cas du BP Initiateurs par rapport au niveau moyen des marges anticipées sur le cycle 2024 – 2028.

En retenant un pas de sensibilité de +/- 0,25% au taux d'actualisation et au taux de croissance à l'infini, la **valeur d'entreprise de CFT** s'inscrit dans une fourchette de 177 à 187 m€ avec une **valeur centrale de 182 m€ sur la base du BP Management** et dans une fourchette de 206 à 218 m€ avec une **valeur centrale de 212 m€ sur la base du BP Initiateurs**.

b) Méthode des multiples de sociétés comparables cotées

Nous avons constitué un échantillon de sociétés cotées intervenant dans le domaine de la fabrication et du traitement de textiles tels que des fils, des tissus à base de polymères, de polyamides... cotés sur une bourse occidentale, pour limiter les distorsions pouvant exister en cas de cotation sur une bourse émergente.

Nous avons retenu les multiples d'EBITDA avant publication de la norme IFRS 16 et d'EBIT.

La figure suivante présente les multiples obtenus sur notre échantillon.

Figure 22. Multiples de l'échantillon de sociétés comparables cotées

	Capitalisation en m	VE en m	Multiple d'EBITDA			Multiple d'EBIT		
			2 023	2 024	2 025	2 023	2 024	2 025
Aquafil	159	426	9,3x	6,0x	5,2x	n.s.	23,2x	14,6x
Coats Group	1 348	1 833	7,6x	6,7x	6,4x	8,6x	7,5x	7,1x
G.M. Leather S.p.A	15	38	6,3x	5,0x	4,4x	9,9x	7,5x	6,5x
Gentili Mosconi	64	59	6,0x	5,7x	5,3x	7,1x	6,7x	6,2x
Moyenne			7,3x	5,9x	5,3x	8,5x	11,2x	8,6x
Médiane			6,9x	5,9x	5,2x	8,6x	7,5x	6,8x

Source : Bloomberg, analyses DKEC

L'application des multiples aux agrégats prévisionnels de CFT aboutit à une valeur d'entreprise dans une fourchette de 142 à 162 m€ sur la base du BP Management et de 172 à 189 m€ sur la base du BP Initiateurs.

Les valeurs obtenues par la méthode des DCF se situent légèrement au-dessus de ces fourchettes.

4.4.4 CHARGEURS Luxury Fibers

a) Méthode des DCF

La méthode des DCF a été mise en œuvre à partir des prévisions détaillées au paragraphe 3.3 et du taux d'actualisation déterminé au paragraphe 3.4.

La valeur terminale a été calculée en retenant les hypothèses suivantes :

- un taux de croissance à long terme de 2,0% déterminé sur la base de la moyenne des taux d'inflation à long terme estimés par le FMI sur les zones géographique où la division est implantée ;
- un taux de marge d'EBITDA avant application de la norme IFRS 16 correspondant à la dernière année du plan d'affaires :
 - ✓ compte tenu de la stabilité de la marge affichée par cette division en dehors de la période de pandémie ce qui démontre son caractère peu cyclique ;

- ✓ pour tenir compte des ambitions de transformation du modèle économique, alors que le taux d'actualisation tient compte d'une prime de risque spécifique pour refléter le risque d'exécution de cette stratégie³¹.

En retenant un pas de sensibilité de +/- 0,25% au taux d'actualisation et au taux de croissance à l'infini, la **valeur d'entreprise de CLF** s'inscrit dans une fourchette de 39 à 41 m€ avec une **valeur centrale de 40 m€ sur la base du BP Management** et dans une fourchette de 51 à 54 m€ avec une **valeur centrale de 52 m€ sur la base du BP Initiateurs**.

b) Méthode des multiples de sociétés comparables cotées

Nous avons constitué un échantillon de sociétés cotées intervenant dans le domaine des fibres textiles, le cas échéant avec un positionnement dans le domaine de la laine naturelle.

Nous avons retenu les multiples d'EBITDA avant publication de la norme IFRS 16 et d'EBIT.

La figure suivante présente les multiples obtenus sur notre échantillon

Figure 23. Multiples de l'échantillon de sociétés comparables cotées

	Capitalisation en m	VE en m	Multiple d'EBITDA			Multiple d'EBIT		
			2 023	2 024	2 025	2 023	2 024	2 025
Aquafil	159	426	9,3x	6,0x	5,2x	n.s.	n.s.	14,6x
Coats Group	1 348	1 833	7,6x	6,7x	6,4x	n.s.	n.s.	7,1x
Lenzing	1 357	3 403	12,1x	8,1x	6,4x	n.s.	n.s.	14,0x
Unifi	107	191	n.s.	6,9x	4,1x	n.s.	n.s.	8,7x
Moyenne			9,7x	6,9x	5,5x	n.s.	n.s.	11,1x
Médiane			9,3x	6,8x	5,8x	n.s.	n.s.	11,4x

Source : Bloomberg, analyses DKEC

L'application des multiples aux agrégats prévisionnels de CLF aboutit à une valeur d'entreprise dans une fourchette de 24 à 50 m€ sur la base du BP Management et de 28 à 57 m€ sur la base du BP Initiateurs. La largeur de cette fourchette témoigne de la difficulté à identifier des comparables pertinents dans ce secteur de niche.

Les valeurs obtenues par la méthode des DCF sont encadrées par le résultat de l'approche par les multiples de sociétés comparables cotées.

4.4.5 CHARGEURS Museum Studios

a) Méthode des DCF

La méthode des DCF a été mise en œuvre à partir des prévisions détaillées au paragraphe 3.3 et du taux d'actualisation déterminé au paragraphe 3.4.

La valeur terminale a été calculée en retenant les hypothèses suivantes :

³¹ Retenir par exemple pour le calcul de la valeur terminale la marge moyenne anticipée sur 2024 – 2028 reviendrait alors à tenir compte d'un risque de non réalisation des prévisions qui est déjà pris en compte au travers de la prime de risque spécifique.

- un taux de croissance à long terme de 2,0% déterminé sur la base de la moyenne des taux d'inflation à long terme estimés par le FMI sur les zones géographiques où la division est implantée ;
- un taux de marge d'EBITDA avant application de la norme IFRS 16 correspondant à la dernière année du plan d'affaires, pour tenir compte du potentiel d'amélioration progressif de la rentabilité et de l'absence d'effet de cycle notable.

En retenant un pas de sensibilité de +/- 0,25% au taux d'actualisation et au taux de croissance à l'infini, la **valeur d'entreprise de CMS** s'inscrit dans une fourchette de 180 à 192 m€ avec une **valeur centrale de 186 m€ sur la base du BP Management** et dans une fourchette de 212 à 225 m€ avec une **valeur centrale de 218 m€ sur la base du BP Initiateurs**.

b) Méthode des multiples de sociétés comparables cotées

Nous avons constitué un échantillon de sociétés cotées intervenant dans le domaine de la gestion de projets dans l'évènementiel.

Nous avons retenu les multiples d'EBITDA avant publication de la norme IFRS 16 et d'EBIT.

La figure suivante présente les multiples obtenus sur notre échantillon.

Figure 24. Multiples de l'échantillon de sociétés comparables cotées

	Capitalisation en m	VE en m	Multiple d'EBITDA			Multiple d'EBIT		
			2 023	2 024	2 025	2 023	2 024	2 025
Viad Corp	681	2 322	17,9x	14,5x	14,0x	28,2x	21,0x	21,6x
GL Events	573	1 342	8,4x	7,5x	6,9x	10,4x	9,0x	8,2x
Emerald Holding Inc	315	499	5,6x	4,5x	3,8x	15,3x	7,6x	6,9x
Informa	12 172	13 780	13,6x	12,1x	10,6x	14,1x	12,5x	10,9x
Moyenne			11,4x	9,7x	8,8x	17,0x	12,5x	11,9x
Médiane			11,0x	9,8x	8,7x	14,7x	10,8x	9,6x

Source : Bloomberg, analyses DKEC

L'application des multiples aux agrégats prévisionnels de CMS aboutit à une valeur d'entreprise dans une fourchette de 128 à 195 m€ sur la base du BP Management et de 150 à 213 m€ sur la base du BP Initiateurs.

Les valeurs obtenues par la méthode des DCF correspondent à la fourchette haute des valeurs obtenues à partir des multiples de sociétés comparables cotées.

4.4.6 Chargeurs Personal Goods

Cette division a été évaluée à partir de la méthode des DCF mise en œuvre à partir des prévisions détaillées au paragraphe 3.3 et du taux d'actualisation déterminé au paragraphe 3.4.

La valeur terminale a été calculée en retenant les hypothèses suivantes :

- un taux de croissance à long terme de 2,0% déterminé sur la base de la moyenne des taux d'inflation à long terme estimés par le FMI sur les zones géographique où la division est implantée ;

- un taux de marge d'EBITDA avant application de la norme IFRS 16 correspondant à la dernière année du plan d'affaires pour tenir compte du potentiel du positionnement envisagé sur le segment du « quiet luxury » sachant que le taux d'actualisation tient compte d'une prime de risque spécifique pour refléter le risque d'exécution de cette stratégie.

En retenant un pas de sensibilité de +/- 0,25% au taux d'actualisation et au taux de croissance à l'infini, la **valeur d'entreprise de CPG** s'inscrit dans une fourchette de 18 à 19 m€ avec une **valeur centrale de 18 m€ sur la base du BP Management** et dans une fourchette de 21 à 23 m€ avec une **valeur centrale de 22 m€ sur la base du BP Initiateurs**.

4.4.6 Coûts centraux et coûts non récurrents

La valeur actuelle nette des coûts centraux et des coûts non récurrents a été calculée sur la base de la méthode des DCF, des deux jeux de prévisions établis par le Management et les Initiateurs et en retenant un taux d'actualisation correspondant à la moyenne des taux des divisions pondérés par leur valeur d'entreprise.

En retenant un pas de sensibilité de +/- 0,25% au taux d'actualisation et au taux de croissance à l'infini, la VAN des coûts centraux et des coûts non récurrents s'inscrit dans une fourchette de -85 m€ à -89 m€ avec une **valeur centrale de -87 m€ sur la base du BP Management** et dans une fourchette de -100 à -106 m€ avec une **valeur centrale de -103 m€ sur la base du BP Initiateurs**.

4.4.8 Décote de conglomérat

a) Principe

On constate empiriquement que les sociétés disposant d'un portefeuille de titres financiers (holdings d'investissement) ou d'activités sans synergies significatives entre elles (conglomérat) voient leurs actions évoluer en bourse à un cours inférieur à leur ANR.

De nombreuses hypothèses ont été avancées pour expliquer cette situation :

- l'existence de frictions comme la fiscalité sur les plus-values ;
- les coûts supplémentaires supportés dans la gestion du portefeuille d'actifs au-delà de la valeur créée par l'équipe de gestion³² ;

³² Les coûts générés par l'équipe gérant le portefeuille d'actifs devraient tout d'abord être comparés au minimum au coût d'une gestion passive d'un portefeuille de titres, aucune gestion ne se faisant à un coût nul.

Ensuite, ces coûts devraient être diminués de la création de valeur attendue (ou alpha attendu pour un portefeuille d'actifs financiers). En effet, si la littérature académique conclut que la gestion active délivre en moyenne des performances négatives, c'est parce qu'en moyenne la création de valeur obtenue (ou alpha réalisé) s'avère inférieure aux coûts de gestion et non parce que les coûts de gestion sont dépensés en pure perte (ce qui a été démontré depuis au moins Jensen, M., The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964, 1968, The Journal of Finance et encore synthétisé récemment dans Cremers, K.J.M., Fulkerson, J.A, Riley, T.B., Challenging the Conventional Wisdom on Active Management: A Review of the Past 20 Years of Academic Literature, 2019, Financial Analyst Journal).

- les coûts d'accès à l'information³³ ;
- la stratégie d'allocation des ressources³⁴ ;
- le différentiel de liquidité entre l'action de la société évaluée et ses actifs sous-jacents³⁵ ;
- le sentiment des investisseurs³⁶ ;
- le décalage entre les hypothèses retenues dans les estimations à dire d'expert réalisées pour calculer l'ANR et les hypothèses implicitement retenues par le marché³⁷.

Toutefois, à notre connaissance, aucun modèle n'est parvenu à justifier, de manière statistiquement significative, les différences de niveau de décote qui existent entre sociétés et les fluctuations des niveaux de décote dans le temps.

b) Application au cas de CHARGEURS

CHARGEURS peut être qualifié de conglomérat car il dispose d'un portefeuille d'activités disposant de peu de synergies entre elles et son équipe de management à démontrer sa volonté de faire des choix forts d'allocation de ressources en investissant dans de nouveaux métiers (CMS ou CPG).

C'est pourquoi nous estimons qu'il est justifié d'appliquer une décote de conglomérat à la valeur obtenue par la méthode de la somme des parties.

Pour déterminer le niveau de décote applicable nous avons procédé en trois temps :

³³ Pour une taille donnée d'investissement, un investisseur doit dépenser en recherche et analyse un montant beaucoup plus important pour un conglomérat que pour un « pure player ». Ces coûts plus élevés d'accès à l'information ne peuvent alors être amortis qu'en contrepartie d'un taux de rendement plus élevé (voir par exemple, Lee, C.M.C., So, E.C., Alphanomics: The Informational Underpinnings of Market Efficiency, 2015, Foundation and Trends in Accounting).

³⁴ Il convient de noter que si la stratégie d'allocation des ressources est mal perçue, c'est que les investisseurs n'ont pas confiance dans la capacité de l'équipe de gestion à créer une valeur suffisante en sélectionnant des titres (holding) ou en gérant les métiers existants ou en choisissant de nouveaux métiers (conglomérat), ce qui rejoint l'idée selon laquelle les coûts de gestion sont supérieurs à la création de valeur attendue (alpha attendu).

³⁵ Par exemple, Cherkes, M., Sagi, J., Stanton, R., A Liquidity-Based Theory of Closed-End Funds, 2009, Review of Financial Studies.

³⁶ Le sentiment des investisseurs fait référence à l'excès d'optimisme ou de pessimisme dont les investisseurs sont susceptibles de faire preuve. La variation du sentiment des investisseurs peut générer une confiance fluctuante dans la capacité d'une équipe de gestion à créer de la valeur, ce qui en fait plutôt un facteur de variation des décotes. A ce titre, la décote des sociétés de portefeuille (ou closed-end funds dans l'univers anglo-saxon) est utilisée dans certains modèles de détermination du sentiment global des investisseurs (voir par exemple, Baker, M., Wurgler, J., Investor Sentiment in the Stock Market, 2007, Journal of Economic Perspectives).

³⁷ Un phénomène récemment qualifié de « volatility laundering » (voir par exemple, Asness, C., Why Does Private Equity Get to Play Make-Believe With Prices?, 2023, Institutional Investor).

1/ Tout d'abord, nous avons constitué un échantillon de holdings³⁸ dont nous avons **mesuré la décote**³⁹.

Nous retenons, en première approche, **le niveau de décote médian** observé car, comme nous l'avons indiqué préalablement, il n'existe pas, à notre connaissance, de modèles ayant démontré sa capacité à déterminer, de manière statistiquement significative, la décote d'une holding ou d'un conglomérat particulier à partir des facteurs susmentionnés.

La figure ci-dessous mesure la décote des sociétés de notre échantillon sur une période d'un mois, sur le second semestre 2023 et sur la totalité de l'année 2023.

On observe que le niveau de décote peut varier significativement d'une société à une autre et que son niveau médian s'établit entre 39% (médiane sur un mois au 31 décembre 2023) et 43% (médiane sur le second semestre 2023).

Figure 25. Décote sur un échantillon de sociétés holdings

Société	Capitalisation en m€	Décote moyenne		
		1 mois	2023 S2	2023
Altur Investment	37	-23%	-26%	-27%
Compagnie Lebon	108	-56%	-56%	-54%
Compagnie du Bois Sauvage	462	-49%	-48%	-44%
IDI	470	-33%	-33%	-35%
Altamir	869	-32%	-27%	-26%
Luxempart	1 373	-40%	-37%	-34%
Peugeot Invest	2 536	-54%	-55%	-52%
Wendel	3 561	-51%	-50%	-46%
Eurazeo	5 467	-31%	-43%	-47%
GBL	10 599	-39%	-39%	-36%
Exor	21 503	-39%	-44%	-41%
Moyenne		-41%	-42%	-40%
Médiane		-39%	-43%	-41%

Source : Bloomberg données au 31 décembre 2023, états financiers des sociétés, analyse DKEC

2/ Ensuite, nous avons vérifié si le niveau des décotes que nous mesurons au niveau des différentes holdings était corrélé avec leur taille.

La décote de conglomérat peut trouver son origine dans une différence de liquidité entre l'action évaluée et ses actifs sous-jacents. Or, nous tenons déjà compte d'une prime de taille, qui se justifie essentiellement pour des raisons de coûts de la liquidité et de risque lié à la variation de la liquidité, dans le taux d'actualisation servant à évaluer les différentes divisions de CHARGEURS.

³⁸ Nous avons retenu un échantillon constitué de sociétés holding car les conglomérats ne publient pas de calcul de leur ANR.

³⁹ La décote est calculée de la manière suivante : (Cours / ANR) – 1.

C'est pourquoi nous avons analysé s'il existe une corrélation entre le niveau de décote et la taille des holdings pour ne pas compter deux fois un effet de taille (une première fois dans le taux d'actualisation et une seconde fois dans la décote de conglomérat).

Une analyse de régression entre le niveau de la décote et la taille mesurée en m€ ne fait apparaître aucune corrélation statistiquement significative.

Nous n'avons donc pas ajusté le niveau de décote d'un éventuel effet de taille déjà pris en compte dans la prime de taille incluse dans le calcul des taux d'actualisation.

3/ Enfin, nous avons réduit la décote médiane de l'échantillon d'une fraction des coûts centraux que nous déduisons déjà dans notre approche par la somme des parties.

La décote de conglomérat s'explique en partie par les coûts centraux, si les investisseurs considèrent qu'ils ne trouvent pas de contrepartie dans une création de valeur liée à la gestion des activités ou à la sélection du portefeuille d'activités.

Or, nous avons déjà déduit la totalité de la valeur actualisée de ces coûts centraux de la somme des parties.

Pour ne pas les déduire deux fois (une première fois dans la somme des parties et une seconde fois dans la décote) :

- nous avons considéré que les coûts de gestion du portefeuille d'activité représentaient la moitié des coûts centraux⁴⁰, soit entre 7% et 9% de la valeur des titres CHARGEURS avant décote ;
- nous avons réduit la décote médiane observée sur l'échantillon de 7 à 9 points, ce qui conduit à obtenir, sur la base des observations les plus récentes, une décote ajustée de 30% à 32%.

Nous retenons alors une **décote de conglomérat arrondie à 30%** que nous appliquons à la valeur obtenue par la somme des parties⁴¹.

4.4.9 Résultat de la méthode

La figure suivante détaille le calcul de la valeur du titre CHARGEURS à partir de la méthode de la somme des parties sur la base des deux jeux de prévisions du Management et des Initiateurs.

⁴⁰ Par opposition à des coûts de services mutualisés que chacune des divisions devraient réaliser en propre s'ils n'étaient pas réalisés au niveau central.

⁴¹ Tenant donc compte des coûts centraux et des coûts non récurrents.

Figure 26. Valeur du titre CHARGEURS par la méthode de la somme des parties⁴²

	BP Mgmt	BP Initiateurs
Valeur d'entreprise CAM (m€)	281	308
Valeur d'entreprise CFT (m€)	182	212
Valeur d'entreprise CLF (m€)	40	52
Valeur d'entreprise CMS (m€)	186	218
Valeur d'entreprise CPG (m€)	18	22
VAN Structure - non récurrents (m€)	-87	-103
VAN Déficits reportables (m€)	45	47
Ajustement (m€)	-299	-299
Valeur des titres (m€)	365	456
Nombre de titres retenu	24 037 854	24 037 854
Prix unitaire en € / titre		
Avant décote	15,2	19,0
Décote conglomérat	30%	30%
Après décote	10,6	13,3
Prime / décote vs 12,0 €	12,8%	-9,7%

Le Prix d'offre extériorise une **prime de +12,8%** par rapport au résultat de la méthode de la somme des parties mise en œuvre sur la base du **BP Management** et une **décote de -9,7%** par rapport au résultat obtenu à partir du **BP Initiateurs**.

Figure 27. Analyse de sensibilité de la valeur unitaire du titre CHARGEURS à partir de la méthode de la somme des parties mise en œuvre sur la base du BP Management (en €)

		Sensibilité au taux d'actualisation par division				
		-0,5%	-0,25%	0,0%	0,25%	0,5%
Sensibilité à la croissance à long terme	1,50%	11,0	10,5	10,0	9,5	9,0
	1,75%	11,4	10,8	10,3	9,8	9,3
	2,00%	11,8	11,2	10,6	10,1	9,6
	2,25%	12,2	11,6	11,0	10,4	9,9
	2,50%	12,7	12,0	11,4	10,8	10,3

Figure 28. Analyse de sensibilité de la valeur unitaire du titre CHARGEURS à partir de la méthode de la somme des parties mise en œuvre sur la base du BP Initiateurs (en €)

		Sensibilité au taux d'actualisation par division				
		-0,5%	-0,25%	0,0%	0,25%	0,5%
Sensibilité à la croissance à long terme	1,50%	13,8	13,2	12,5	12,0	11,4
	1,75%	14,2	13,5	12,9	12,3	11,7
	2,00%	14,7	14,0	13,3	12,7	12,1
	2,25%	15,1	14,4	13,7	13,0	12,4
	2,50%	15,6	14,9	14,1	13,4	12,8

⁴² Pour mémoire, la valeur d'entreprise de chaque division est obtenue sur la base de la méthode des DCF. La méthode des sociétés comparables cotées ayant été mise en œuvre à titre secondaire à des fins de recoupement.

4.5 Analyse des synergies attendues

Les Initiateurs sont des holdings constituées, aujourd'hui, en vue de la détention d'actions CHARGEURS sachant que COLOMBUS Holding est l'actionnaire de référence de CHARGEURS depuis 2015.

Les synergies résultant de l'Offre seront donc inexistantes.

Il convient de noter que les Initiateurs considèrent toutefois qu'une prise de contrôle les conduira à insuffler un élan supplémentaire à CHARGEURS dont les effets sont traduits dans leur plan d'affaires.

C'est pourquoi nous avons également mis en œuvre la méthode de la somme des parties sur la base de ce jeu de prévisions Initiateurs.

4.6 Synthèse des éléments d'appréciation du Prix d'offre

En résumé de nos travaux résultant de l'application des différentes méthodes d'évaluation ou de l'observation de références, que nous avons estimées pertinentes, le Prix d'offre (soit 12,0€ par action) extériorise les primes suivantes :

Figure 29 – Synthèse des primes par rapport au Prix d'offre

	Valeur par action en €			Primes / décotes		
	Bas	Milieu	Haut	Bas	Milieu	Haut
A titre principal						
Cours de bourse spot		8,95			34,1%	
Cours de bourse moyenne 1 à 12 mois	8,0		11,3	50,6%		6,4%
Objectif de cours des analystes	9,8	13,0	14,0	23,1%	-7,7%	-14,3%
SOTP - BP Management	10,1	10,6	11,2	18,8%	12,8%	7,1%
SOTP - BP Initiateurs	12,7	13,3	14,0	-5,3%	-9,7%	-14,0%

5. Analyse des éléments d'appréciation du Prix d'offre établis par les Banques présentatrices

Les Banques présentatrices ont préparé les éléments d'appréciation du Prix d'offre. La comparaison des résultats de nos travaux est présentée dans la figure ci-dessous :

Figure 30. Comparaison des résultats des travaux sur le Prix d'offre

	Valeur par action en €			Banques présentatrices		
	Bas	Milieu	Haut	Bas	Milieu	Haut
Cours de bourse spot		8,95			8,95	
Cours de bourse moy 1 à 12 mois	8,0		11,3	8,0		11,3
Objectif de cours des analystes	9,8	13,0	14,0		13,0	
SOTP - BP Management	10,1	10,6	11,2			
SOTP - BP Initiateurs - DCF	12,7	13,3	14,0	10,2	12,3	14,6
SOTP - BP Initiateurs - xEBITDA				4,7	6,9	9,3
SOTP - BP Initiateurs - xEBIT				7,8	10,7	13,7

5.1 Choix des critères d'évaluation

Nous sommes en accord avec les références et les méthodes retenues par les Banques présentatrices à l'exception du fait que nous avons mis en œuvre la méthode de la somme des parties à partir de la méthode DCF à titre principal et de la méthode des sociétés comparables cotées seulement à titre seconde à des fins de recoupement.

5.2 Nombre de titres retenu

Nous retenons un nombre de titres CHARGEURS (24.037.854) différent des Banques présentatrices (24.862.314) car nous déduisons la totalité des actions auto-détenues.

5.3 Ajustement entre la valeur d'entreprise et la valeur de marché des titres

La figure de la page suivante détaille nos écarts avec les Banques présentatrices, concernant le calcul de l'ajustement entre la valeur d'entreprise et la valeur de marché des titres, qui appellent les commentaires suivants :

- Comme indiqué précédemment, notre estimation de la variation de trésorerie se base sur les dernières prévisions d'atterrissage du Management.
- Comme indiqué au paragraphe 3.5.10, les cessions de créances sans recours génèrent des frais financiers, qui ne sont pas pris en compte dans la valeur d'entreprise calculée à partir d'un modèle DCF basé sur des flux de trésorerie d'exploitation⁴³. Il est donc bien nécessaire,

⁴³ La question consistant à savoir qui supporte le risque de défaut est finalement indifférent du point de vue de l'évaluation des titres d'une société, sachant que le coût du transfert du risque de défaut a lui-même un coût. Il n'y a donc pas de « repas gratuit » à céder une créance sans recours.

à notre avis, de tenir compte du montant des cessions de créances sans recours dans les éléments d'ajustements entre la valeur d'entreprise et la valeur de marché des titres.

- Nous retenons la valeur actuelle nette des déficits reportables dans la valeur d'entreprise (cf. figure 26). Finalement, notre écart avec les Banques présentatrices sur ce point résulte d'un effet d'actualisation de l'imputation des déficits reportables.
- Une société du pôle CPG n'était pas consolidée au 30 juin 2023, ce qui explique pourquoi la valeur de ses titres et des prêts qui lui ont été octroyés figurent au bilan consolidé de CHARGEURS. Comme nous tenons compte de la valeur d'entreprise de cette société au travers de la valeur d'entreprise de la division CPG, nous ne retenons pas la valeur de ses titres ni des prêts qui lui ont été octroyés.
- Nous considérons que les provisions pour autres passifs constituent un élément de BFR et non un élément de dette financière.
- Nous n'avons considéré que les retenues de garantie octroyées aux factors (2,3 m€) parmi le poste dépôts et cautionnements (7,7 m€) dans les éléments d'ajustement, ce qui explique notre écart de 5 m€ sur ce poste.

Figure 31. Analyse des écarts dans le calcul de l'ajustement entre la valeur d'entreprise et la valeur de marché des titres

en m€	
Ajustement Banques présentatrices	145
Variation de trésorerie 2ème semestre 2023	25
Cessions de créance sans recours	67
Actifs nets d'impôts différés	50
Société non consolidée au 30/06/23 du pôle CPG	19
Provisions pour autres passifs	-10
Dépôts et cautionnements	5
Autres	-1
Ajustement Expert indépendant	299

5.4 Mise en œuvre de la méthode de la somme des parties

Nous ne commenterons nos écarts dans la mise en œuvre de la méthode de la somme des parties que sur la base de la méthode DCF car nous considérons la méthode des sociétés comparables cotées qu'à titre secondaire à des fins de recoupement.

Ces écarts sont les suivants :

1/ Sur les prévisions retenues.

Nous retenons deux jeux de prévisions, celles du Management et des Initiateurs, tandis que les Banques présentatrices retiennent seulement les prévisions des Initiateurs.

2/ Sur l'impact de la cession des créances sans recours.

La cession des créances sans recours minimise comptablement le niveau du besoin en fonds de roulement. Toutefois, comme nous l'avons expliqué précédemment, il s'agit d'un élément de la dette financière. Nous avons donc retenu dans les flux de trésorerie d'exploitation la variation de BFR liée à un accroissement des cessions de créances proportionnelle à la variation du chiffre d'affaires des divisions CAM, CFT et CLF qui utilisent cette technique de financement.

3/ Sur le calcul de la valeur terminale.

Nous calculons la valeur terminale sur la base d'un flux déterminé à partir des taux de marge de l'année 2028 tandis que les Banques présentatrices retiennent une marge moyenne sur la période 2024 – 2028.

Nous estimons, en effet, que les marges de l'année 2028 peuvent être considérés comme des marges moyennes sur un cycle au regard de l'historique. Lorsqu'il existe un risque de réalisation sur ce niveau de marge⁴⁴ (CLF, CPG), nous l'avons pris en compte en ajoutant une prime de risque spécifique au taux d'actualisation.

4/ Sur le calcul des taux d'actualisation.

Nous comparons ci-dessous les taux d'actualisation utilisés par division.

Figure 32. Comparaison des taux d'actualisation retenus par l'Expert et par les Banques présentatrices

	Expert	Banques
CAM	11,3%	12,0%
CFT	10,7%	9,6%
CLM	10,9%	12,1%
CMS	10,3%	13,9%
CPG	14,5%	16,9%

Les principales sources d'écart sont la source des données de prime de risque, le niveau de bêta au travers des écarts qui existent entre nos échantillons, la prise en compte de primes spécifiques de notre part et la manière de prendre en compte la prime de taille.

5/ Sur la décote de conglomérat.

Nos principaux écarts proviennent du fait que :

- nous utilisons seulement la décote observée à partir des données de marché alors que les Banques présentatrices observent également les décotes utilisées par les analystes sur différents conglomérats ;
- nous utilisons un échantillon plus large de sociétés holdings ;
- nous ajustons la décote moyenne observée de la VAN des coûts de gestion du portefeuille d'activités estimés comme étant égaux à la moitié des coûts centraux.

⁴⁴ Autrement dit, si le plan d'affaires ne constitue pas un plan d'affaires moyen.

Finaleme nt, nous retenons une décote de 30% tandis que les Banques présentatrices retiennent une décote comprise entre 25% et 35%.

6. Contact avec des tiers

Nous n'avons pas été contactés durant nos travaux par des actionnaires minoritaires ou tout autre tiers concernant l'Offre.

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

Notre rapport est établi dans le cadre de l'appréciation du caractère équitable des conditions financières de l'offre publique d'achat initiée par COLOMBUS Holding et COLOMBUS Holding 2 sur les actions émises par CHARGEURS, au prix unitaire de 12,0€.

Plus spécifiquement, il est requis en application de l'article 261-1 I alinéa 2° du Règlement Général de l'AMF, au motif que l'Offre est susceptible de générer des conflits d'intérêt au sein du conseil d'administration de la cible.

Il s'agit d'une offre déposée volontairement par les Initiateurs, qui donne une fenêtre de liquidité aux actionnaires, qui ont le choix d'apporter leurs titres à l'Offre. Les Initiateurs ont indiqué qu'ils n'avaient pas l'intention de procéder à un retrait obligatoire.

Notre conclusion sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre est rendue au regard des considérations suivantes :

- L'Offre est facultative, laissant la liberté aux porteurs de titres d'y répondre favorablement ou non, en décidant d'apporter leurs titres ou de les conserver.
- Cette Offre permet aux actionnaires de bénéficier d'une liquidité immédiate sur la base d'un prix qui extériorise une prime significative de +34% par rapport au prix spot précédant l'annonce de l'Offre et une prime respectivement de +36%, +50%, +29% sur les cours moyens à 1, 3 et 6 mois.
- Le Prix d'offre fait apparaître une prime comprise entre +7% et +19% par rapport aux résultats de la méthode de la somme des parties mise en œuvre à partir du plan d'affaires du Management que nous estimons être volontariste.
- Le Prix d'offre fait apparaître une légère décote comprise entre -5% et -14% par rapport aux résultats de la somme des parties mise en œuvre à partir du plan d'affaires des Initiateurs que nous estimons être ambitieux.
- Enfin, le Prix d'offre s'inscrit dans la fourchette des objectifs des analystes tout en affichant une légère décote de -8% par rapport à la médiane des objectifs.

En somme, le Prix d'offre permet aux actionnaires de bénéficier d'une liquidité immédiate avec une prime significative sur le cours de bourse tandis qu'il valorise pleinement les perspectives volontaristes du plan d'affaires du Management.

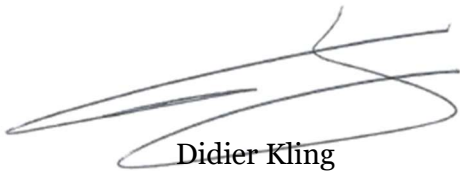
Le caractère facultatif de l'Offre leur permet de conserver leurs titres s'ils souhaitent rester exposés au titre CHARGEURS, pour bénéficier des perspectives ambitieuses affichées par les Initiateurs ou d'une évolution favorable de la décote de conglomerat que le marché applique.

Sur ces bases, nous sommes d'avis que le Prix d'offre de 12,0€ est équitable d'un point de vue financier pour l'ensemble des détenteurs de titres CHARGEURS.

Fait à Paris, le 16 janvier 2024

L'expert indépendant

Cabinet Didier Kling Expertise & Conseil

A stylized, handwritten signature in blue ink, consisting of several overlapping loops and a long horizontal stroke at the bottom.

Didier Kling

A stylized, handwritten signature in blue ink, featuring a large, sweeping loop on the left and a horizontal stroke extending to the right.

Teddy Guerineau

Annexe 1 : Présentation de l'Expert Indépendant et déroulement de l'expertise

Présentation du cabinet Didier Kling Expertise & Conseil

Le cabinet Didier Kling Expertise & Conseil est une société d'expertise comptable et de commissariat aux comptes intervenant principalement dans le cadre des missions suivantes :

- Assistance dans le cadre de litige,
- Evaluations financières et expertises indépendantes,
- Opérations d'apports et de fusions,
- Expertise judiciaire et
- Audit légal.

Le cabinet Didier Kling et ses associés dispose d'une expérience significative dans les missions d'opinion concernant, notamment, des sociétés cotées.

Personnel associé à la réalisation de la mission

Cette mission a été dirigée par :

- Didier KLING, président du cabinet Didier Kling Expertise & Conseil, ancien Président de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes, Président de la Chambre de Commerce de Paris Ile-de-France, expert judiciaire inscrit près la Cour d'appel de Paris (hr) agréé par la Cour de cassation.
- Teddy GUERINEAU, associé, qui dispose d'une expérience professionnelle de plus de vingt ans dans le domaine de l'évaluation financière, diplômé de l'Université Paris-Dauphine (DESS 225), membre du comité directeur de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants et membre de la SFEV et de la CCEF.

Ils ont été assistés par deux analystes qui disposent respectivement de 4 ans et 1 an d'expérience.

La revue indépendante a été effectuée M. Guy JACQUOT, président de la société INCENT Valuation. Ancien élève de l'ENS Cachan et agrégé d'Economie et Gestion, il est Expert financier auprès de la Cour d'Appel de Paris, Président d'Honneur de la Compagnie Nationale des Experts de Justice en Finance et Président de l'UCECAP (Union des Compagnies d'Experts près la Cour d'Appel de Paris).

Liste des missions d'expertise indépendante réalisées

Le cabinet Didier Kling Expertise & Conseil a été, au cours des 24 derniers mois, expert indépendant dans le cadre de l'offre publique d'achat simplifiée initiée par ENVEA Global, au mois de janvier 2022, visant les actions d'ENVEA SA, éventuellement suivie d'un retrait obligatoire.

Déclaration d'indépendance

Le cabinet Didier Kling Expertise & Conseil, son président, ses associés et ses collaborateurs n'ont pas de conflit d'intérêts et sont indépendants des sociétés concernées par le projet d'Offre, objet du présent rapport, au sens de l'article 261-4 du Règlement général de l'AMF et

de l'instruction AMF 2006-08 du 25 juillet 2006 mise à jour le 10 février 2020, en particulier, ils :

- n'entretiennent pas de lien juridique ou en capital avec les personnes concernées par l'Offre ou avec leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance ;
- n'ont conseillé aucune des sociétés concernées par l'Offre, ou toutes personnes que ces sociétés contrôlent, au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce au cours des dix-huit derniers mois ;
- n'ont procédé à aucune évaluation de la société CHARGEURS au cours des dix-huit derniers mois ;
- ne détiennent aucun intérêt dans la réussite de l'Offre, une créance ou une dette sur l'une quelconque des personnes concernées par l'Offre ou sur l'une quelconque des personnes contrôlées par les personnes concernées par l'Offre.

Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers

Le cabinet Didier Kling Expertise & Conseil adhère à l'APEI (Association Professionnelle des Experts Indépendants), association professionnelle reconnue par l'AMF en application de l'article 263-1 de son règlement général.

Rémunération

Le montant des honoraires perçus par le cabinet Didier Kling Expertise & Conseil au titre de la présente mission s'élève à 90.000 euros hors taxes.

Ce montant d'honoraires n'est pas lié à l'issue de l'Offre et a été arrêté en fonction de l'importance et de la complexité de la mission.

Le temps consacré à la réalisation de cette mission d'expertise indépendante s'est élevé globalement à 360 heures.

Moyens mis en œuvre dans le cadre de l'expertise indépendante

Programme de travail détaillé

Prise de connaissance et analyse du contexte

- Revue de presse et recherches documentaires ;
- Réunion avec le management de la Société et les conseils de la Société ;
- Analyse de la documentation juridique et financière relative à l'Offre.

Préparation de l'évaluation

- Prise de connaissance de l'environnement sectoriel des différentes divisions ;
- Prise de connaissance des notes des analystes suivant le secteur ;
- Analyse des données financières de la Société ;

- ✓ Analyse des règles et méthodes comptables appliquées et du référentiel suivi,
- ✓ Analyse des données financières historiques,
- ✓ Analyse des éléments estimés de l'atterrissage 2023,
- ✓ Retraitement des comptes en vue des travaux d'évaluation.
- Détermination des données structurant l'évaluation : nombre de titres retenu, taux d'actualisation, prévisions, ajustement entre la valeur d'entreprise et la valeur de marché des fonds propres.

Travaux d'évaluation et d'appréciation du Prix d'offre

- Analyse et choix des méthodes et références à retenir ou à écarter ;
- Référence au cours de bourse des actions :
 - ✓ Analyse de la liquidité des actions et des principaux événements ayant affecté leur cours de bourse,
 - ✓ Analyse de la volatilité du cours des actions,
 - ✓ Calcul des différentes moyennes de cours de bourse des actions.
- Méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs, pour chaque division :
 - ✓ Analyse des plans d'affaires Management et Initiateurs au regard notamment de l'historique, des prévisions d'atterrissage 2023, de nos entretiens avec le Management et les Initiateurs et de l'analyse des tendances des activités des divisions,
 - ✓ Analyse des paramètres de calcul de la valeur terminale,
 - ✓ Détermination du taux d'actualisation,
 - ✓ Analyse de la sensibilité des résultats de la méthode.
- Méthodes analogiques (sociétés comparables cotées, transactions comparables), pour chaque division :
 - ✓ Recherche de sociétés comparables,
 - ✓ Analyse et comparaison des caractéristiques des sociétés comparables avec celles de la Société,
 - ✓ Détermination des agrégats pertinents pour l'application de la méthode.
- Analyse critique des travaux des Banques présentatrices.

Contact des tiers

- Nous n'avons pas reçu de courriers d'actionnaires minoritaires.

Réunions de travail et de présentation des conclusions avec le comité ad-hoc

Elaboration du rapport

- Rédaction d'un projet de rapport ;
- Revue indépendante ;
- Obtention d'une lettre d'affirmation de la Société et des Initiateurs.

Calendrier de l'étude

Nous avons été désignés par le conseil d'administration de CHARGEURS du 14 décembre 2023 qui nous a adressé une lettre de mission en date du 20 décembre 2023.

Notre mission s'est déroulée du 15 décembre 2023 au 16 janvier 2024. Au cours de cette période, nous avons eu des réunions de travail avec les membres du comité ad-hoc, le Management de la Société, les Banques présentatrices ainsi qu'avec les Initiateurs. Nous avons remis un projet de rapport le 12 janvier 2024 et un rapport le 16 janvier 2024.

Liste des personnes rencontrées ou contactées

Nos principaux interlocuteurs ont été les suivants :

CHARGEURS – Management :

- M. Michaël FRIBOURG, Président-directeur-général ;
- M. Olivier BUQUEN : Directeur financier groupe, Président CHARGEURS Museum Studio ;
- M. Jérôme ANGIN : directeur financier groupe adjoint ;
- M. Yann DELMAS : directeur des investissements ;
- M. Aubert VERNIER : manager M&A.

CHARGEURS - Comité ad hoc :

- M. Emmanuel COQUOIN ;
- Mme Isabelle GUICHOT ;
- Mme Anne-Gabrielle HEILBRONNER.

CHARGEURS - Conseillers juridiques

- Me Georges TERRIER, Associé
- Me Abeba NEGGA, Associée

CHARGEURS - Conseiller financier :

- M. François HENROT

COLOMBUS Holding et COLOMBUS Holding 2 :

- M. Michaël FRIBOURG, Président

BNP Paribas (banque présentatrice) :

- Christophe JALINOT – Managing Director M&A
- Selim TUNA – Managing Director M&A
- Theo HADDAD – Vice President M&A
- Loic SAINT GERMAIN – Vice President Advisory for Listed Company
- Edouard FARRERO – Associate M&A
- Alexia BANCQ – Analyst M&A

Crédit Agricole CIB (banque présentatrice) :

- Elodie FROIDURE - Managing Director M&A
- Côme de SAINT CERAN – Director M&A
- Geoffrey BAS – Associate M&A

Banque Palatine (banque présentatrice) :

- Véronique RONDER-BRESARD – Directeur
- Piette-Antoine JACQUESSON – Directeur adjoint
- Frédéric CAPDEVILLE - Directeur

Informations utilisées

Les informations significatives utilisées dans le cadre de notre mission ont été les suivantes :

Documentations juridiques :

- Procès-verbaux du Conseil d'administration de 2022 et 2023 ;
- Projet de note d'information et de note en réponse déposés auprès de l'AMF.

Documentations comptables et financières :

- Rapports financiers annuels et semestriels des exercices 2015 au 1^{er} semestre 2023 ;
- Communiqués financiers de la Société de 2015 à 2023 ;
- Plan d'affaires du Management et des Initiateurs 2024-2028 ;
- Rapport d'évaluation de la Banque présentatrice ;
- Notes d'analystes financiers.

Bases de données :

- Bloomberg ;
- Epsilon Research.

Annexe 2 : Présentation des sociétés retenues comme comparables boursiers

1. CHARGEURS Advanced Materials

Société	Pays	Activité
MATIV Holding, Inc	USA	Mativ Holdings, Inc. fabrique et vend des matériaux spéciaux. La société propose des matériaux techniques et des solutions à base de fibres qui ciblent des applications haut de gamme sur des marchés finaux diversifiés, de la filtration à la santé en passant par l'emballage durable.
VICTREX	UK	Victrex est un leader mondial dans les solutions de polymères haute performance, desservant les marchés de l'automobile, de l'aérospatiale, de l'énergie et de l'industrie, de l'électronique et du médical. La société développe des solutions dans les polymères polyéther éther cétone (PEEK) et les polymères à base de polyaryléthercétone (PAEK), ainsi que des pièces semi-finies et finies sélectionnées. Victrex possède des usines au Royaume-Uni et vend ses produits dans plus de 40 pays à travers le monde. La société exploite également une unité de biomatériaux, Invibio Solutions. Plus de 40 % du chiffre d'affaires total de l'entreprise provient de la région EMEA.
ARKEMA	France	Arkema fournit des solutions en matière d'adhésifs, de matériaux avancés et de revêtements. La société propose des polymères, des résines de revêtement et des additifs, ainsi que d'autres produits connexes. Ses marchés finaux incluent l'automobile, les cosmétiques, l'aéronautique, l'emballage, et les articles de sport.
COVESTRO AG	Allemagne	Covestro AG fabrique des polymères et des plastiques de haute performance. Elle produit, commercialise et distribue des revêtements, adhésifs, matériaux d'isolation, mastics, polycarbonates et polyuréthanes. Ses produits sont vendus dans plusieurs secteurs, dont l'automobile, la construction, la santé, l'électronique et l'ingénierie médicale.
NITTO DENKO Corp	Japon	La société Nitto Denko Corporation est principalement active dans le secteur des rubans adhésifs au Japon, en Amérique, en Europe, en Asie et en Océanie. Elle propose des rubans double face, des films de protection de surface, des matériaux d'étanchéité, des rubans de masquage, des membranes, des produits liés aux écrans plats et aux panneaux tactiles, des matériaux d'étanchéité, des produits pour le processus de fabrication des semi-conducteurs, des circuits imprimés souples, des films poreux et des matériaux respirants, ainsi que des rubans d'emballage.
Avery Dennison	USA	Avery Dennison Corporation produit des matériaux sensibles à la pression et une large gamme de produits transformés. Les premiers sont utilisés dans l'étiquetage, la décoration et d'autres applications spécialisées. Ses clients sont des détaillants, fabricants de vêtements et propriétaires de marques.
Berry Global Group	USA	Berry Global Group, Inc. fabrique des produits en plastique et des récipients. Elle produit : films plastiques, fermetures, rubans, tubes, flacons, gobelets, couvercles, spécialités médicales.
Sealed AIR	USA	Sealed Air Corporation fabrique des matériaux d'emballage et basés sur les performances, ainsi que des systèmes d'équipement destinés à des applications alimentaires, industrielles, médicales et grand public.
HB Fuller	USA	H.B. Fuller Company fabrique et commercialise des adhésifs, des mastics, des revêtements, des peintures et d'autres produits chimiques spécialisés. Ses produits sont vendus en Amérique du Nord, en Europe, en Amérique latine, en Asie/Pacifique, en Inde, au Moyen-Orient et en Afrique.
Wipak	Canada	Wipak Ltd. fabrique et distribue des matériaux et machines d'emballage pour la protection des aliments, boissons et produits laitiers périssables. La société a des clients dans les marchés non alimentaires tels que la pharmaceutique et les applications industrielles complexes.

2. CHARGEURS Fashion Technologies

Société	Pays	Activité
AQUAFIL	Italie	Aquafil S.p.A. produit des polyamides. La société propose des filaments pour revêtements de sol textiles destinés aux fabricants de tapis, ainsi que des fibres synthétiques pour les secteurs de l'habillement, des maillots de bain et des vêtements de sport. Aquafil offre des services d'ingénierie, tels que la fourniture d'installations de productions complètes, la supervision de l'installation et de la mise en service, la formation des opérateurs d'usine et la modernisation des installations.
COATS GROUP	Royaume-Uni	Coats Group plc fabrique des fils et des pièces d'artisanat (textile) grand public. Elle offre des produits et services aux secteurs de la confection et de la chaussure. Elle développe aussi des produits innovants (fils traceurs, fils aramides et fibres optiques).
G.M Leather SPA	Italie	G.M. Leather S.p.A. se concentre sur l'approvisionnement en matières premières telles que les peaux de bovins et les demi-produits, tout en assurant la commercialisation des matières premières et des produits finis. G.M. Leather sert les secteurs du tannage et du traitement du cuir en Italie.
GENTILI MOSCONI	ITALIE	Gentili Mosconi S.p.A. crée et produit des tissus imprimés et teints, avec des procédés jacquard et à fils teints, des tissus avec des impressions originales ou des impressions sur vêtements, ainsi que d'autres procédés spéciaux pour les marques de mode nationales et internationales les plus importantes.

3. CHARGEURS Luxury Fibers

Société	Pays	Activité
AQUAFIL	Italie	Aquafil S.p.A. produit des polyamides. La société propose des filaments pour revêtements de sol textiles destinés aux fabricants de tapis, ainsi que des fibres synthétiques pour les secteurs de l'habillement, des maillots de bain et des vêtements de sport. Aquafil offre des services d'ingénierie, tels que la fourniture d'installations de productions complètes, la supervision de l'installation et de la mise en service, la formation des opérateurs d'usine et la modernisation des installations.
COATS GROUP	Royaume-Uni	Coats Group plc fabrique des fils et des pièces d'artisanat (textile) grand public. Elle offre des produits et services aux secteurs de la confection et de la chaussure. Elle développe aussi des produits innovants (fils traceurs, fils aramides et fibres optiques).
LENZING	Autriche	Lenzing AG fabrique des fibres textiles, de la pâte à papier et des matières premières. Les fibres sont principalement utilisées par l'industrie du vêtement et pour fabriquer des étoffes non tissées, textiles techniques et textiles d'ameublement. Elle fabrique aussi des produits chimiques, du papier, des films, des plastiques et des fibres synthétiques.
UNIFI	Etats-Unis	Unifi, Inc. applique un procédé de texturation aux filaments de polyester et nylon pour produire des fibres en nylon et polyester, fils teints et fils en élasthane recouverts de nylon et polyester. La société vend ses produits aux fabricants de tricotés et tissus pour : vêtement, rembourrage de voiture, bonneterie, ameublement et autres marchés industriels et d'utilisation finale).

4. CHARGEURS Museum Studio

Société	Pays	Activité
VIAD CORP	Etats-Unis	Viad Corp fournit des services de marketing pour les congrès et événements. La société propose des activités d'accueil et de loisirs, du marketing expérientiel, des expositions et des événements en direct.
GL Events	France	GL Events est une société de gestion d'événements. L'entreprise organise des congrès, des conventions, des événements culturels, sportifs, institutionnels, corporatifs et politiques, des foires commerciales et des expositions.
EMERALD HOLDING Inc.	Etats-Unis	Emerald Holding, Inc. organise des salons professionnels et des événements en direct, et propose d'autres services de marketing, notamment des médias numériques et des publications imprimées. Elle est au service de plusieurs secteurs aux USA, notamment du sport, de la technologie, de la bijouterie et de la construction.
Informa PLC	Royaume-Uni	Informa plc est une société spécialisée dans les événements, les services numériques et les connaissances académiques au Royaume-Uni, en Europe continentale, en Amérique du Nord et à l'échelle internationale. Le segment Informa Connect propose du contenu spécialisé, des événements en direct et des expériences à la demande pour les professionnels via des plates-formes et des services en personne, en direct et numériques, permettant aux entreprises et aux professionnels de se rencontrer, de réseauter, de discuter et d'apprendre.

5. Sociétés holding

Société	Pays	Activité
Altur Investissement	France	Altur Investment est un acteur du private equity Small et Mid Cap.
Compagnie Lebon	France	Compagnie Lebon intervient dans le domaine de l'investissement Small et Mid Cap Elle est également impliquée dans l'immobilier et l'hôtellerie.
Compagnie du Bois Sauvage		Société d'investissement à caractère familial, la Compagnie du Bois Sauvage est un investisseur de long terme dans un nombre limité de sociétés principalement industrielles.
IDI	France	IDI est spécialisée dans l'investissement direct en private equity, principalement dans le cadre de LBO.
Altamir	France	Altamir est spécialisée dans l'investissement en private equity par l'intermédiaire de fonds et de fonds de fonds.
Luxempart	Luxembourg	Luxempart est une société holding qui gère depuis 1988 un portefeuille d'investissements dans des sociétés cotées et non cotées présentes au Luxembourg, en Belgique, en France et en Allemagne.
Peugeot Invest	France	Actionnaire historique du constructeur automobile Stellantis, Peugeot Invest mène une stratégie de diversification patrimoniale par la prise de participations minoritaires dans des sociétés cotées et l'investissement dans des fonds.
Wendel	France	Wendel est spécialisée dans la prise de participation à long terme dans des sociétés cotées et l'investissement direct en private equity.
Eurazeo	France	Eurazeo mène une stratégie d'investissement sur ses fonds propres dans le non coté et a développé une activité de gestionnaire d'actifs alternatifs pour le compte de tiers.
GBL	Belgique	Holding d'investissement des familles Frère et Desmarais, GBL réoriente depuis plusieurs années sa stratégie de la détention de participations minoritaires dans des sociétés cotées à la prise de participations significatives dans des sociétés non cotées.
Exor	Pays-Bas	Actionnaire historique du constructeur automobile Fiat et aujourd'hui de Stellantis, Ferrari, CNH Industrial, Exor mène une stratégie de diversification de ses investissements par la prise de participations dans des sociétés cotées et non cotées.

Annexe 3 : Lettre de mission



Chargeurs
7 rue Kepler, 75116 Paris - France
Téléphone +33 (0)1 47.04.13.40

Didier Kling Expertise & Conseil

28 avenue Hoche
75008 Paris

A l'attention de Messieurs Didier Kling et Teddy
Guérineau

Paris, le 20 décembre 2023

Chers Messieurs,

La société Chargeurs S.A. (la « **Société** ») exerce ses activités dans plusieurs marchés de niche à forte valeur ajoutée, organisées autour de deux pôles stratégiques d'activités : Technologies et Luxe.

Les actions de la Société sont admises aux négociations sur le compartiment B du marché réglementé d'Euronext Paris, sous le code ISIN FR0000130692.

L'actionnaire de référence de la Société, Columbus Holding, contrôlée par la famille Fribourg et administrateur de la Société, a annoncé, le 14 décembre 2023 son intention de déposer, de concert avec Columbus Holding 2, société créée pour les besoins de l'opération (l'« **Initiateur** »), un projet d'offre publique volontaire sur les actions de la Société sans intention de procéder à un retrait obligatoire (l'« **Offre** »).

Dans ce cadre, le Conseil d'administration de la Société, sur proposition du comité *ad hoc* constitué à cette occasion et composé d'une majorité d'administrateurs indépendants, a désigné le cabinet Didier Kling Expertise & Conseil que vous représentez en qualité d'expert indépendant conformément aux dispositions de l'article 261-1 du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») et de l'article 1 de l'instruction n°2006-08 de l'AMF sur l'expertise indépendante. C'est dans ce contexte que nous vous communiquons la présente lettre de mission.

1

Chargeurs Société anonyme au capital de 3 977 970,24€
390 474 898 RCS Paris Siret 390 474 898 00074
TVA intracommunautaire FR 35 390 474 898 Code APE 7010Z

nk



Chargeurs
7 rue Kepler, 75116 Paris - France
Téléphone +33 (0)1 47.04.13.40

Cadre réglementaire de la mission

Votre intervention est requise au titre de l'article 261-1, I, 2^o du Règlement général de l'AMF et sera conduite conformément aux dispositions des articles 261-1 et suivants du Règlement général de l'AMF, des instructions d'application n° 2006-07 et n° 2006-08 relatives respectivement aux offres publiques d'acquisition et à l'expertise indépendante, et de la recommandation n° 2006-15 relative à l'expertise dans le cadre d'opérations financières.

Objectifs de la mission

La mission consistera à apprécier le prix des actions de la Société proposé dans le cadre de l'Offre et donner un avis sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre. Elle se conclura par la remise d'un rapport d'expertise indépendante qui comprendra en conclusion une attestation d'équité sur les conditions financières de l'Offre.

Il a été convenu que les diligences qui seront mises en œuvre par votre cabinet dans le cadre de la mission comprendront notamment :

- une prise de connaissance générale du contexte de l'Offre ;
- l'analyse de la documentation juridique et financière relative à l'Offre ;
- l'analyse des marchés sur lesquels la Société évolue et son positionnement concurrentiel ;
- la mise en œuvre d'une évaluation multicritère des actions émises par la Société ;
- l'analyse des éventuelles synergies opérationnelles, financières et fiscales de l'Offre ;
- l'analyse du positionnement du prix proposé par rapport aux résultats de l'approche multicritère et au contexte de l'Offre ;
- l'examen critique des travaux des banques présentatrices ;
- des rencontres avec les dirigeants, les administrateurs membres du comité *ad hoc* et l'ensemble du conseil d'administration ;
- l'analyse et la prise en compte des éventuels commentaires des actionnaires minoritaires et des tiers ; et

¹ En raison de l'existence d'accords entre Monsieur Michaël Fribourg, Président Directeur général de la Société et l'Initiateur, qu'il contrôle indirectement, susceptibles d'affecter son indépendance



Chargeurs
7 rue Kepler, 75116 Paris - France
Téléphone +33 (0)1 47.04.13.40

- des échanges en réponse aux sollicitations de l'AMF.

Méthodologie d'évaluation

L'évaluation des actions de la Société requise pour apprécier l'équité du prix proposé dans le cadre de l'Offre sera réalisée par une approche multicritère qui reprendra les méthodes couramment utilisées et admises par l'AMF.

Calendrier

Selon le communiqué de presse publié par l'Initiateur le 14 décembre 2023, il est envisagé que le projet de note d'information soit déposé auprès de l'AMF dans les semaines suivant l'annonce du projet d'offre. Votre rapport sera remis après le dépôt de ce projet de note d'information et en amont de la réunion du Conseil d'administration de la Société devant émettre un avis motivé sur l'Offre.

Il est précisé qu'aux termes de l'article 262-1, II du Règlement général de l'AMF, l'expert indépendant doit disposer d'un délai suffisant pour élaborer son rapport et ce délai ne peut être inférieur à vingt jours de négociation. Ce délai minimum s'entend à compter de la réception, par l'expert indépendant, de l'ensemble de la documentation nécessaire à l'élaboration de son rapport.

Conflits d'intérêts

Sur la base des informations portées à notre connaissance, nous avons constaté que le cabinet Didier Kling Expertise & Conseil, ainsi que son président, ses associés et ses collaborateurs, n'ont pas de conflit d'intérêts et sont indépendants des sociétés concernées par l'Offre au sens de l'article 261-4 du Règlement général de l'AMF et de l'instruction n°2006-08 relative à l'expertise indépendante.

Honoraires

Il est convenu que vos honoraires, dont le montant est indépendant des résultats de l'Offre, seront acquittés par la Société.

Nous vous prions d'agréer, chers Messieurs, nos salutations distinguées.

Michaël Fribourg
Président Directeur Général

Michaël Fribourg
Président Directeur général de Chargeurs