

PROJET DE NOTE EN REPONSE ETABLI PAR LA SOCIETE



EN REPONSE AU PROJET D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE VISANT LES ACTIONS ORDINAIRES
DE LA SOCIETE ALTAMIR INITIEE PAR LA SOCIETE

Amboise SAS

Présentée par



BNP PARIBAS



CRÉDIT AGRICOLE
CORPORATE & INVESTMENT BANK

Etablissement présentateur et garant

Etablissement présentateur



Le présent projet de note en réponse (le « **Projet de Note en Réponse** ») a été établi et déposé auprès de l'AMF le 4 juillet 2025 conformément aux dispositions des articles 231-19 et 231-26 du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l' « **AMF** »).

LE PROJET D'OFFRE ET LE PRESENT PROJET DE NOTE EN REPONSE RESTENT SOUMIS A L'EXAMEN DE L'AMF

Avis important

En application des dispositions des articles 231-19 et 261-1 et suivants du Règlement général de l'AMF, le rapport du Cabinet FINEXSI, représentée par M. Olivier PERONNET et M. Lucas ROBIN, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans le présent projet de note en réponse.

Le présent projet de note en réponse est disponible sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et d'ALTAMIR (www.altamir.fr) et des exemplaires peuvent être obtenus sans frais auprès de :

ALTAMIR

61, rue des Belles Feuilles

75116 PARIS

Conformément à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables d'ALTAMIR seront déposées auprès de l'AMF et mises à la disposition du public, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique d'achat simplifiée. Un communiqué sera diffusé pour informer le public des modalités de mise à disposition de ces informations.

Table des matières

1. RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE	5
1.1 Présentation de l'Offre	5
1.2 Retrait obligatoire – Radiation de la cote	6
1.3 Conditions de l'Offre	6
1.3.1 Termes et modalités de l'Offre	6
1.3.2 Ajustement des termes de l'Offre	7
1.3.3 Nombre et nature des titres visés par l'Offre	8
1.4 Procédure d'apport à l'Offre	8
1.5 Calendrier indicatif de l'Offre	9
1.6 Restrictions concernant l'Offre à l'étranger	10
2. CONTEXTE DE L'OFFRE	11
2.1. L'Initiateur et la Société	11
2.2. Stipulations particulières : renonciation au bénéfice de l'Offre par les porteurs d'actions B	12
2.3. Répartition du capital et des droits de vote de la Société	12
2.4. Titres donnant accès au capital	14
3. MOTIFS DE L'OFFRE	14
4. AVIS MOTIVE DU CONSEIL DE SURVEILLANCE	15
4.1. Membres du Conseil ayant participé à la réunion	16
4.2. Décisions du Conseil	16
5. INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL DE SURVEILLANCE DE LA SOCIETE	20
6. INTENTIONS DE LA SOCIETE RELATIVE AUX ACTIONS AUTODETENUES	20
7. AVIS DU COMITE SOCIAL ET ECONOMIQUE	20
8. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE 20	
9. ELEMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INFLUENCE EN PERIODE D'OFFRE PUBLIQUE	21
9.1 Structure et répartition du capital de la société	21
9.2 Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et aux transferts d'Actions	22
9.3 Participations directes ou indirectes dans le capital de la Société dont elle a connaissance en vertu des articles L. 233-7 et L. 233-12 du Code de commerce	22
9.4 Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci	22
9.5 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier	22
9.6 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote	22

9.7	Règles applicables à la nomination et au remplacement de la Gérance ainsi qu'à la modification des statuts de la Société	22
9.8	Pouvoirs de la Gérance, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'actions	23
9.9	Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société	23
9.10	Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil de surveillance ou les salariés s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique d'achat et d'échange	23
10	RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT	24
11	MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE.....	24
12	PERSONNE ASSUMANT LA RESPONSABILITE DU PROJET DE NOTE EN REPONSE.....	24
ANNEXE	25

1. RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE

1.1 Présentation de l'Offre

En application du Titre III du Livre II, et plus particulièrement des articles 233-1,1° et suivants du règlement général de l'AMF, Amboise SAS, société par actions simplifiée au capital de 59.640 euros, dont le siège social est situé 61, rue des Belles Feuilles 75116 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 306 127 721 (« **Amboise** » ou l'« **Initiateur** »), a proposé de manière irrévocable aux actionnaires de la société ALTAMIR, société en commandite par actions au capital de 219.259.626 euros dont le siège social est situé 61, rue des Belles-Feuilles – 75116 PARIS, et immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 390 965 895 (« **ALTAMIR** » ou « **la Société** ») d'acquies en numéraire la totalité de leurs actions ordinaires de la Société admises aux négociations sur le compartiment B du marché réglementé d'Euronext Paris (« **Euronext Paris** ») sous le code ISIN FR0000053837 et le mnémonique « LTA » (les « **Actions** ») autres que les actions détenues par l'Initiateur et les autres Membres du Concert (tel que ce terme est défini ci-dessous) dans le cadre d'une offre publique d'achat simplifiée (l'« **Offre** »), dans les conditions décrites dans le projet de note d'information (le « **Projet de Note d'Information** ») de l'Initiateur déposé auprès de l'AMF le 13 juin 2025 et reprises dans le présent projet de note en réponse.

Le prix de l'Offre (le « **Prix d'Offre** ») sera de 28,50 euros par Action.

L'Offre est consécutive à la constitution d'une action de concert entre Amboise, représentée par Monsieur Maurice Tchenio, TT Investissements, représentée par Monsieur Roland Tchenio, et Monsieur Romain Tchenio et ses enfants (les « **Membres du Concert** ») selon les termes d'un pacte d'actionnaires conclu en date du 2 mai 2025 et ayant fait l'objet d'une publicité de la part de l'AMF le 13 juin 2025 (DOC n°225C1005). A la date du dépôt du projet de note d'information, les membres du Concert détenaient ensemble 27.556.729 Actions représentant 75,44% du capital et 75,47% des droits de vote de la Société, sur la base d'un nombre total de 36.512.301 Actions représentant 99,95% du capital¹ et 100% des droits de vote. Il est précisé que l'Initiateur a acquis depuis le dépôt de l'Offre un total de 1.364.830 Actions, à un cours de 28,50 euros par Action². A la date du présent document, les Membres du Concert détiennent ensemble 28.921.559 Actions représentant 79,17 % du capital et 79,21 % des droits de vote, réparties comme suit :

- l'Initiateur détient 25.410.871 Actions, représentant 69,56 % du capital et 69,60 % des droits de vote de la Société ;
- TT Investissements détient 3.479.580 Actions représentant 9,53% du capital et 9,53% des droits de vote de la Société ; et
- Monsieur Romain Tchenio et ses enfants détiennent 31.108 Actions représentant 0,09% du capital et 0,08% des droits de vote de la Société.

Conformément aux dispositions de l'article 231-6 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** »), l'Offre vise la totalité des actions ordinaires existantes de la Société (à l'exclusion

¹ Sauf mention expresse contraire, les pourcentages en capital sont calculés, au titre du présent document, sur la base de la somme des Actions et des Actions B (tel que ce terme est défini ci-après) composant le capital de la Société soit 36.530.883 actions Altamir (36.512.301 Actions ordinaires et 18.582 Actions B) à la date du présent document. Ces 36.530.883 actions Altamir représentent 36 512 301 droits de vote.

² Avis AMF n°225C1016, n°225C1043, n°225C1059, n°225C1098 et n° 225C1109 des 17, 19, 20, 26 et 27 juin 2025 (Déclarations des achats et ventes pendant une offre publique)

des actions auto-détenues), non détenues par l'Initiateur, directement ou indirectement, seul ou de concert, soit, à la date du présent document, un nombre maximum de 7.556.968 Actions.

L'Offre ne vise pas les actions de préférence sans droit de vote (« **Actions B** »), soit à la date du présent document, 18.582 Actions B, représentant 0,05% du capital de la Société. Il est rappelé que conformément à l'article 10.2 des statuts de la Société, les Actions B ne peuvent être détenues que par la Société, le Gérant (tel que défini ci-dessous), la société de Conseil en investissements (telle que définie à l'article 16.4 des statuts de la Société) ou ses salariés ou mandataires sociaux ou une société civile composée de ces personnes. Ainsi, l'Initiateur ne peut pas se porter acquéreur des Actions B et l'intégralité de leurs porteurs a renoncé expressément au bénéfice de l'Offre, en tant que de besoin (Cf. section 2.2 du présent projet de Note en Réponse).

A l'exception des Actions et des Actions B, il n'existe aucun autre titre de capital, ni aucun autre instrument financier ou droit pouvant donner accès immédiatement ou à terme au capital social ou aux droits de vote de la Société.

En conséquence, le nombre maximum de titres susceptible d'être apportés à l'Offre est de 7.556.968 Actions, soit 20,69 % du capital et 20,70 % des droits de vote de la Société, sous réserve du nombre de titres acquis par l'Initiateur pendant la période d'Offre et préalablement à l'ouverture de l'Offre.

L'Offre revêt un caractère obligatoire, elle sera réalisée selon la procédure simplifiée prévue aux articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF pendant dix (10) jours de négociation. Il est précisé que l'Offre ne sera pas réouverte après la publication de son résultat définitif par l'AMF dans la mesure où elle est réalisée selon la procédure simplifiée.

1.2 Retrait obligatoire – Radiation de la cote

L'Initiateur a indiqué dans son projet de Note d'Information qu'il n'a pas l'intention de demander à l'AMF la mise en œuvre d'un retrait obligatoire à l'issue de l'Offre même si les conditions légales et réglementaires pour la mise en œuvre d'un tel retrait obligatoire étaient réunies.

1.3 Conditions de l'Offre

1.3.1 Termes et modalités de l'Offre

En application des articles 231-13 et 231-18 du règlement général de l'AMF, BNP Paribas (« **BNP Paribas** ») et Crédit Agricole Corporate and Investment Bank (« **Crédit Agricole Corporate and Investment Bank** »), avec BNP Paribas les « **Etablissements Présentateurs** », agissant pour le compte de l'Initiateur, ont déposé auprès de l'AMF le 13 juin 2025 le projet d'Offre sous la forme d'une offre publique d'achat simplifiée portant sur la totalité des Actions en circulation autres que les Actions détenues par l'Initiateur et les autres Membres du Concert (sous réserve des exceptions détaillées à la section 1.3.3 (Nombre et nature des titres visés par l'Offre) du présent projet de Note en Réponse).

Suite au dépôt du projet d'Offre et du projet de Note d'Information auprès de l'AMF le 13 juin 2025, l'AMF a publié le même jour un avis de dépôt relatif au Projet de Note d'Information sur son site internet (www.amf-france.org)

Cette Offre revêt un caractère obligatoire et sera réalisée selon la procédure simplifiée en application des dispositions des articles 233-1 et suivants du RGAMF.

Conformément aux dispositions de l'article 231-6 du règlement général de l'AMF, l'Initiateur s'est engagé irrévocablement auprès des actionnaires de la Société à acquérir, pendant une période de dix (10) jours de négociation, la totalité des Actions apportées à l'Offre au Prix d'Offre, soit un nombre maximum de 7.556.968 Actions au prix de 28,50 euros par Action.

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

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

La Société a déposé le présent Projet de Note en Réponse auprès de l'AMF le 4 juillet 2025. Un avis de dépôt sera publié par l'AMF sur son site Internet (www.amf-france.org).

Le Projet de Note en Réponse tel que déposé auprès de l'AMF est tenu gratuitement à la disposition du public au siège social de la Société et a été mis en ligne sur les sites Internet l'AMF (www.amf-france.org) et d'ALTAMIR (www.altamir.fr).

Conformément aux dispositions de l'article 231-26 du règlement général de l'AMF, un communiqué de presse comportant les principaux éléments du Projet de Note en Réponse sera diffusé par la Société.

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

L'AMF déclarera l'Offre conforme après s'être assurée de sa conformité aux dispositions légales et réglementaires qui lui sont applicables et publiera la déclaration de conformité sur son site Internet (www.amf-france.org). En application de l'article 231-23 du RGAMF, cette déclaration de conformité emportera visa du Projet de Note en Réponse par l'AMF.

La Note en Réponse, ainsi visée, et conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, le document « Autres Informations » relatif aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société, seront tenus gratuitement à la disposition du public au siège social de l'Initiateur et des Etablissements Présentateurs au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre. Ces documents seront également disponibles sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et d'Altamir (<http://www.altamir.fr>). Un communiqué de presse précisant les modalités de mise à disposition de ces documents sera publié au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre.

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 de marché rappelant la teneur de l'Offre et annonçant le calendrier et les principales caractéristiques de l'Offre.

1.3.2 Ajustement des termes de l'Offre

Pour mémoire, le Prix d'Offre par Action a été déterminé coupon attaché, étant précisé qu'aucune distribution (dividende, acompte sur dividende ou autre) ne sera payée avant la clôture de l'Offre.

Dans l'hypothèse où, entre la date du Projet de Note d'Information et la date de clôture de l'Offre (inclusive), la Société procéderait sous quelque forme que ce soit à (i) la distribution d'un dividende, d'un acompte, d'une réserve, d'une prime ou de toute autre distribution (en numéraire ou en nature), ou (ii) au rachat ou à la réduction de son capital social, où, dans les deux cas, la date de détachement ou la date de référence à laquelle il est nécessaire d'être actionnaire pour y avoir droit est fixée avant la date de clôture de l'Offre, le Prix d'Offre par Action sera ajusté pour tenir compte de cette opération.

1.3.3 Nombre et nature des titres visés par l'Offre

A la date du présent document, les Membres du Concert détiennent ensemble 28.921.559 Actions représentant 79,17 % du capital et 79,21 % des droits de vote.

Conformément aux dispositions de l'article 231-6 du règlement général de l'AMF, l'Offre vise la totalité des Actions existantes de la Société et non détenues par l'Initiateur (directement ou indirectement, seul ou de concert), soit, à la date du présent document, 7.556.968 Actions, à l'exclusion des 33.774 Actions auto-détenues (étant précisé que la Société a décidé de ne pas les apporter à l'Offre) et sous réserve du nombre de titres acquis par l'Initiateur pendant la période d'Offre et préalablement à l'ouverture de l'Offre.

Le projet d'Offre ne vise pas les Actions B existantes, soit à la date du présent document, 18.582 Actions B, représentant 0,05% du capital de la Société, pour lesquelles l'intégralité de leurs porteurs a renoncé en tant que de besoin expressément au bénéfice de l'Offre.

1.4 Procédure d'apport à l'Offre

La procédure d'apport à l'Offre décrite au paragraphe 3.4 du projet de Note d'Information est reproduite ci-dessous.

L'Offre sera ouverte pendant une période de dix (10) jours de négociation, conformément aux dispositions de l'article 233-2 du règlement général de l'AMF.

L'Initiateur s'engage irrévocablement à acquérir, auprès des actionnaires de la Société, les Actions visées par l'Offre qui seront apportées à l'Offre librement négociables et libres de tout privilège, gage, nantissement ou tout autre sûreté ou restriction de quelque nature que ce soit à leur transfert de propriété. L'Initiateur se réserve le droit d'écarter toute action apportée qui ne répondrait pas à cette condition.

Les actionnaires dont les Actions sont inscrites sur un compte géré par un intermédiaire financier et qui souhaitent apporter leurs Actions à l'Offre devront remettre à l'intermédiaire financier dépositaire de leurs Actions un ordre d'apport conforme au modèle mis à leur disposition par cet intermédiaire. Les actionnaires de la Société sont invités à se rapprocher de leur intermédiaire financier afin de se renseigner sur d'éventuelles contraintes, en ce compris des délais, pour la remise de leurs ordres d'apport à l'Offre dans les délais impartis.

Les actionnaires dont les actions sont inscrites en compte sous la forme « nominatif pur » dans les registres de la Société, tenus par Société Générale, devront demander leur inscription sous la forme « nominatif administré » pour apporter leurs actions à l'Offre à moins qu'ils n'en aient demandé au préalable la conversion au porteur. L'Initiateur attire l'attention des actionnaires sur le fait que ceux

d'entre eux qui demanderaient expressément la conversion au porteur perdraient les avantages liés à la détention des actions sous forme nominative si l'Offre était sans suite.

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

Les ordres d'apport des Actions à l'Offre seront irrévocables.

L'Offre et tous les documents y afférents (y compris le Projet de Note en Réponse) sont soumis au droit français. Tout différend ou litige, de quelque nature que ce soit, se rattachant à la présente Offre sera porté devant les tribunaux compétents.

Les actionnaires de la Société souhaitant apporter leurs Actions à l'Offre devront remettre leur ordre de vente au plus tard le dernier jour de l'Offre et le règlement-livraison sera effectué au fur et à mesure de l'exécution des ordres, deux (2) jours de négociation après chaque exécution des ordres, étant précisé que les frais de négociation (y compris les frais de courtage et TVA afférents) resteront à la charge de l'actionnaire vendeur sur le marché.

BNP Paribas, prestataire de services d'investissement habilité en tant que membre du marché, se portera acquéreur, pour le compte de l'Initiateur, des Actions qui seront cédées sur le marché, conformément à la réglementation applicable.

1.5 Calendrier indicatif de l'Offre

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

Un calendrier indicatif de l'Offre a été intégré dans le projet de Note d'Information (§3.6) et est reproduit ci-dessous à titre purement informatif :

Dates	Principales étapes de l'Offre
13 juin 2025	<ul style="list-style-type: none">• Dépôt auprès de l'AMF du projet d'Offre et du Projet de Note d'Information de l'Initiateur.• Mise à disposition du public et mise en ligne sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et sur le site internet d'Altamir (http://www.altamir.fr/fr/) du Projet de Note d'Information de l'Initiateur.• Diffusion par l'Initiateur d'un communiqué de presse informant du dépôt et de la mise à disposition du Projet de Note d'Information.
4 juillet 2025	<ul style="list-style-type: none">• Dépôt auprès de l'AMF du projet de note en réponse de la Société, en ce compris, le rapport de l'expert indépendant et l'avis motivé du Conseil de Surveillance de la Société.• Mise à disposition du public et mise en ligne sur le site internet de l'AMF (www.amf-france.org) et sur le site internet d'Altamir (http://www.altamir.fr/fr/) du projet de note en réponse de la Société.• Diffusion par la Société d'un communiqué de presse informant du dépôt et de la mise à disposition du projet de note en réponse.
17 juillet 2025	<ul style="list-style-type: none">• Publication de la décision de conformité de l'Offre par l'AMF emportant visa de la note d'information de l'Initiateur et de la note en réponse de la Société.

18 juillet 2025	<ul style="list-style-type: none"> • Mise à disposition du public et mise en ligne sur le site internet de l'AMF (www.amf-france.org) et sur le site internet d'Altamir (http://www.altamir.fr/fr/) de la note d'information visée par l'AMF et du document « Autres Informations » relatif aux caractéristiques juridiques, comptables et financières de l'Initiateur.
18 juillet 2025	<ul style="list-style-type: none"> • Mise à disposition du public et mise en ligne sur le site internet de l'AMF (www.amf-france.org) et sur le site internet d'Altamir (http://www.altamir.fr/fr/) de la note en réponse de la Société visée par l'AMF et du document « Autres Informations » relatif aux caractéristiques juridiques, comptables et financières de la Société. • Diffusion d'un communiqué de presse informant de la mise à disposition de la note d'information de l'Initiateur visée par l'AMF ainsi que du document « Autres Informations » de l'Initiateur. • Diffusion d'un communiqué de presse informant de la mise à disposition de la note en réponse de la Société visée par l'AMF ainsi que du document « Autres Informations » de la Société.
18 juillet 2025	<ul style="list-style-type: none"> • 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
21 juillet 2025	<ul style="list-style-type: none"> • Ouverture de l'Offre.
1er août 2025	<ul style="list-style-type: none"> • Clôture de l'Offre.
4 août 2025	<ul style="list-style-type: none"> • Publication de l'avis de résultat de l'Offre par l'AMF.

1.6 Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

L'Offre est faite exclusivement en France.

Information à l'attention des actionnaires situés à l'étranger :

Le Projet de Note en Réponse et tout autre document relatif à l'Offre ne sont pas destinés à être distribués dans des pays autres que la France.

L'Offre n'a fait l'objet d'aucune demande d'enregistrement ou demande de visa auprès d'une autorité de contrôle des marchés financiers autre que l'AMF et aucune démarche ne sera effectuée en ce sens.

Le Projet de Note en Réponse, et aucun autre document relatif à l'Offre ne constituent une sollicitation en vue d'acquérir des instruments financiers dans un quelconque pays où ce type d'agissement serait illégale, ne pourrait être valablement faite, ou requerrait la publication d'un prospectus ou l'accomplissement de toute autre formalité en application du droit local. Les détenteurs d'Actions situés ailleurs qu'en France ne peuvent participer à l'Offre que dans la mesure où une telle participation est autorisée par le droit local auquel ils sont soumis.

En conséquence, les personnes en possession du Projet de Note en Réponse ou de tout autre document relatif à l'Offre sont tenues de se renseigner sur les restrictions locales éventuellement applicables et de s'y conformer strictement. Le non-respect de ces restrictions est susceptible de constituer une violation des lois et règlements applicables.

L'Initiateur a déclaré décliner toute responsabilité en cas de violation par toute personne des restrictions légales ou réglementaires applicables.

Cas particulier des États-Unis :

Le Projet de Note en Réponse ne constitue ni une offre d'achat ou de vente ni une sollicitation d'un ordre d'achat ou de vente de valeurs mobilières aux Etats-Unis et n'a pas été soumis à la Securities and Exchange Commission des Etats-Unis.

Aucun document relatif à l'Offre, y compris le Projet de Note en Réponse, ne constitue une extension de l'Offre aux Etats-Unis et l'Offre n'est pas faite, directement ou indirectement, aux Etats-Unis, à des personnes résidant aux Etats-Unis ou « US Person » (au sens du Règlement S pris en vertu de l'U.S. Securities Act de 1933 tel que modifié). En conséquence, aucun exemplaire ou copie du Projet de Note en Réponse, et aucun autre document relatif à l'Offre, ne pourra être transmis par tout moyen y compris numérique, ni communiqué et diffusé par un intermédiaire ou toute autre personne aux Etats-Unis.

Aucun détenteur de titres visés ne pourra apporter ses Actions à l'Offre s'il n'est pas en mesure de déclarer qu'il respecte l'ensemble des conditions requises par la réglementation applicable aux Etats-Unis, à savoir : (i) qu'il n'est pas une « US Person », (ii) qu'il n'a pas reçu aux Etats-Unis de copie de la note d'information ou de tout autre document relatif à l'Offre, et qu'il n'a pas envoyé de tels documents aux Etats-Unis, (iii) qu'il n'a pas utilisé, directement ou indirectement, les services postaux, les moyens de télécommunications ou autres instruments de commerce ou les services d'une bourse de valeurs des Etats-Unis en relation avec l'Offre, (iv) qu'il n'était pas sur le territoire des Etats-Unis lorsqu'il a accepté les termes de l'Offre, ou transmis son ordre d'apport de titres, et (v) qu'il n'est ni agent ni mandataire agissant pour un mandant autre qu'un mandant lui ayant communiqué ses instructions en dehors des Etats-Unis. Les intermédiaires habilités ne pourront pas accepter les ordres d'apport de titres qui n'auront pas été effectués en conformité avec les dispositions ci-dessus, à l'exception de toute autorisation ou instruction contraire de ou pour le compte de l'Initiateur, à la discrétion de ce dernier.

Toute acceptation de l'Offre dont on pourrait supposer qu'elle résulterait d'une violation de ces restrictions serait réputée nulle.

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

2. CONTEXTE DE L'OFFRE

2.1. L'Initiateur et la Société

Altamir est une société en commandite par actions qui a pour associé commandité et gérant la société Altamir Gérance SA, société anonyme au capital de 1.000.000 euros, dont le siège social est 61, rue des Belles Feuilles, 75116 Paris, immatriculée au registre de commerce de Paris sous le numéro 402 098 917 (le « **Gérant** »).

Amboise, actionnaire majoritaire d'Altamir contrôlée par Monsieur Maurice Tchenio, détient 99,9% du capital d'Altamir Gérance SA.

Altamir a été créée en 1995 pour permettre à tout investisseur d'accéder par la bourse à la classe d'actifs du *private equity*. La Société investit principalement au travers et aux côtés des fonds gérés par Seven2 (autrefois Apax Partners SAS) et Apax LLP, deux acteurs de référence qui ont plus de 50 ans d'expérience dans le métier de l'investissement. Actionnaires majoritaires ou de référence, les fonds

Seven2 et Apax réalisent des opérations de capital-transmission et capital développement et accompagnent les dirigeants d'entreprises dans la mise en œuvre d'objectifs ambitieux de création de valeur.

La Société a opté depuis sa création pour le régime fiscal des sociétés de capital-risque (SCR). Elle est à ce titre exonérée d'impôt sur les sociétés et ses actionnaires peuvent bénéficier d'avantages fiscaux sous certaines conditions de conservation des titres et de réinvestissement des dividendes.

En 2018, Altamir a fait l'objet d'une offre publique d'achat initiée par Amboise à l'issue de laquelle Amboise a porté sa participation à un montant lui conférant le contrôle en capital et en droit de vote d'Altamir en plus de sa capacité de définir et mettre en œuvre la stratégie de la Société au travers d'Altamir Gérance SA.

Dans le cadre d'une réflexion stratégique sur le futur d'Altamir, les Membres du Concert se sont accordés pour mettre en œuvre une politique commune visant à poursuivre l'activité de la Société en tant que société de *private equity* cotée en bourse, tout en constatant la grande difficulté d'assurer à l'avenir la liquidité du titre. Cette réflexion a conduit Amboise, agissant pour le compte des Membres du Concert, à déposer une offre publique d'achat créant une opportunité de liquidité pour les actionnaires d'Altamir (voir la section 3 – Motifs de l'Offre, pour plus d'informations sur ce sujet).

La volonté des Membres du Concert étant de créer une fenêtre de liquidité au travers de l'Offre, ces derniers n'ont pas sollicité l'application de l'article 234-7 du règlement général de l'AMF qui prévoit que celle-ci peut constater qu'il n'y a pas matière à déposer un projet d'offre publique lorsque les seuils mentionnés aux articles 234-2 et 234-5 sont franchis par une ou plusieurs personnes qui viennent à déclarer agir de concert avec un ou plusieurs actionnaires qui détenaient déjà, seul ou de concert, la majorité du capital ou des droits de vote de la société.

Aucune demande de dérogation à l'obligation de déposer une offre publique d'achat n'ayant été demandée par les Membres du Concert, dont Monsieur Maurice Tchenio est l'actionnaire prédominant, l'Offre s'inscrit dans le cadre du régime de l'offre publique obligatoire au sens de l'article 234-2 du règlement général de l'AMF.

2.2. Stipulations particulières : renonciation au bénéfice de l'Offre par les porteurs d'actions B

En application des dispositions de l'article 25 des statuts de la Société, les porteurs d'Actions B bénéficient de droits particuliers au titre de la distribution de dividende (*carried interest*).

Altamir Gérance détient 18.024 Actions B et 558 Actions B sont détenues par des salariés.

L'Offre ne concerne donc pas les titulaires des Actions B qui ont, en tant que de besoin, expressément renoncé au bénéfice de ladite Offre, aux termes d'accords conclus avec l'Initiateur, en présence de la Société.

2.3. Répartition du capital et des droits de vote de la Société

A la date d'établissement du présent Projet de Note en Réponse, le capital social est divisé en 36.512.301 actions ordinaires d'une valeur nominale de 6 euros et de 18.582 actions de préférence

(dénommées « Actions B ») de 10 euros de valeur nominale, représentant 36.512.301 droits de vote théoriques (les Actions B n'ayant pas de droit de vote) et 36.479.212 droits de vote réels. La différence entre le nombre de droits de vote théoriques et réels correspond au nombre d'actions auto-détenues.

A titre informatif, le capital social et les droits de vote de la Société sont répartis, à la date du dépôt du Projet de Note en Réponse, de la manière suivante :

	Nombre d'actions	% du capital	Droits de vote théoriques	% droits de vote théoriques	Droits de vote exerçables en AG	% droits de vote exerçables en AG
Amboise SAS	25.410.871	69,56%	25.410.871	69,60%	25.410.871	69,66%
Romain Tchenio	31.108	0,09%	31.108	0,09%	31.108	0,08%
TT Investissements	3.479.580	9,53%	3.479.580	9,53%	3.479.580	9,54%
Sous-total Concert Tchenio	28.921.559	79,17%	28.921.559	79,21%	28.921.559	79,28%
Public	7.556.968	20,69%	7.556.968	20,70%	7.556.968	20,72%
Auto-détention	33.774	0,09%	33.774	0,09%	-	0%
Total actions ordinaires	36.512.301	99,95%	36.512.301	100%	36.478.527	100%
Actions B	18.582	0,05%				
Total général	36.530.883	100%	36.512.301	100%	36.478.527	100%

Acquisitions d'actions de la Société par l'Initiateur au cours des 12 derniers mois :

- 11 avril 2024 : 2.398 actions au prix de 25,00 euros ;
- 12 avril 2024 : 1.380 actions au prix de 24,95 euros ;
- 3 juin 2024 : 20.901 actions au prix de 25,90 euros ;
- 6 février 2025 : 84.740 actions au prix de 23,60 euros ;

Acquisitions d'actions de la Société par les Membres du Concert au cours des 12 derniers mois :

- 16 mai 2024 : 26.842 actions au prix de 25,50 euros.

Acquisitions d'actions de la Société par l'Initiateur depuis le début de la période d'Offre :

- 16 juin 2025 : 305.934 actions au prix de 28,50 euros ;
- 17 juin 2025 : 136.668 actions au prix de 28,50 euros ;
- 18 juin 2025 : 640 actions au prix de 28,50 euros ;
- 20 juin 2025 : 9.752 actions au prix de 28,50 euros ;
- 26 juin 2025 : 412.221 actions au prix de 28,50 euros ;
- 27 juin 2025 : 499.615 actions au prix de 28,50 euros.

2.4. Titres donnant accès au capital

A l'exception des Actions et des Actions B, il n'existe aucun autre titre de capital, ni aucun autre instrument financier ou droit pouvant donner accès immédiatement ou à terme au capital social ou aux droits de vote de la Société.

3. MOTIFS DE L'OFFRE

La vocation d'Altamir a été, depuis sa création en 1995, de permettre à tout investisseur d'accéder par la bourse à la classe d'actifs du *private equity*, en profitant des opportunités d'investissement sélectionnées par les fonds Apax France (devenus Seven2) et Apax LLP.

La logique du *partnership* très présente dans le *private equity* a conduit au choix de la forme sociale de commandite. Le statut de société de capital risque pour lequel Altamir a opté depuis l'origine, a offert une fiscalité avantageuse tant pour la Société que pour ses actionnaires.

Cette opportunité d'accès au *private equity* par la bourse a permis de délivrer aux investisseurs une performance très significative, accompagnée d'une liquidité à tout moment, offerte par la possibilité de céder des titres sur le marché. Il est à noter que la forte progression de l'actif net réévalué de la Société, outre le succès des investissements réalisés, a été obtenue par l'absence d'émission d'actions nouvelles dans le cadre d'augmentations de capital qui auraient eu un effet dilutif pour les actionnaires existants.

Les aspects fondamentaux justifiant la cotation d'Altamir depuis 1995 ont évolué.

En premier lieu, la liquidité du titre Altamir s'est réduite au fil des années. En dépit du maintien d'un flottant significatif à l'issue de l'offre publique d'achat de 2018, le marché du titre présente une inertie qui est la conséquence d'une stabilité structurelle de l'actionnariat. Paradoxalement la fidélité des actionnaires de la Société qui témoigne de leur confiance dans ses performances participe en partie à la difficulté de réduire la décote de holding, faute d'un marché du titre dynamique.

Par ailleurs, le positionnement d'Altamir, qui répondait initialement aux besoins d'une catégorie d'investisseurs ne souhaitant pas ou ne pouvant pas investir dans des fonds de *private equity* traditionnels, n'est désormais plus différenciant. En effet, cette alternative boursière à l'investissement direct dans des fonds de *private equity* fait désormais face à une concurrence accrue, notamment de la part d'autres solutions d'investissement dans le *private equity* offrant à la fois la liquidité et des tickets minimums équivalents à ceux d'une action cotée en bourse. Dans ce contexte, l'offre d'Altamir a perdu son caractère original et exclusif, qui a constitué un facteur clé de l'attractivité du titre.

En dernier lieu, l'implication de Monsieur Maurice Tchenio en tant que dirigeant fondateur de l'associé commandité a vocation à progressivement se réduire.

Convaincue que le développement futur de la Société n'est pas susceptible d'engendrer une amélioration de la liquidité du titre, et ce quelle que soit la taille du flottant, Amboise a souhaité offrir aux actionnaires de la Société une nouvelle fenêtre de liquidité en lançant, pour le compte des Membres du Concert, une offre publique d'achat simplifiée à un prix assorti d'une prime significative par rapport au cours de bourse.

L'Offre permettra ainsi aux actionnaires de la Société qui le souhaitent de céder leurs Actions à des conditions financières attractives, notamment au regard de la décote durablement constatée sur le

titre depuis l'introduction en bourse de la Société, et ce, en dépit de la performance remarquable de la Société au cours de cette période.

Le dépôt de l'Offre ne résulte pas de la volonté de renforcer le contrôle du concert sur la Société. Les Membres du Concert ont annoncé dans le Projet de Note d'Information ne pas avoir l'intention, quel que soit le résultat de l'Offre, de mettre en œuvre un retrait obligatoire ni de procéder à la radiation des Actions d'Euronext Paris.

Le Conseil de Surveillance de la Société, réuni le 23 avril 2025 a constitué un comité *ad hoc* composé majoritairement d'administrateurs indépendants de la Société, à savoir Monsieur Jean Estin, Madame Anne Landon et Monsieur Dominique Cerutti, avec pour mission de proposer l'expert indépendant devant être désigné dans le cadre de l'Offre, de superviser ses travaux et de préparer le projet d'avis motivé sur l'Offre. Le Conseil de Surveillance, sur la base de la recommandation du comité *ad hoc*, a désigné, conformément à l'article 261-1 I §1 du règlement général de l'AMF, le 28 avril 2025, le cabinet Finexsi, représenté par Monsieur Olivier Peronnet et Monsieur Lucas Robin, en qualité d'expert indépendant (l'« **Expert Indépendant** ») chargé de se prononcer sur le caractère équitable des termes de l'Offre. Le rapport de l'Expert Indépendant est reproduit in extenso dans le présent projet de Note en Réponse.

4. AVIS MOTIVE DU CONSEIL DE SURVEILLANCE

Les membres du Conseil de surveillance de la Société se sont réunis en Conseil le 23 avril 2025 pour prendre connaissance du projet d'Offre initié par l'Initiateur et constituer un comité *ad hoc* composé majoritairement d'administrateurs indépendants de la Société, à savoir Monsieur Jean Estin, Madame Anne Landon et Monsieur Dominique Cerutti avec pour mission de proposer l'expert indépendant devant être désigné dans le cadre de l'Offre, de superviser ses travaux et de préparer le projet d'avis motivé sur l'Offre.

Le 28 avril 2025, après avoir pris connaissance de l'offre du cabinet Finexsi représenté par Monsieur Olivier Peronnet, de l'expérience de ce cabinet, de la composition et des compétences des équipes susceptible d'intervenir ainsi que de ses moyens matériels, le Comité *ad hoc* a proposé au Conseil de surveillance la nomination de cet Expert Indépendant.

Le 28 avril 2025, les membre du Conseil de surveillance se sont réunis afin de nommer le cabinet Finexsi, représenté par Monsieur Olivier Peronnet et Monsieur Lucas Robin, en qualité d'expert indépendant chargé de se prononcer sur le caractère équitable des termes de l'Offre.

Le comité *adhoc* s'est réuni le 26 juin 2025 pour échanger avec l'Expert Indépendant sur le déroulement de ses travaux et l'approche de ce dernier sur le prix proposé. Sur ces bases, il a évoqué à cette occasion les termes d'un projet d'avis motivé à parfaire au regard du rapport définitif de l'expert.

Le 3 juillet 2025, le Comité *adhoc* a pris connaissance du rapport définitif de l'expert et finalisé le projet d'avis motivé à transmettre à l'ensemble des membres du Conseil de surveillance.

Les membres du Conseil se sont réunis le 4 juillet 2025 pour rendre leur avis motivé sur ce projet d'Offre, conformément aux dispositions de l'article 231-19 du Règlement Général de l'AMF.

Cet avis a été rendu connaissance prise :

- de l'évaluation faite par BNP Paribas et Crédit Agricole Corporate and Investment Bank, établissements présentateurs de l'Offre,
- du rapport de l'expert indépendant concluant au caractère équitable du Prix de l'Offre de 28,50 euros par action ordinaire.

4.1. Membres du Conseil ayant participé à la réunion

Les membres du Conseil de surveillance ayant participé à cette réunion sont les suivants :

- Madame Anne Landon, Membre du Conseil de surveillance ;
- Monsieur Dominique Cerutti, Membre du Conseil de surveillance.

Monsieur Jean ESTIN, Président du Conseil de surveillance et membre du comité *ad hoc* est absent et a donné pouvoir à Madame Anne Landon à l'effet de le représenter.

Madame Marleen GROEN, membre du Conseil de surveillance est absente et excusée.

4.2. Décisions du Conseil

L'extrait du procès-verbal de cette réunion concernant l'avis motivé sur l'Offre est le suivant :

« Le Conseil de surveillance de la société a pris connaissance des documents suivants :

- le projet de note d'information définitif établi par l'Initiateur, contenant notamment les motifs et intentions de ce dernier et la synthèse des éléments d'appréciation du prix de l'Offre préparés par BNP Paribas et Crédit Agricole Corporate & Investment Bank, établissements présentateurs de l'Offre ;
- le rapport établi par le Cabinet FINEXSI représenté par M. Olivier PERONNET et M. Lucas ROBIN, agissant en qualité d'expert indépendant (l'« **Expert Indépendant** »), conformément aux articles 261-1 et suivants du Règlement Général de l'AMF; et
- le projet de note en réponse de la Société prévu par les articles 231-19 et 231-26 du Règlement Général de l'AMF, comprenant le projet d'avis motivé préparé par le Comité ad hoc.

- **Constatations**

Après examen de ces documents, des termes de l'Offre et des intentions de l'Initiateur sur les douze prochains mois, les membres du Conseil de surveillance ont constaté que :

- L'Offre est consécutive à la constitution d'une action de concert entre Amboise, représentée par Monsieur Maurice Tchenio (l'« **Initiateur** »), TT Investissements, représentée par Monsieur Roland Tchenio, et Monsieur Romain Tchenio et ses enfants (les « **Membres du Concert** ») selon les termes d'un pacte d'actionnaires conclu en date du 2 mai 2025, par laquelle les Membres du Concert ont franchi en hausse les seuils de 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 1/3, 50% et 2/3 du capital et des droits de vote de la Société ;
- L'Offre revêt un caractère obligatoire et est réalisée selon la procédure simplifiée en application des articles 233-1 et suivants du Règlement Général de l'AMF ;

- *Etant réalisée selon la procédure simplifiée, l'Offre ne sera pas réouverte à la suite de la publication par l'AMF du résultat de l'Offre ;*
- *L'Initiateur n'exclut pas la possibilité d'acquérir sur le marché et hors marché des Actions de la Société, à compter de la publication par l'AMF des principales dispositions du projet d'Offre et jusqu'à la date de publication par l'AMF de l'avis de résultat de l'Offre, conformément aux et dans la limite des dispositions des articles 231-38 IV du Règlement Général de l'AMF ;*
- *L'Offre ne concerne pas les titulaires d'actions B qui ont, en tant que de besoin, expressément renoncé au bénéfice de ladite Offre, aux termes d'accords conclus avec l'Initiateur, en présence de la Société ;*
- *L'Offre a pour objet d'offrir une nouvelle fenêtre de liquidité en permettant aux actionnaires de la Société qui le souhaitent de céder leurs actions ordinaires à des conditions financières attractives, notamment au regard de la décote durablement constatée sur le titre depuis l'introduction en bourse de la Société, et ce, en dépit de la performance de la Société au cours de cette période ;*
- *Les Membres du Concert n'ont pas l'intention, quel que soit le résultat de l'Offre, de mettre en œuvre un retrait obligatoire ni de procéder à la radiation des Actions d'Euronext Paris ;*
- *Les membres du Concert prévoient la mise en œuvre d'une politique commune visant au développement de l'activité d'Altamir en tant que société de private equity cotée en bourse, orientée sur une stratégie de croissance durable. Cette politique commune vise à privilégier le renforcement de la capacité d'investissement de la Société ;*
- *L'Initiateur n'envisage pas de modifier la stratégie de l'entreprise sur les 12 mois à venir. Il n'envisage pas de modifier la politique de dividendes d'Altamir ;*
- *L'Initiateur n'envisage pas de procéder à une fusion – absorption de la Société au cours des douze prochains mois.*

Les membres du Conseil de surveillance ont constaté que :

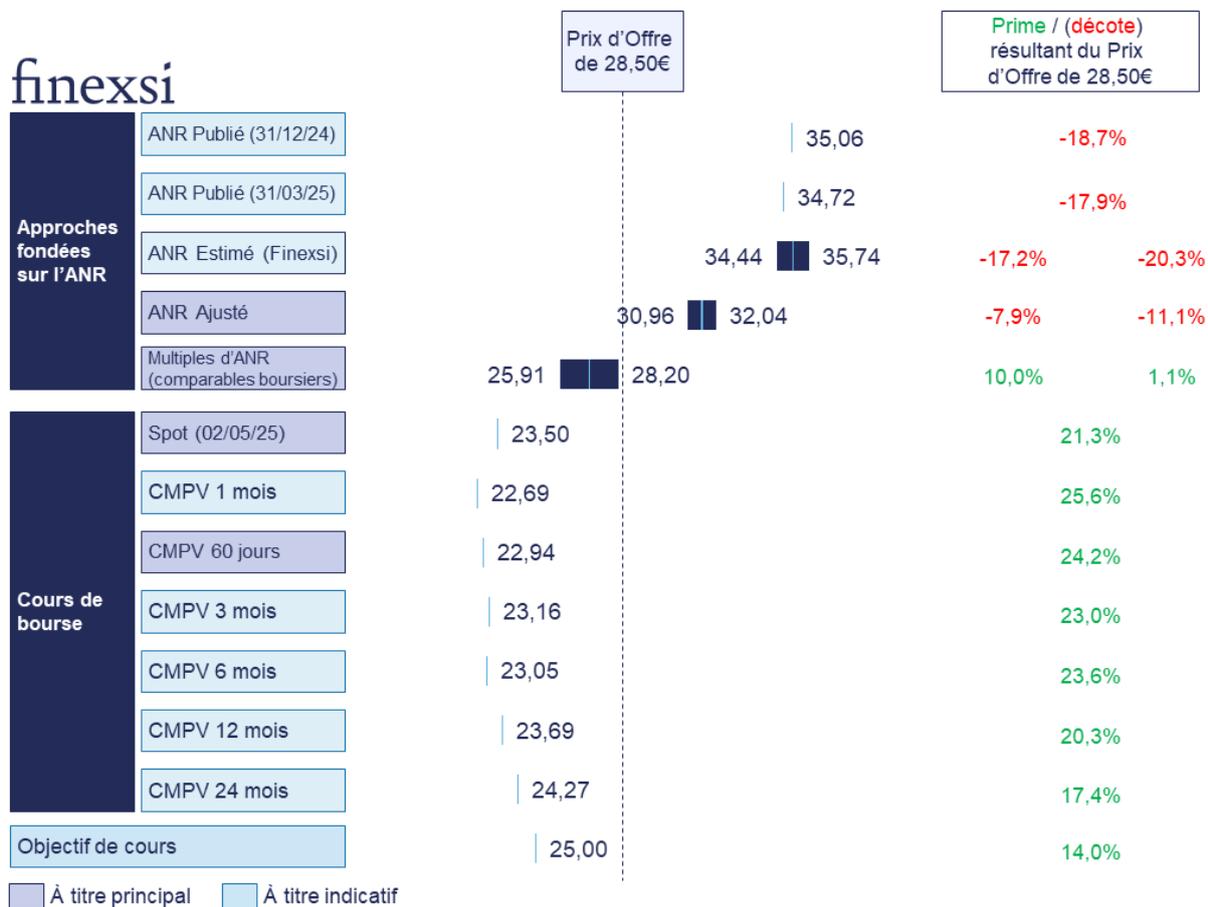
- *Le Prix d'Offre par Action de 28,50 euros représente une prime de 21,3% par rapport au cours de clôture de l'action Altamir au 2 mai 2025, et de 25,6% par rapport au cours moyen 1 mois pondéré par les volumes au 2 mai 2025 ;*
- *Qu'aucune observation écrite d'actionnaires n'a été reçue ni par la Société, ni par l'Expert Indépendant;*
- *Le Conseil constate qu'en l'absence de salarié et de comité social et économique, il n'y a pas lieu à application des dispositions des articles L. 2312-42 et suivants du Code du travail.*
- *L'Expert Indépendant, ayant procédé à une analyse multicritère en vue de l'évaluation des actions de la Société et ayant examiné l'ensemble des termes du projet d'Offre, a conclu dans son rapport au caractère équitable d'un point de vue financier du prix de l'Offre pour les actionnaires de la Société apportant volontairement leurs titres à l'Offre dans les termes suivants :*

« Synthèse de nos travaux d'évaluation et appréciation sur le caractère équitable de l'Opération

Synthèse de nos travaux d'évaluation d'Altamir

À l'issue de nos travaux, le prix d'Offre de 28,50 € par action ordinaire extériorise les primes et décotes suivantes par rapport aux valeurs résultant des différents critères d'évaluation qui ont été retenus.

Figure 14 - Synthèse des travaux d'évaluation réalisés par Finexsi



Source : analyses Finexsi

Attestation sur le caractère équitable de l'Offre

Il est ici précisé que la présente Offre exclut la possibilité d'un Retrait Obligatoire, même si les conditions d'un tel retrait étaient réunies à l'issue de l'Offre. C'est sur cette base que nous formulons notre conclusion.

En ce qui concerne l'actionnaire d'Altamir

La présente Offre Publique d'Achat Simplifiée est proposée à l'ensemble des actionnaires au prix d'Offre de 28,50 € par action ordinaire. Elle s'analyse comme une offre de liquidité qui revêt un caractère facultatif pour les actionnaires d'Altamir puisqu'ils peuvent répondre favorablement ou non à l'Offre qui leur est faite.

Le prix d'Offre de 28,50 € par action extériorise une prime de +21,3% sur le dernier cours de bourse avant annonce et de +24,2% sur le CPMV 60 jours. Il extériorise des décotes de -7,9% à -11,1% par

rapport aux bornes basses et hautes de l'ANR Ajusté présenté à titre principal étant précisé que celui-ci repose sur la prise en compte de frais de structure dégressifs et limités dans le temps, dont l'incidence est moindre que celle des décotes usuellement constatées sur les sociétés comparables cotées, comme le montrent les primes extériorisées par les multiples boursiers, soit entre +1,1% et +10,0% selon la borne considérée.

Dans ce contexte, l'Offre Publique d'Achat Simplifiée permet aux actionnaires de la Société de bénéficier d'une liquidité immédiate à un prix supérieur au cours de bourse. En revanche, le prix de l'Offre extériorise une décote par rapport à l'ANR de la Société, laquelle décote ressort limitée au regard des décotes observées sur le marché.

En ce qui concerne les accords connexes

L'examen de l'accord pouvant avoir une influence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre, tel que présenté dans le Projet de Note d'Information, à savoir le pacte d'actionnaires en date du 2 mai 2025, n'a pas fait apparaître de disposition de nature à remettre en cause, selon nous, le caractère équitable de l'Opération d'un point de vue financier.

À notre connaissance il n'existe pas d'autre accord connexe qui serait conclu dans le cadre de l'Offre.

En conséquence, et à la date du présent rapport, nous sommes d'avis que le prix d'Offre de 28,50 € par action ordinaire est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires d'Altamir.»

- **Avis**

Après avoir effectué toutes ses constatations, le Conseil de surveillance, estime que :

- *le projet d'Offre est conforme à l'intérêt de la société et de ses actionnaires ;*
- *les conditions financières de l'Offre sont équitables pour les actionnaires ;*
- *les conditions financières de l'Offre constituent une opportunité de cession à des conditions satisfaisantes pour les actionnaires minoritaires souhaitant bénéficier d'une liquidité immédiate et intégrale de leur participation au capital de la Société.*

Au vu de ces éléments, et notamment du projet de rapport de l'expert indépendant, et après en avoir délibéré, le Conseil de surveillance émet un avis favorable sur l'Offre initiée par Amboise SAS, au prix de 28,50 euros par Action, qu'il juge équitable et conforme aux intérêts de la Société et de ses actionnaires.

En conséquence, le Conseil recommande aux actionnaires souhaitant profiter d'une liquidité immédiate de leurs titres de les apporter à l'Offre.

Ces avis et recommandations ont été pris à l'unanimité des membres du Conseil présents. Ils sont conformes au projet proposé par le Comité ad hoc.

Il est précisé que Madame Marleen Groen, membre du conseil absente et excusée, a été invitée au comité d'offre réuni le 3 juillet 2025 pour préparer le projet d'avis motivé. A cette occasion, elle a émis un avis favorable au regard du projet d'avis proposé au conseil de surveillance. »

5. INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL DE SURVEILLANCE DE LA SOCIETE

Chaque membre du Conseil de surveillance après avoir constaté l'obligation de détenir au moins 1000 actions ordinaires de la Société conformément aux dispositions du règlement intérieur du conseil, a décidé de conserver cette quotité de titres et, le cas échéant, d'apporter toute quotité excédentaire à l'Offre, à savoir :

	Nombre d'actions possédées	Nombre d'actions apportées à l'offre
Jean Estin	1 000	-
Anne Landon	1 136	136
Marleen Groen	1 000	-
Dominique Cerruti	2 500	1 500

6. INTENTIONS DE LA SOCIETE RELATIVE AUX ACTIONS AUTODETENUES

Conformément à la décision de la Gérance, la Société a décidé de s'engager à ne pas apporter à l'Offre les 33.774 Actions auto-détenues.

7. AVIS DU COMITE SOCIAL ET ECONOMIQUE

La Société n'ayant aucun salarié, les dispositions des articles L. 2312-42 et suivants du Code du travail ne trouvent pas à s'appliquer.

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

Il est rappelé que les Membres du Concert ont conclu, le 2 mai 2025, un pacte d'actionnaires ayant fait l'objet d'une publicité de la part de l'AMF le 13 juin 2025 (DOC n°225C1005), constitutif d'une action de concert au sens de l'article L. 233-10 du Code de commerce, afin de mettre en œuvre une politique commune dont l'Offre est l'une des composantes. Cette mise en concert, au sein duquel Monsieur Maurice Tchenio exerce la prédominance, prend effet à compter de la date du dépôt de l'Offre pour une durée de dix années. Comme détaillé ci-dessus (*section 3 – Motifs de l'Offre*), les aspects fondamentaux justifiant la cotation d'Altamir depuis 1995 ayant évolué, Messieurs Maurice, Roland et Romain Tchenio se sont rapprochés pour échanger sur l'avenir de la Société, qui représente une part significative de leur patrimoine respectif. Ils se sont tout d'abord accordés sur le fait que leur présence croissante au capital d'Altamir s'inscrivait dans une démarche de long terme pour soutenir le développement de la Société, qui va continuer à prendre des engagements d'investissement dans une optique *evergreen*.

Si l'intérêt d'une cotation pour Altamir s'est estompé au fil des années, les parties au pacte observent que la stabilité de l'actionnariat témoigne d'une adhésion à la stratégie menée depuis l'origine.

Dans ce contexte, les parties au pacte ont considéré que leur participation dans Altamir devait désormais être gérée dans une perspective commune, les réunissant autour d'un fort *affectio societatis*.

Dans cette optique, Monsieur Maurice Tchenio s'engage à demeurer l'animateur d'Amboise en sa qualité d'associé commandité d'Altamir pour une durée de trois ans. À l'issue de cette période, une réduction progressive de son implication dans la gestion de la Société pourra être envisagée.

Le pacte prévoit ainsi la mise en œuvre d'une politique commune visant au développement de l'activité d'Altamir en tant que société de *private equity* cotée en bourse, orientée sur une stratégie de croissance durable. Cette politique commune vise à privilégier le renforcement de la capacité d'investissement de la Société.

Pour pallier la faible liquidité structurelle du titre le pacte d'actionnaires envisage également le dépôt de l'Offre, ce qui conduit de facto à la renonciation par les Membres du Concert à demander une dérogation à l'obligation de déposer une offre publique ainsi qu'évoqué à la section 2.1. ci-dessus.

L'action de concert repose également sur la renonciation de Messieurs Roland et Romain Tchenio à réaliser directement ou indirectement des acquisitions ou des cessions d'actions Altamir sans l'accord préalable de Monsieur Maurice Tchenio. Les Membres du Concert s'engagent à conserver les actions Altamir qu'ils détiennent à ce jour pendant une durée minimum de trois ans à compter de l'avis de résultat de l'Offre.

En conséquence de ces dispositions, TT Investissements et Romain Tchenio s'engagent irrévocablement à ne pas apporter leurs titres à l'Offre, déposée par Amboise, pour le compte des Membres du Concert.

A compter de la troisième année suivant la date de l'avis de résultat de l'Offre, toute cession d'actions Altamir ne pourra être opérée qu'à l'issue d'une concertation préalable avec Monsieur Maurice Tchenio, lequel disposera (i) d'un droit de priorité absolu sur toute cession envisagée au profit d'un tiers, et (ii) d'un droit d'obliger la cession de la totalité des actions détenues par les Membres du Concert dans le cadre d'une cession commune sur la base d'un prix par action Altamir cédée identique, dont il sera seul décisionnaire.

Les Membres du Concert s'accordent également sur la nécessité de ne pas procéder à la création d'actions nouvelles pouvant provoquer une dilution des actionnaires existants, ainsi que sur le maintien de la politique de dividendes.

L'Initiateur a déclaré dans son Projet de Note d'Information n'avoir connaissance et n'être partie à aucun autre accord lié à l'Offre susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'Offre ou sur son issue. Il n'existe aucun engagement d'apport à l'Offre.

9. ELEMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INFLUENCE EN PERIODE D'OFFRE PUBLIQUE

Conformément à l'article 231-19 du Règlement Général de l'AMF, les éléments mentionnés à l'article L. 22-10-11 du Code de commerce sont les suivants :

9.1 Structure et répartition du capital de la société

A la date d'établissement du présent document et à la connaissance de la Société, le capital et les droits de vote de la Société sont répartis comme indiqué au paragraphe 2.3 du présent projet de Note en Réponse.

A la date d'établissement du présent document, la Société n'a émis aucune valeur mobilière ni titre susceptible de donner accès au capital. Il n'existe aucun capital potentiel.

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

A la date d'établissement du présent document, il n'existe pas de restriction statutaire à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'Actions.

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

A la date d'établissement du présent document, le capital de la Société est réparti comme indiqué au paragraphe 2.3 du présent projet de Note en Réponse.

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

A la date d'établissement du présent document, il n'existe pas de titres comportant des droits de contrôle spéciaux, à l'exception des actions B qui n'ont pas de droit de vote mais qui peuvent donner droit au paiement d'un dividende statutaire. La liste des titulaires d'actions B figure au paragraphe 4.2.2 du Document d'Enregistrement Universel 2024 de la Société.

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

A la date d'établissement du présent document, il n'existe pas de mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel avec des droits de contrôle qui ne sont pas exercés par ce dernier.

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

A la connaissance de la Société et à l'exception des accords mentionnés aux sections 2.2 et 8 du présent projet de Note en Réponse, il n'existe pas d'autres accords ou engagements entre actionnaires à la date d'établissement du présent document.

9.7 Règles applicables à la nomination et au remplacement de la Gérance ainsi qu'à la modification des statuts de la Société

L'article 15 des statuts stipule que la nomination et la révocation du Gérant sont de la compétence exclusive de l'associé commandité.

La modification des statuts de la Société se fait conformément aux dispositions légales et réglementaires.

9.8 Pouvoirs de la Gérance, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'actions

En matière de pouvoirs de la Gérance, il n'y a pas de délégation en cours en matière d'augmentation de capital.

Il est précisé que depuis l'établissement du Document d'Enregistrement Universel 2024, une nouvelle autorisation en matière de programme de rachat d'actions a été votée par l'Assemblée Générale du 23 avril 2025. La Gérance dispose d'une autorisation lui permettant de faire racheter par la Société ses propres actions dans le cadre du dispositif des articles L. 22-10-62 et L. 225-210 du Code de commerce, étant précisé que les caractéristiques du programme sont les suivantes :

- Pourcentage de rachat maximum autorisé : 1% du capital ;
- Prix maximal unitaire d'achat (hors frais d'acquisition) : 38 euros par action ;
- Montant total maximum : 13 874 674 euros ;
- Durée de l'autorisation : dix-huit mois.

Ces achats d'actions pourront être opérés par tous moyens, y compris par voie d'acquisition de blocs de titres, et aux époques que la Gérance appréciera, étant précisé que cette dernière ne pourra, sauf autorisation préalable par l'Assemblée Générale, faire usage de cette autorisation en période d'offre publique initiée par un tiers visant les titres de la Société et ce, jusqu'à la fin de la période d'offre. La Société n'entend pas utiliser des mécanismes optionnels ou instruments dérivés.

A la date d'établissement du présent document, la Société détient 33.774 actions autodétenues (étant précisé que la Société s'est engagée à ne pas les apporter à l'Offre et que le contrat de liquidité est suspendu depuis le 5 mai 2025).

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

A la date d'établissement du présent document, il n'existe pas d'accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société.

9.10 Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil de surveillance ou les salariés s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique d'achat et d'échange

A la date d'établissement du présent document, il n'existe pas d'accords particuliers prévoyant des indemnités en cas de cessation des fonctions de membre du Conseil de surveillance (étant précisé que la Société n'a pas de salarié).

10 RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT

Conformément aux dispositions de l'article 261-1 du Règlement Général de l'AMF, la Société a procédé le 28 avril 2025 à la désignation du cabinet FINEXSI représenté par Messieurs Olivier PERONNET et Lucas ROBIN, en qualité d'expert indépendant, chargé d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

Dans le cadre de la mission qui lui a été confiée, le cabinet FINEXSI a rendu un rapport le 4 juillet 2025. Le rapport est reproduit en intégralité en Annexe du présent projet de Note en Réponse.

11 MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE

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

12 PERSONNE 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. »

Paris, le 4 juillet 2025

Altamir,

Représentée par Altamir Gérance

Elle-même représentée par M. Maurice Tchenio

ANNEXE

Rapport de l'expert indépendant

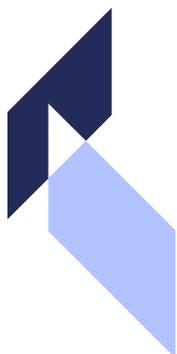
finexsi

Attestation d'équité

*Offre Publique d'Achat Simplifiée (OPAS) initiée par
Amboise SAS sur les actions d'Altamir SCA*

Altamir
INVEST VIA APAX PARTNERS

4 juillet 2025



FINEXSI - EXPERT & CONSEIL FINANCIER
Société de Commissariat aux comptes
Société d'expertise comptable inscrite au tableau de Paris Ile-de-France
SAS au capital de 353 654€ - RCS Paris B 415 195 189

14, rue de Bassano
75116 Paris

Tél. : 01 43 18 42 42
contact@finexsi.com

Sommaire

1	Présentation de l'Opération	5
1.1	Contexte et termes de l'Opération	5
1.2	Sociétés concernées par l'Opération	6
1.2.1	<i>Présentation de la société initiatrice</i>	6
1.2.2	<i>Présentation de la Société objet de l'Offre</i>	6
1.3	Modalités de l'Offre	8
1.3.1	<i>Motifs de l'Offre</i>	8
1.3.2	<i>Titres visés par l'Offre (cf. §3.3 du Projet de Note d'Information)</i>	9
1.3.3	<i>Intérêt de l'Offre pour l'Initiateur, la Société et ses actionnaires</i>	10
1.3.4	<i>Intentions sur les douze mois à venir</i>	10
1.3.5	<i>Accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue</i>	11
1.3.6	<i>Autres informations</i>	12
1.3.7	<i>Acquisition d'Actions par les Actionnaires de Contrôle au cours des douze derniers mois précédant le dépôt de l'Offre (cf. §2.1.3 du Projet de Note d'Information)</i>	13
1.4	Déclaration d'indépendance	13
1.5	Diligences effectuées	13
2	Présentation d'Altamir	16
2.1	Présentation de la structure organisationnelle	16
2.1.1	<i>Les associés commanditaires, commandités et le gérant</i>	17
2.1.2	<i>Conseil de Surveillance</i>	18
2.2	Présentation de la Société	19
2.2.1	<i>Rappel de l'historique d'Altamir</i>	19
2.2.2	<i>Présentation de l'activité d'Altamir</i>	19
3	Environnement économique et concurrentiel d'Altamir	22
3.1	Présentation du secteur	22
3.2	Périmètre d'activités et acteurs du capital-investissement	23
3.2.1	<i>Périmètre d'activités</i>	23
3.2.2	<i>Typologie des acteurs</i>	24
3.3	La spécificité des frais de gestion	25
4	Analyse financière d'Altamir	26
4.1	Compte de résultat de la Société	26
4.1.1	<i>Résultat du portefeuille de participations</i>	27
	<i>Uplift</i>	27

4.1.2	<i>Résultat opérationnel brut</i>	28
4.1.3	<i>Résultat opérationnel net</i>	28
4.1.4	<i>Résultat net revenant aux actionnaires ordinaires</i>	29
4.2	Bilan de la Société	29
4.2.1	<i>Investissements et cessions</i>	30
4.2.2	<i>Trésorerie nette et capitaux propres</i>	32
4.2.3	<i>Flux de trésorerie</i>	34
4.2.4	<i>Évolution de l'Actif Net Réévalué (ANR) publié par la Société</i>	35
5	Matrice SWOT	36
6	Évaluation des actions de la société Altamir	37
6.1	Méthodes d'évaluation écartées	37
6.1.1	<i>Actif net comptable consolidé d'Altamir</i>	37
6.1.2	<i>Actualisation des flux de trésorerie prévisionnels</i>	37
6.1.3	<i>Actualisation des dividendes futurs</i>	37
6.1.4	<i>Transactions comparables</i>	38
6.1.5	<i>Transactions récentes sur le capital de la Société</i>	39
6.2	Méthodes d'évaluation retenues	40
6.3	Mise en œuvre de la valorisation de la société Altamir	40
6.3.1	<i>Nombre de titres retenu</i>	40
6.3.2	<i>Actif Net Réévalué publié (à titre indicatif)</i>	41
6.3.3	<i>Actif Net Réévalué estimé par Finexsi (à titre indicatif)</i>	42
	<i>Comptes de référence</i>	42
	<i>FPCI</i>	42
	<i>Participations en actions</i>	42
	<i>Limites de nos travaux et contraintes dont l'évaluation doit tenir compte</i>	43
	<i>Synthèse</i>	45
6.3.4	<i>Actif Net Réévalué Ajusté (à titre principal)</i>	46
6.3.5	<i>Comparables boursiers – multiple d'ANR (à titre principal)</i>	47
6.3.6	<i>La référence au cours de bourse de la Société (à titre principal)</i>	50
6.3.7	<i>Objectif de cours de bourse des analystes (à titre indicatif)</i>	53
6.4	Synthèse de nos travaux d'évaluation	54
7	Analyse des éléments d'appréciation du prix établis par les Établissements Présentateurs	55
7.1	Choix des critères d'évaluation	55
7.2	Mise en œuvre des différentes méthodes de valorisation	56
7.2.1	<i>Travaux de réévaluation du portefeuille</i>	56

7.2.2	<i>ANR ajusté de la valeur des coûts d'exploitation de la Société</i>	57
7.2.3	<i>Analyse du cours de bourse</i>	58
7.2.4	<i>ANR après décote sur la base des comparables boursiers</i>	58
7.2.5	<i>ANR après décote sur la base des transactions comparables</i>	58
7.2.6	<i>Transactions récentes sur le capital</i>	58
7.2.7	<i>Prix cible des analystes</i>	59
8	Accords connexes	60
9	Synthèse de nos travaux d'évaluation et appréciation sur le caractère équitable de l'Opération	61
9.1	Synthèse de nos travaux d'évaluation d'Altamir	61
9.2	Attestation sur le caractère équitable de l'Offre	61
10	Annexes	63
10.1	Présentation du cabinet Finexsi - Expert & Conseil Financier et déroulement de la mission	63
10.2	Lettre de mission	68

1 Présentation de l'Opération

1.1 Contexte et termes de l'Opération

Altamir SCA (ci-après « **Altamir** » ou « **la Société** ») est une société de capital développement créée le 15 mars 1993 par M. Maurice TCHENIO (ci-après le « **Fondateur** ») cotée sur le compartiment B d'Euronext Paris depuis 1995 (ISIN FR0000053837), dont la société Amboise SAS (ci-après « **Amboise** » ou « **l'Initiateur** ») est le principal actionnaire.

À la suite de la conclusion d'un pacte d'actionnaires en date du 2 mai 2025, une action de concert avec le Fondateur a été constituée. Dénommés collectivement les « **Actionnaires de Contrôle** », les « **Membres du Concert** » ou le « **Concert** », le Concert détient 27.556.729 actions représentant 75,44% du capital et 75,47% des droits de vote théoriques de la Société :

- l'Initiateur détient 24.046.041 actions et droits de vote de la Société représentant 65,82% du capital et 65,86% des droits de vote théoriques de la Société ;
- TT Investissements représentée par Monsieur Roland TCHENIO détenant 3.479.580 actions de la Société représentant 9,53% du capital et des droits de vote théoriques ;
- Monsieur Romain TCHENIO et ses enfants détenant 31.108 actions et droits de vote de la Société représentant 0,09% du capital et 0,08% des droits de vote théoriques.

Ils sont réputés agir conjointement dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée (OPAS) que l'Initiateur lancera sur l'intégralité du capital de la Société encore non détenu à ce jour (ci-après « **l'Opération** » ou « **l'Offre** »), à l'exception des actions auto-détenues ainsi que des actions de préférence sans droit de vote (« **Actions B** »).

L'Offre revêt un caractère obligatoire pour l'Initiateur et sera réalisée selon la procédure simplifiée régie par les articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

Le projet d'Opération a fait l'objet du dépôt par l'Initiateur d'un Projet de Note d'Information le 13 juin 2025.

Le prix de l'Offre est fixé à 28,50 € par action Altamir.

Dans ce contexte, le Conseil de Surveillance d'Altamir du 28 avril 2025 a désigné, sur avis du Comité *ad hoc*¹, Finexsi en qualité d'Expert Indépendant chargé d'apprécier le caractère équitable des conditions financières de l'Offre qui serait initiée, sur le fondement de l'article 261-1 et suivants du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers (ci-après « **l'AMF** ») du fait notamment que la Société est déjà contrôlée par l'Initiateur.

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents publics et pris connaissance d'un ensemble d'informations comptables et financières (états financiers, communiqués, etc.) qui ont été transmises par la Société, ainsi que par BNP Paribas et Crédit Agricole Corporate & Investment Bank, en qualité d'établissements présentateurs et garants de l'Offre (ci-après « **BNP Paribas** » et « **Crédit Agricole** » ou « **les Établissements Présentateurs** »). Ces documents et informations ont été considérés comme exacts et exhaustifs, et n'ont pas fait l'objet de vérification particulière. Nous n'avons pas cherché à valider les données historiques et prévisionnelles utilisées dont nous avons seulement vérifié la vraisemblance et la cohérence. Cette mission n'a pas consisté à procéder à un audit des états financiers, des contrats, des litiges et de tout autre document qui nous ont été communiqués pour les besoins de notre mission.

¹ Le Comité *ad hoc* constitué de 3 personnes, également membres du Conseil de Surveillance, toutes indépendantes.

Notre responsabilité ne pourra pas être recherchée quant à l'exactitude ou l'exhaustivité des informations recueillies dans le cadre de notre mission.

Nous précisons que le présent rapport établi pour les seuls besoins du Règlement Général de l'AMF en France, ne préjuge en aucun cas des éventuelles obligations qui pourraient résulter de législations étrangères, même si l'Offre devait être ouverte aux actionnaires d'autres pays

Dans le cadre de notre mission, nous n'avons pas été sollicités par des actionnaires minoritaires.

Ce rapport présente nos travaux et conclusions, selon le plan ci-avant annoncé.

1.2 Sociétés concernées par l'Opération

1.2.1 Présentation de la société initiatrice

La Société initiatrice de l'Offre, agissant de concert avec les Membres du Concert est la société Amboise, une société par actions simplifiée dont le siège social est situé au 61, rue des Belles Feuilles, 75116 Paris. Elle est immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 306 127 721. Son capital est intégralement détenu par son Président Monsieur Maurice TCHENIO et sa famille.

En 2018, Altamir a fait l'objet d'une Offre Publique d'Achat (« OPA ») initiée par Amboise, dont la participation s'élevait alors à 28,77% du capital. À l'issue de cette opération, Amboise a porté sa participation à plus de 65% du capital et des droits de vote de la Société devenant ainsi l'actionnaire majoritaire d'Altamir.

À la date du Projet de Note d'Information, Monsieur Maurice TCHENIO et sa famille (le Concert), détiennent près de 100%, directement ou indirectement, par l'intermédiaire de sociétés qu'ils contrôlent, (i) Amboise, la société initiatrice, (ii) Altaroc Partners SA (ci-après « **Altaroc** » ou « **Altaroc Partners** »), société à conseil d'administration au capital de 1.097.808 €, dont le siège social est situé au 61, rue des Belles Feuilles, 75116 Paris, immatriculée au Registre du Commerce de Paris sous le numéro 309 044 840 et (iii) Altamir Gérance SA (ci-après « **Altamir Gérance** » ou le « **Gérant** »), société anonyme à conseil d'administration au capital de 1.000.000 €, dont le siège social est situé au 61, rue des Belles Feuilles, 75116 Paris, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 402 098 917.

Altamir Gérance et Altaroc Partners jouent respectivement un rôle de Gérant commandité et de Conseil en investissements pour le compte d'Altamir SCA.

1.2.2 Présentation de la Société objet de l'Offre

Altamir SCA est une société en commandite par actions (SCA) au capital de 219.259.626 € divisé en 36.512.301 actions A d'une valeur nominale unitaire de 6,00 € et de 18.582 actions B d'une valeur nominale unitaire de 10,00 €.

Le siège social est situé au 61 rue des Belles Feuilles à Paris (75116). Elle est immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés (RCS) de Paris sous le numéro 390 965 895.

Les titres de la Société sont admis aux négociations sur le compartiment B du marché réglementé Euronext Paris sous le code ISIN FR0000053837.

La Société a notamment pour objet « *la souscription, l'acquisition, la gestion et la cession par tous moyens de valeurs mobilières françaises ou étrangères, de droits sociaux, de droits représentatifs* »

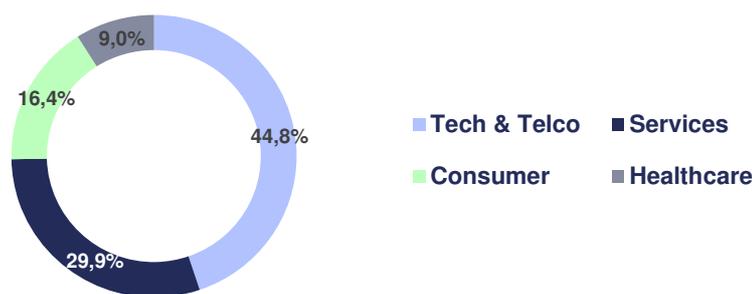
d'un placement financier et d'autres droits financiers, et généralement, toutes opérations pouvant se rattacher à l'objet visé ci-dessus ou permettant sa réalisation, y compris toutes opérations sur biens meubles et immeubles nécessaires à son fonctionnement². »

La Société a été créée le 15 mars 1993 afin de simplifier l'accès au *Private Equity*³ et permettre de bénéficier de l'expérience et du savoir-faire des équipes d'Apax Partners. À l'origine de cette initiative, Monsieur Maurice TCHENIO, figure pionnière du *Private Equity* en France, cofondateur d'Apax et de Seven2, qui n'est aujourd'hui plus impliqué dans la gestion opérationnelle de ces dernières sociétés.

Altamir n'emploie aucun salarié, son activité étant assurée par la société de gestion Altamir Gérance, dont l'actionnaire majoritaire est la société Amboise SAS, elle-même présidée par Monsieur Maurice TCHENIO.

Les investissements de la Société se répartissent au sein de 4 secteurs stratégiques : technologie et communications, les services, la consommation et la santé. Au 31 décembre 2024, les actifs financiers de la Société sont répartis dans 10 sociétés (1 investissement direct et 9 co-investissements) et au travers de 14 Fonds Professionnels de Capital Investissement (FPCI).

Figure 1 - Répartition sectorielle du portefeuille d'Altamir au 31 décembre 2024



Source : Document d'Enregistrement Universel (DEU) 2024

Altamir a opté, depuis sa création, pour le régime fiscal des Sociétés de Capital Risque (« **SCR** ») à objet exclusif de gestion d'un portefeuille de valeurs mobilières.

Pour obtenir ce statut, la Société doit respecter plusieurs conditions. Les deux principales étant :

- L'actif net doit être composé à minima de 50% de titres donnant accès au capital et émis par des sociétés non cotées en bourse ayant leur siège dans un État membre de l'Union européenne et également en Norvège, Islande ou Liechtenstein ;
- La SCR ne peut contracter d'emprunts d'espèces d'un montant supérieur à 10% de la valeur de son actif net social.

D'autres règles viennent également s'appliquer afin d'être éligible au statut de SCR (de manière non exhaustive) : le fait ne de pas pouvoir détenir plus de 40% des droits de vote d'une société ou encore le fait qu'une SCR ne puisse pas allouer plus de 25% de sa situation nette comptable à une seule entreprise.

² Source : DEU 2024.

³ Le capital-investissement, ou *Private Equity* en anglais, désigne la prise de participation au capital de sociétés non cotées en bourse. Il s'agit d'un placement à long terme visant à financer le développement d'une entreprise en lui apportant des fonds en échange d'une part de son capital.

À ce titre, elle bénéficie d'un statut fiscal privilégié, avec notamment l'exonération d'impôt sur les sociétés, en contrepartie du respect de ces engagements précis.

À la date du Projet de Note d'Information, l'actionnariat d'Altamir se répartit comme suit :

Tableau 1 - Actionnariat d'Altamir au 08 avril 2025

Actionnaires	Nombre d'actions		Droits de vote théoriques		Droits de vote réels	
	Nombre	En %	Nombre	En %	Nombre	En %
Amboise SAS	24 046 041	65,8%	24 046 041	65,9%	24 046 041	65,9%
TT Investissements	3 479 580	9,5%	3 479 580	9,5%	3 479 580	9,5%
Romain Tchenio	31 108	0,1%	31 108	0,1%	31 108	0,1%
Famille Tchenio	27 556 729	75,4%	27 556 729	75,5%	27 556 729	75,5%
Public	8 922 483	24,4%	8 922 483	24,4%	8 922 483	24,5%
Auto-détention	33 089	0,1%	33 089	0,1%	-	0,0%
Total actions ordinaires	36 512 301	99,9%	36 512 301	100,0%	36 479 212	100,0%
Actions B	18 582	0,1%	-	0,0%	-	0,0%
Total	36 530 883	100,0%	36 512 301	100,0%	36 479 212	100,0%

Source : *Projet de Note d'Information*

1.3 Modalités de l'Offre

Les informations suivantes concernant les titres visés par l'Offre, le contexte et les motifs de l'Opération sont issus du Projet de Note d'Information du 13 juin 2025 établi par l'Initiateur auquel il convient de se référer.

1.3.1 Motifs de l'Offre

L'Offre est présentée comme suit dans le Projet de Note d'Information établi par l'Initiateur :

« La vocation d'Altamir a été depuis sa création en 1995 de permettre à tout investisseur d'accéder par la bourse à la classe d'actifs du private equity, en profitant des opportunités d'investissement sélectionnées par les fonds Apax France (devenus Seven2) et Apax LLP.

La logique du partnership très présente dans le private equity a conduit au choix de la forme sociale de commandite. Le statut de société de capital risque pour lequel Altamir a opté depuis l'origine, a offert une fiscalité avantageuse tant pour la Société que pour ses actionnaires.

Cette opportunité d'accès au private equity par la bourse a permis de délivrer aux investisseurs une performance très significative, accompagnée d'une liquidité à tout moment offerte par la possibilité de céder des titres sur le marché. Il est à noter que la forte progression de l'actif net réévalué de la Société, outre le succès des investissements réalisés, a été obtenue par l'absence d'émission d'actions nouvelles dans le cadre d'augmentations de capital qui auraient eu un effet dilutif pour les actionnaires existants.

Les aspects fondamentaux justifiant la cotation d'Altamir depuis 1995 ont évolué.

En premier lieu, la liquidité du titre Altamir s'est réduite au fil des années. En dépit du maintien d'un flottant significatif à l'issue de l'offre publique d'achat de 2018, le marché du titre présente une inertie qui est la conséquence d'une stabilité structurelle de l'actionnariat. Paradoxalement la fidélité des actionnaires de la Société qui témoigne de leur confiance dans ses performances

participe en partie à la difficulté de réduire la décote de holding, faute d'un marché du titre dynamique.

Par ailleurs, le positionnement d'Altamir, qui répondait initialement aux besoins d'une catégorie d'investisseurs ne souhaitant pas ou ne pouvant pas investir dans des fonds de private equity traditionnels, n'est désormais plus différenciant. En effet, cette alternative boursière à l'investissement direct dans des fonds de private equity fait désormais face à une concurrence accrue, notamment de la part d'autres solutions d'investissement dans le private equity offrant à la fois liquidité et des tickets minimums équivalents à ceux d'une action cotée en bourse. Dans ce contexte, l'offre d'Altamir a perdu son caractère original et exclusif, qui a constitué un facteur clé de l'attractivité du titre.

En dernier lieu, l'implication de Monsieur Maurice Tchenio en tant que dirigeant fondateur de l'associé commandité a vocation à progressivement se réduire.

Convaincue que le développement futur de la Société n'est pas susceptible d'engendrer une amélioration de la liquidité du titre, et ce quelle que soit la taille du flottant, Amboise a souhaité offrir aux actionnaires de la Société une nouvelle fenêtre de liquidité en lançant, pour le compte des Membres du Concert, une offre publique d'achat simplifiée à un prix assorti d'une prime significative par rapport au cours de bourse.

L'Offre permettra ainsi aux actionnaires de la Société qui le souhaitent de céder leurs Actions à des conditions financières attractives, notamment au regard de la décote durablement constatée sur le titre depuis l'introduction en bourse de la Société, et ce, en dépit de la performance remarquable de la Société au cours de cette période.

Le dépôt de l'Offre ne résulte pas de la volonté de renforcer le contrôle du concert sur la Société. Les Membres du Concert n'ont pas l'intention, quel que soit le résultat de l'Offre, de mettre en œuvre un retrait obligatoire ni de procéder à la radiation des Actions d'Euronext Paris. »

1.3.2 Titres visés par l'Offre (cf. §3.3 du Projet de Note d'Information)

« A la date du Projet de Note d'Information, les Membres du Concert, 27.556.729 Actions, représentant 75,44% du capital et 75,47% des droits de vote de la Société.

Conformément aux dispositions de l'article 231-6 du règlement général de l'AMF, l'Offre vise la totalité des Actions existantes de la Société et non détenues par l'Initiateur (directement ou indirectement, seul ou de concert), soit, à la connaissance de l'Initiateur et à la date du Projet de Note d'Information, 8.922.483 Actions, à l'exclusion des 33.089 Actions auto-détenues, étant précisé que la Société a décidé de ne pas les apporter à l'Offre.

Le projet d'Offre ne vise pas les Actions B existantes, soit à la connaissance de l'Initiateur et à la date du Projet de Note d'Information, 18.582 Actions B, représentant 0,05% du capital de la Société. L'ensemble des porteurs de ces Actions B a, le cas échéant, expressément renoncé au bénéfice de l'Offre. »

« À la connaissance de l'Initiateur, il n'existe aucun autre titre de capital, ni aucun autre instrument financier ou droit pouvant donner accès immédiatement ou à terme au capital social ou aux droits de vote de la Société que les Actions et des Actions B. »

1.3.3 Intérêt de l'Offre pour l'Initiateur, la Société et ses actionnaires

« La mise en œuvre de l'Offre s'inscrit dans une volonté de l'Initiateur, en tant qu'actionnaire majoritaire, de permettre aux actionnaires minoritaires de céder tout ou partie de leurs Actions à un prix attractif.

L'Initiateur propose aux actionnaires d'Altamir qui céderont leurs Actions dans le cadre de l'Offre une liquidité immédiate au Prix d'Offre prenant en compte les perspectives de la Société. L'Offre consacre la création de valeur d'Altamir depuis son introduction en bourse et permet de limiter les effets d'une décote de holding qui a été permanente pendant toute l'histoire de la cotation d'Altamir, au même titre que ses homologues sociétés de portefeuille investies dans le private equity.

Le Prix d'Offre par Action de 28,50 euros représente une prime de 21,3% par rapport au cours de clôture de l'action Altamir au 2 mai 2025, et de 25,6% par rapport au cours moyen 1 mois pondéré par les volumes au 2 mai 2025.

Les éléments d'appréciation du Prix d'Offre par Action sont détaillés à la section 4 du Projet de Note d'Information. »

1.3.4 Intentions sur les douze mois à venir

« Amboise souhaite continuer à accompagner Altamir dans la poursuite de sa stratégie d'investissement evergreen. Aucune modification de la stratégie de la Société n'est envisagée dans les douze prochains mois. »

1.3.4.1 Stratégie et activité future

« La stratégie d'Altamir consistera à :

- Investir à hauteur de 80% dans des fonds de private equity et principalement ceux des fonds gérés par Apax LLP, Seven2 et Altaroc Partners et co-investir à hauteur de 20% aux côtés de ces fonds ;
- Avec une diversification géographique : Europe 55%, USA 35% et ROW 10% ;
- Avec une diversification sectorielle : 60% dans la Tech, 35% dans Digital consumer et Digital Services et 5% dans la Santé ; et
- Réaliser des investissements responsables en mesurant la performance ESG (Environnement, Social, Gouvernance) de chaque investissement. »

1.3.4.2 Composition des organes sociaux et de la direction

« Le Conseil de Surveillance d'Altamir est actuellement composé de :

- M. Jean Estin (président du Conseil de Surveillance) ;
- M. Dominique Cerutti ;
- Mme Marleen Groen ; et
- Mme Anne Landon.

La gérance d'Altamir est actuellement assurée par Altamir Gérance, représentée par son Président – Directeur général, Monsieur Maurice Tchenio.

L'Initiateur n'envisage aucune modification de la composition du Conseil de Surveillance d'Altamir ».

1.3.4.3 Politique de distribution de dividendes

« L'Initiateur n'entend pas modifier la politique de dividendes de la Société. »

Il est toutefois précisé « à tous égards que le Prix d'Offre par Action a été déterminé coupon attaché, étant précisé qu'aucune distribution (dividende, acompte sur dividende ou autre) ne sera payée avant la clôture de l'Offre. » Par conséquent, nos travaux s'entendent par la suite coupon attaché.

1.3.4.4 Intentions concernant une éventuelle fusion ou réorganisation juridique

« À la date du Projet de Note d'Information, l'Initiateur n'envisage pas de procéder à une fusion – absorption de la Société au cours des douze prochains mois. »

1.3.4.5 Intentions concernant la mise en œuvre d'un retrait obligatoire et le retrait de la cotation de la Société à l'issue de l'Offre

« L'Initiateur n'a pas l'intention de demander à l'AMF la mise en œuvre d'un retrait obligatoire à l'issue de l'Offre même si les conditions légales et réglementaires pour la mise en œuvre d'un tel retrait obligatoire étaient réunies. »

1.3.5 Accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue

« Il est rappelé que les Membres du Concert ont conclu, le 2 mai 2025, un pacte d'actionnaires constitutif d'une action de concert au sens de l'article L. 233-10 du Code de commerce, afin de mettre en œuvre une politique commune dont l'Offre est l'une des composantes. Cette mise en concert au sein duquel Monsieur Maurice Tchenio exerce la prédominance, prend effet à compter de la date du dépôt de l'Offre pour une durée de dix années. Comme détaillé ci-dessus, les aspects fondamentaux justifiant la cotation d'Altamir depuis 1995 ayant évolué, Messieurs Maurice, Roland et Romain Tchenio se sont rapprochés pour échanger sur l'avenir de la Société qui représente une part significative de leur patrimoine respectif. Ils se sont tout d'abord accordés sur le fait que leur présence croissante au capital d'Altamir s'inscrivait dans une démarche de long terme pour soutenir le développement de la Société qui va continuer à prendre des engagements d'investissement dans une optique evergreen.

Si l'intérêt d'une cotation pour Altamir s'est estompé au fil des années, les parties au pacte observent que la stabilité de l'actionnariat témoigne d'une adhésion à la stratégie menée depuis l'origine.

Dans ce contexte, les parties au pacte ont considéré que leur participation dans Altamir devait désormais être gérée dans une perspective commune, les réunissant autour d'un fort affectio societatis.

Dans cette optique, Monsieur Maurice Tchenio s'engage à demeurer l'animateur d'Amboise en sa qualité d'associé commandité d'Altamir pour une durée de trois ans. À l'issue de cette période, une réduction progressive de son implication dans la gestion de la Société pourra être envisagée.

Le pacte prévoit ainsi la mise en œuvre d'une politique commune visant au développement de l'activité d'Altamir en tant que société de private equity cotée en bourse, orientée sur une stratégie de croissance durable. Cette politique commune vise à privilégier le renforcement de la capacité d'investissement de la Société.

Pour pallier la faible liquidité structurelle du titre le pacte d'actionnaires envisage également le dépôt de l'Offre, ce qui conduit de facto à la renonciation par les Membres du Concert à demander une dérogation à l'obligation de déposer une offre publique ainsi qu'évoqué à la section 2.1.1. ci-dessus.

L'action de concert repose également sur la renonciation de Messieurs Roland et Romain Tchenio à réaliser directement ou indirectement des acquisitions ou de cessions d'actions Altamir sans l'accord préalable de Monsieur Maurice Tchenio. Les Membres du Concert s'engagent à conserver les actions Altamir qu'ils détiennent à ce jour pendant une durée minimum de trois ans à compter de l'avis de résultat de l'Offre.

En conséquence de ces dispositions, TT Investissements et Romain Tchenio s'engagent irrévocablement à ne pas apporter leurs titres à l'Offre, déposée par Amboise, pour le compte des Membres du Concert.

À compter de la troisième année suivant la date de l'avis de résultat de l'Offre, toute cession d'actions Altamir ne pourra être opérée qu'à l'issue d'une concertation préalable avec Monsieur Maurice Tchenio, lequel disposera (i) d'un droit de priorité absolu sur toute cession envisagée au profit d'un tiers, et (ii) d'un droit d'obliger la cession de la totalité des actions détenues par les Membres du Concert dans le cadre d'une cession commune sur la base d'un prix par action Altamir cédée identique, dont il sera seul décisionnaire.

Les Membres du Concert s'accordent également sur la nécessité de ne pas procéder à la création d'actions nouvelles pouvant provoquer une dilution des actionnaires existants, ainsi que sur le maintien de la politique de dividendes.

À la date du Projet de Note d'Information, l'Initiateur n'a connaissance et n'est partie à aucun autre accord lié à l'Offre susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'Offre ou sur son issue. Il n'existe aucun engagement d'apport à l'Offre. »

1.3.6 Autres informations

« Depuis plusieurs années la Société et son associé gérant font face à un litige initié par un actionnaire contestant à la fois la performance de la Société et le mode de rémunération de la gérance. Cet actionnaire a été débouté en appel de toutes ses prétentions par un arrêt du 16 septembre 2021. Cependant, la Cour de cassation a partiellement cassé cet arrêt, entraînant un nouveau renvoi devant la Cour d'appel autrement composée. Le point de droit soumis à nouveau à l'examen du juge est limité à une question très circonscrite portant sur la prescription de l'une des demandes formulées. Ce point ne remet pas en cause la condamnation de l'actionnaire par le Tribunal de commerce aux termes du jugement du 17 avril 2020 et n'impacte pas la position de défense d'Altamir dans ce litige.

Il convient enfin de souligner que cet actionnaire ne détient plus une part significative du capital d'Altamir. »

1.3.7 Acquisition d'Actions par les Actionnaires de Contrôle au cours des douze derniers mois précédant le dépôt de l'Offre (cf. §2.1.3 du Projet de Note d'Information)

« Acquisitions d'actions de la Société par l'Initiateur au cours des 12 derniers mois : »

Tableau 2 - Actions acquises par le Concert sur le marché entre le 11 avril 2024 et le 10 avril 2025

Date d'acquisition	Nombre d'actions	Prix d'achat
Acquisitions d'actions de la Société par l'Initiateur au cours des 12 derniers mois		
11-avr.-24	2 398	25,00€
12-avr.-24	1 380	24,95€
3-juin-24	20 901	25,90€
6-févr.-25	84 740	23,60€
Acquisitions d'actions de la Société par les autres membres du Concert au cours des 12 derniers mois		
16-mai-24	26 842	25,50€
Total	136 261	24,37€

Source : *Projet de Note d'Information*

1.4 Déclaration d'indépendance

Le cabinet Finexsi, ainsi que ses associés :

- Sont indépendants au sens des articles 261-1 et suivants du Règlement Général de l'AMF et sont en mesure, à ce titre, d'établir la déclaration d'indépendance prévue par l'article 261-4 dudit Règlement Général, et ne se trouvent notamment dans aucun des cas de conflit d'intérêts visés à l'article 1 de l'instruction AMF 2006-08 ;
- Disposent de façon pérenne des moyens humains et matériels nécessaires à l'accomplissement de leur mission, ainsi que d'une assurance ou d'une surface financière suffisante en rapport avec les risques éventuels liés à cette mission ;
- Adhèrent à l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI), association reconnue par l'AMF en application des articles 263-1 et suivants de son Règlement Général.

Le cabinet Finexsi - Expert & Conseil Financier atteste de l'absence de tout lien passé, présent et futur connu de lui avec les personnes concernées par l'Offre et leurs Conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement dans le cadre de la présente mission.

1.5 Diligences effectuées

Nous présentons ci-après les principales diligences (dont le contenu détaillé figure en Annexe) qui ont été mises en œuvre par Finexsi dans le cadre de l'appréciation du caractère équitable des termes de l'Offre. Elles comprennent notamment, conformément aux dispositions du Règlement Général de l'AMF susvisé et de son instruction d'application n°2006-08 relative à l'expertise indépendante, ainsi que la recommandation de l'AMF 2006-15 :

- La prise de connaissance détaillée de l'Opération, de ses modalités et du contexte spécifique dans lequel elle se situe ;
- L'examen de la performance financière historique d'Altamir ;
- L'analyse des risques et opportunités identifiés susceptibles d'affecter sa valorisation, dont la synthèse est présentée sous la forme d'une matrice SWOT ;

- La détermination et la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritère d'Altamir, qui comprend notamment :
 - L'analyse de l'information publique disponible ;
 - Le choix motivé des critères d'évaluation (exclus/retenus) ;
 - L'examen des transactions intervenues précédemment sur le capital d'Altamir ;
 - L'analyse de l'évolution du cours de bourse sur une période pertinente ;
 - L'analyse et la revue détaillée du portefeuille d'investissements avec le *management* de la Société, intégrant :
 - L'identification des hypothèses clefs considérées et l'appréciation de leur pertinence ;
 - L'identification des comparables boursiers et transactionnels, le cas échéant, ainsi que l'exploitation de l'information disponible les concernant ;
 - Des tests de sensibilité sur les hypothèses structurantes considérées ;
- Sur ces bases, l'examen du positionnement du prix de l'Offre par rapport aux résultats des différents critères d'évaluation retenus ;
- L'analyse critique et indépendante du rapport d'évaluation préparé par les Établissements Présentateurs de l'Offre ;
- L'analyse des accords et opérations connexes susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix de l'Offre ;
- La restitution au fur et à mesure de nos travaux auprès du Comité *ad hoc*, constitué de trois membres du Conseil de Surveillance, dont tous sont indépendants, chargé de superviser l'avancement de notre mission ;
- L'établissement d'un rapport dont la conclusion est présentée sous forme d'une attestation d'équité à destination du Comité *ad hoc* et du Conseil de Surveillance d'Altamir, exposant les travaux d'évaluation des actions de la Société et notre opinion quant au caractère équitable du prix d'Offre.

Dans le cadre de notre mission, nous avons pris connaissance d'un ensemble d'informations comptables et financières (états financiers, communiqués, etc.) publiées par la Société au titre des derniers exercices clos et de l'exercice en cours.

Nous avons effectué des diligences sur la documentation juridique mise à notre disposition, dans la stricte limite et à la seule fin de collecter les informations utiles à notre mission.

Il n'entre pas dans la mission de Finexsi de procéder à un audit des états financiers, des contrats, des litiges et de tout autre document qui lui ont été communiqués.

Nous nous sommes entretenus à différentes reprises avec le *management* de la Société, tant pour appréhender le contexte de l'Offre, que pour comprendre la situation financière actuelle, les perspectives d'activité et les prévisions financières qui en découlent, tant pour la Société qu'au niveau de ses participations.

Concernant les méthodes d'évaluation analogiques (boursières et transactionnelles), nous avons étudié les informations publiques disponibles sur les sociétés et les transactions comparables à partir de nos bases de données financières.

Nous avons pris connaissance des travaux des Établissements Présentateurs, tels que présentés dans le rapport d'appréciation du prix d'Offre et résumés dans le Projet de Note d'Information en date du 13 juin 2025. Nous avons, dans ce cadre, tenu plusieurs réunions de travail avec les représentants des Établissements Présentateurs.

Enfin, nous précisons à titre d'information qu'aucun actionnaire minoritaire ne s'est manifesté auprès de nous dans le cadre de la présente Offre.

Une revue indépendante a été effectuée par Monsieur Olivier COURAU, *Partner* du cabinet et spécialiste en évaluation financière, qui n'est pas intervenu sur le dossier.

2 Présentation d'Altamir

Altamir SCA est une société en commandite par actions (SCA) immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés (RCS) de Paris sous le numéro 390 965 895. Son siège social se situe au 61 rue des Belles Feuilles – 75116 Paris.

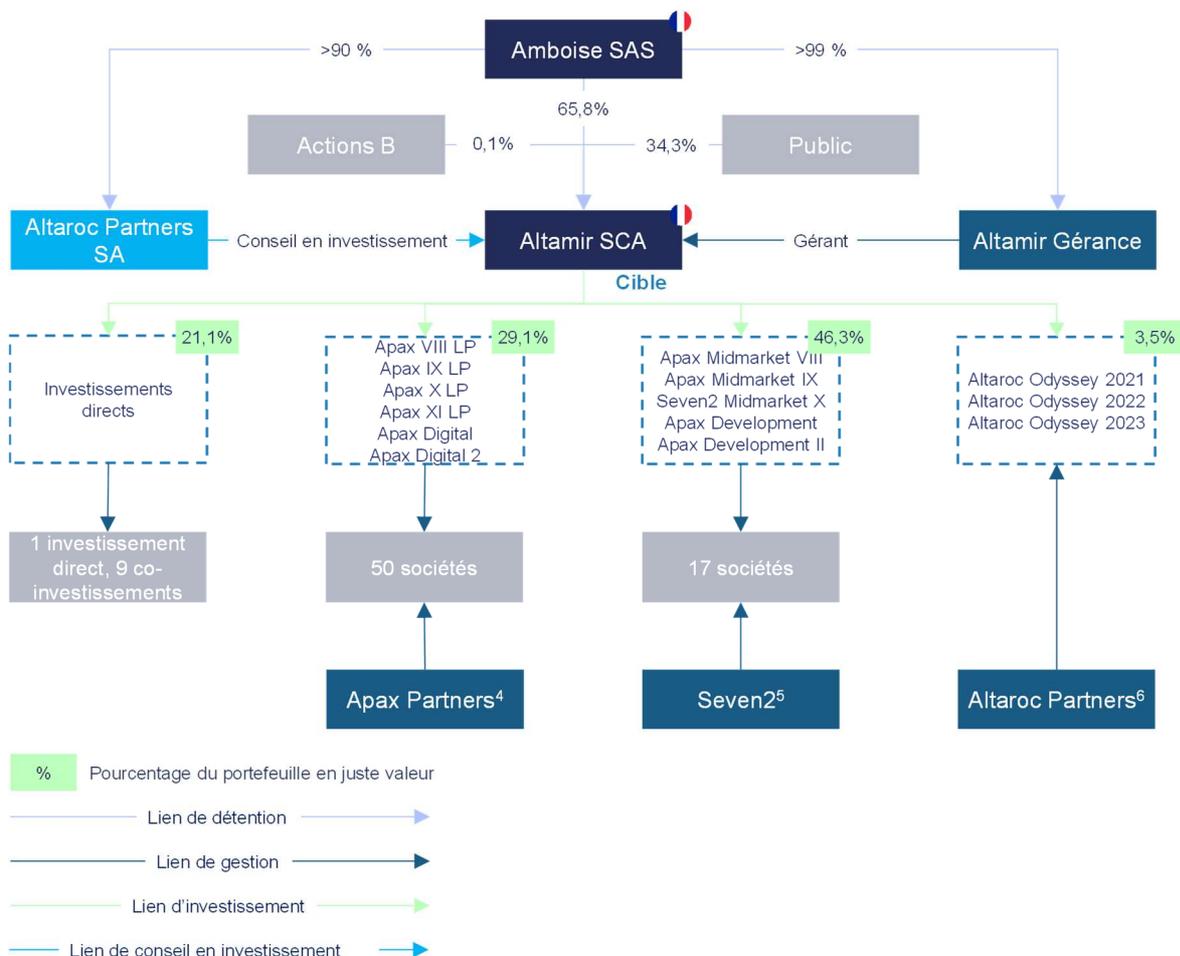
Les titres de la Société sont admis aux négociations sur le compartiment B du marché réglementé Euronext Paris sous le code ISIN FR0000053837.

Altamir clôture son exercice le 31 décembre de chaque année.

2.1 Présentation de la structure organisationnelle

Au 31 décembre 2024, la structure juridique, opérationnelle et de détention de la Société se présente comme suit :

Figure 2 - Structure organisationnelle d'Altamir au 31 décembre 2024



Source : DEU 2024

⁴ Apax Partners LLP est une société de *Private Equity* fondée en 1969 par Alan PATRICOF et Ronald COHEN qui fusionnera en 1977 avec Multinational Management Group, fondée en 1972 par Maurice TCHENIO.

⁵ En 2010, Multinational Management Group prend son indépendance pour former Apax Partners, qui deviendra Seven2 en 2023.

⁶ Altaroc Partners, anciennement Amboise Partners, est une société de gestion créée en 1972. En 2021, la société a lancé la gamme de fonds « Odyssey » qui permet aux clients privés d'investir en *Private Equity* dès 100.000 €.

2.1.1 Les associés commanditaires, commandités et le gérant

En tant que société en commandite par actions, Altamir présente deux catégories d'associés :

- Ses associés commanditaires (ou actionnaires), propriétaires des actions existantes à ce jour et de celles qui pourront être émises par la suite, et ;
- Son associé commandité, Altamir Gérance, société anonyme dont le siège social est au 61 rue des Belles Feuilles - 75116 Paris.

2.1.1.1 Les associés commanditaires

Les actions existantes à ce jour sont divisées en deux classes :

- Les actions ordinaires qui, entre elles, confèrent les mêmes droits (droit de vote, droit préférentiel de souscription, droit aux dividendes...), de sorte que les droits de leurs titulaires sont proportionnels à la quotité du capital qu'ils détiennent ;
- Les actions B, des actions de préférence attribuées aux membres de l'équipe de gestion et qui donnent droit à un intéressement à la performance (*carried interest*⁷). Ces actions n'ont pas de droits de vote associés, excepté aux Assemblées des titulaires d'actions B.

Les associés, dits commanditaires, ont la qualité d'actionnaires. Ils ne participent pas à la gestion interne de la Société et leur responsabilité est limitée à leurs apports.

Il est important de noter que l'Offre ne porte que sur les titres ordinaires et non sur les Actions B : en effet, les actions B sont détenues uniquement par Maurice TCHENIO à travers Altamir Gérance et certains de ses employés, qui n'apporteront pas leurs titres à l'Offre.

Il n'existe pas d'autres titres pouvant donner ou donnant accès au capital de la Société.

2.1.1.2 Les associés commandités

L'associé commandité a, quant à lui, la qualité de commerçant et répond solidairement et indéfiniment des dettes sociales de la Société. L'associé commandité est Altamir Gérance, dont le capital est détenu à plus 99% par Amboise, elle-même étant présidée et détenue par Monsieur Maurice TCHENIO, et Altamir Gérance n'exerce aucun mandat social, autre que celui du gérant de la Société.

Les associés commandités ont droit à une rémunération statutaire au titre de chaque exercice, égale à 20,0% du résultat retraité (« **RR** ») de l'exercice, cette somme devant être attribuée à hauteur de 10,0% (soit 2,0% du RR) pour l'associé commandité et à hauteur de 90,0% (soit 18,0% du RR) aux porteurs des actions B. Le résultat retraité est déterminé selon la formule suivante :

$$RR = [RN - (1 - T) \times P] - A - G$$

⁷ Le *carried interest* est une composante essentielle du modèle de rémunération des gestionnaires de fonds de *private equity*. Il s'agit d'une partie de la performance réalisée par un fonds d'investissement qui est versée aux gestionnaires en plus de leurs frais de gestion.

Où :

- RN est égal au *résultat net de l'exercice*, tel qu'il ressort des comptes approuvés par l'Assemblée générale ordinaire annuelle, déduction faite des plus-values nettes non externalisées générées à l'occasion d'opérations de restructurations internes concernant la Société elle-même ou les sociétés dans lesquelles elle détient des participations ;
- T est égal au *taux de l'impôt sur les sociétés* (y compris les éventuelles contributions additionnelles) auquel a été effectivement soumis le montant P défini ci-après ;
- P est égal au montant des *produits financiers nets générés par des placements de trésorerie* et plus-values de cession sur titres de placement, déduction faite des frais financiers des emprunts levés par la Société. Si pour un exercice donné, P est négatif, ce dernier n'est pas pris en compte pour cet exercice, et son montant est reporté à nouveau sur le P des exercices ultérieurs ;
- A est égal à la *somme des résultats retraités négatifs des exercices antérieurs* n'ayant pas déjà fait l'objet d'une imputation sur un résultat retraité positif ;
- G est égal à la composante du *résultat net de l'exercice provenant de la participation détenue par la Société dans les FCPR Apax France* et dans toute entité supportant des honoraires de gestion facturés par toute entité de gestion Seven2 ou Apax.

2.1.1.3 Le gérant, Altamir Gérance

La Société est gérée et administrée par un ou plusieurs gérants, ayant ou non la qualité d'associé commandité. Le gérant de la Société est la société Altamir Gérance. Les fonctions de gérant sont à durée indéterminée. Au cours de l'existence de la Société, la nomination du gérant relève de la compétence exclusive de l'associé commandité.

Au titre de sa gérance, Altamir Gérance a droit à une rémunération statutaire approuvée par les associés commandités. Cette dernière est perçue trimestriellement⁸ et le montant total de ces honoraires de gestion bruts HT dus par la Société est égal, pour un exercice donné (exercice N), à 0,8% de l'Actif Net Réévalué (ANR) moyen de l'exercice, défini comme la moyenne de l'Actif Net Réévalué au 31 décembre N-1 et de l'Actif Net Réévalué au 31 décembre N.

2.1.2 Conseil de Surveillance

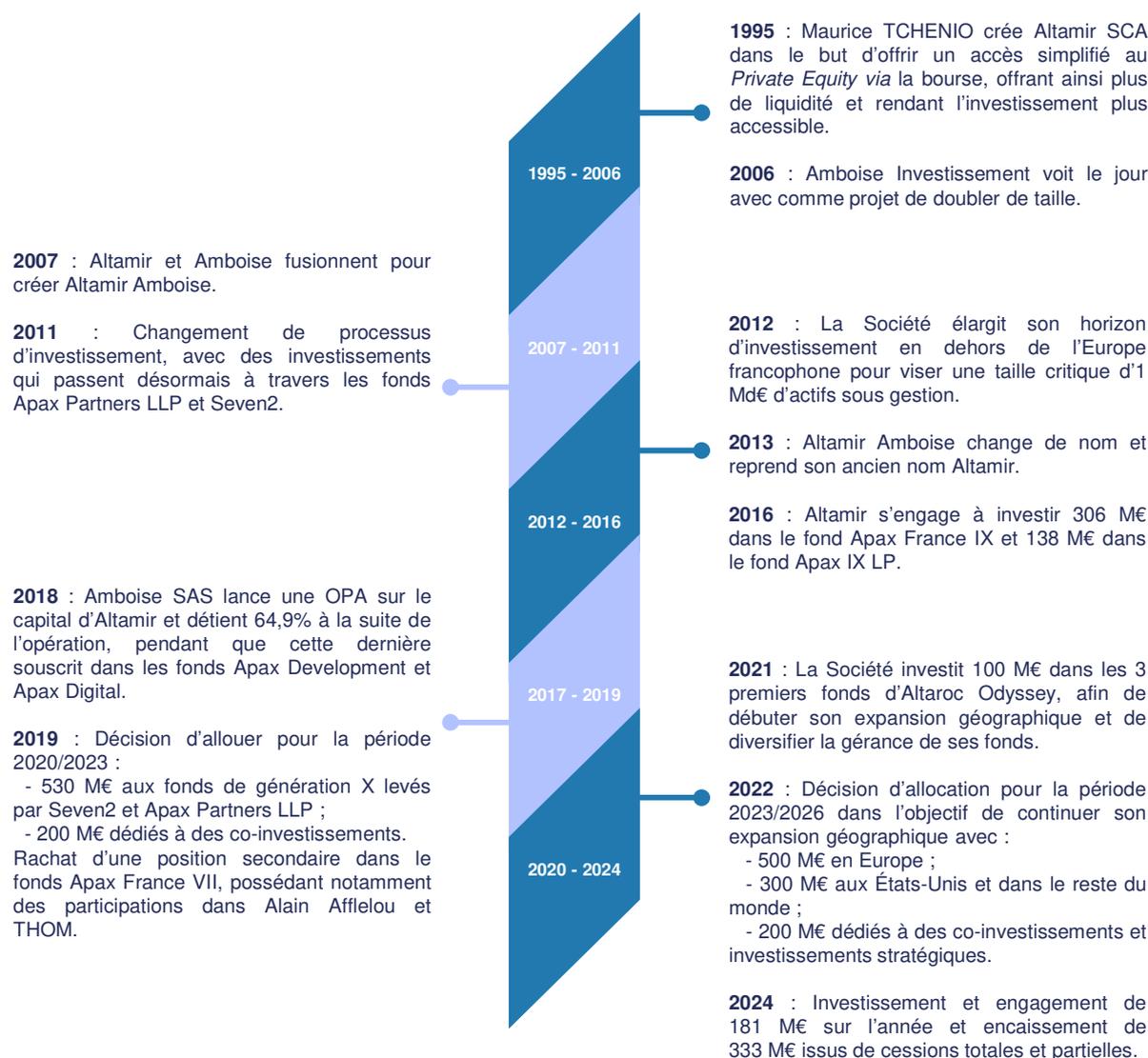
Dans la mesure où le gérant et les associés commandités de la Société sont détenus majoritairement par les mêmes actionnaires, à savoir Amboise SAS, un Conseil de Surveillance a été constitué afin d'assurer le contrôle permanent de la gestion de la Société. Le Conseil de Surveillance exerce un contrôle permanent sur la gestion de la Société, rend un rapport annuel à l'Assemblée générale et peut être consulté sur certains sujets par le gérant. Il décide également des propositions d'affectation des bénéfices, peut convoquer l'Assemblée générale, mais n'intervient pas dans la gestion, ni n'assume de responsabilité pour celle-ci.

⁸ Quatre acomptes trimestriels payables au début de chaque trimestre, chacun d'un montant égal à 25% du total de ces honoraires calculés sur la base de l'actif net réévalué (ANR) au 31 décembre de l'exercice N-1.

2.2 Présentation de la Société

2.2.1 Rappel de l'historique d'Altamir

Figure 3 - Historique de la société Altamir



Source : Société et Document d'Enregistrement Universel 2024

2.2.2 Présentation de l'activité d'Altamir

Altamir est une société de capital-développement (*Private Equity*), qui représente l'une des branches du capital-investissement dans sa globalité. Le capital-développement correspond à l'investissement dans des entreprises matures, lors d'une nouvelle phase de développement (lancement d'une nouvelle gamme de produits, renouvellement de l'appareil de production, etc.)⁹.

La Société ayant opté pour le régime fiscal des Sociétés de Capital Risque (SCR), elle bénéficie du régime d'exonération d'impôt propre à ce statut.

⁹ Source : Bpifrance

2.2.2.1 Stratégie d'investissement

Altamir se positionne sur le marché du capital-développement, au travers notamment d'investissements sélectionnés par les sociétés de gestion Seven2, Altaroc et Apax, soit au travers de leurs fonds, soit au travers de co-investissement. Ces sociétés de gestion se positionnent principalement en tant qu'investisseur majoritaire ou de référence avec un objectif de rendement de 2 à 3 fois les montants investis sur une période de 5 ans. Altamir se concentre dans 4 secteurs : Tech & Telecom, Consumer, Santé et Services.

La société de gestion Seven2 investit dans des sociétés de petite et de moyenne taille (entre 50 et 500 M€) majoritairement en Europe continentale tandis qu'Apax investit dans des entreprises de plus grande taille (500 M€ à 3 Mds€) en Europe, Amérique du Nord ainsi que dans les pays émergents (principalement Chine et Inde). Enfin, Altaroc Partners investit dans des fonds de Private Equity majoritairement européens.

La majorité des investissements d'Altamir sont réalisés à travers des FPCI appartenant majoritairement à Apax Partners LLP et à Seven2 (ancien Apax Partners SAS).

Concernant les co-investissements ou l'investissement en direct dans THOM, détaillés plus bas, nous rappelons qu'Altamir est géré par Altamir Gérance et sous les conseils d'Altaroc Partners. En conséquence, le rôle d'Altamir sur ces investissements est passif, et la cession de ces titres de participation est tributaire des autres co-investisseurs, tant en termes de prix que de calendrier.

2.2.2.2 Participations d'Altamir

Comme évoqué ci-avant, la Société détenait au 31 décembre 2024 des participations au sein de 10 sociétés (1 directement et 9 en co-investissements) ainsi qu'au travers de 14 FPCI.

Nous présentons ci-dessous les principales participations composant le portefeuille d'investissement sous-jacent de la Société publié le 31 décembre 2024.

Tableau 3 – Principales participations d'Altamir au 31 décembre 2024

Composition du portefeuille	Juste Valeur	Description	Pourcentage portefeuille
Tech & Telcos	789,9		48,7%
Dstny 	117,3	Fournisseur de solutions de communication sécurisées dans le Cloud .	7,2%
Graitec 	93,8	Éditeur et distributeur, en Europe et aux États- Unis, de logiciels pour les industries de l'architecture, de l'ingénierie et de la construction.	5,8%
Marlink 	76,5	Fournisseurs de solutions de communication par satellite dans le monde.	4,7%
Odin Groep 	68,3	Fournisseur de Services IT aux Pays- Bas, Odin propose à des sociétés de taille moyenne d'externaliser leur informatique sur le Cloud .	4,2%
Odigo 	57,9	Leader des solutions "Contact Center as a Service " (CCaaS), Odigo est une plateforme Cloud qui accompagne les entreprises dans la gestion des interactions clients.	3,6%
Vitaprotech 	49,7	Leader français de la sécurité électronique premium pour les sites sensibles ayant des besoins en sécurité élevés.	3,1%
InfoVista 	38,0	InfoVista est l'un des principaux éditeurs de solutions logicielles pour la gestion de la performance des réseaux.	2,3%
Expereo 	30,0	Fournisseur mondial de connectivité Internet et de services IT permettant d'augmenter la performance et la flexibilité des réseaux.	1,8%
Efficacy 	23,2	Efficacy fournit à ses clients une solution de "Customer Relationship Management " (CRM) complète et hautement personnalisable à destination des PME.	1,4%
Project Viper 	22,7	Issue de la fusion entre Alcumus et Veriforce, le Project Viper est plus grand acteur mondial de la gestion des risques de la chaîne d'approvisionnement (SCRM).	1,4%
ThoughtWorks 	22,5	Un acteur majeur dans le conseil en transformation digitale et en résolution de problématiques IT.	1,4%
Autres	190,0		11,7%
Services	400,9		24,7%
AEB 	59,7	Expert en ingrédients et services pour vin, produits alimentaires et boissons, avec un savoir- faire dans les biotechnologies et l'œnologie.	3,7%
Opteven 	48,6	Plateforme dans le domaine des produits et services d'assurance liés à la mobilité.	3,0%
Crystal 	43,0	Réseaux de conseil indépendant en gestion de patrimoine axé sur la distribution de produits financiers auprès d'une clientèle fortunée.	2,6%
Fulgard 	30,1	Fulgard est un acteur majeur de la sécurité et de la santé au travail en Italie.	1,9%
PIB Group 	27,7	Basé au Royaume- Uni PIB Group est un courtier d'assurances généraliste qui opère à la fois en B2B et en B2C.	1,7%
Assured Partners 	23,7	Courtier d'assurances positionné sur le segment du midmarket.	1,5%
Infraneo 	22,8	Société d'ingénierie spécialisée dans la gestion patrimoniale des infrastructures.	1,4%
Autres	145,3		8,9%
Consumer	271,0		16,7%
THOM 	213,0	Distributeur de bijoux en Europe. Présent en France, Italie, Allemagne et en Belgique.	13,1%
Autres	58,0		3,6%
Santé	67,3		4,1%
Mentaal Beter 	34,4	Prestataires néerlandais de soins ambulatoires des troubles mentaux et de l'apprentissage.	2,1%
Autres	32,9		2,0%
Fonds	94,3		5,8%
Fonds	94,3		5,8%
Total	1623,5		100,0%
20 premières participations	1102,9		67,9%

Source : Société

3 Environnement économique et concurrentiel d'Altamir

La présentation qui suit résulte principalement de l'étude XERFI « Le capital-investissement, conjoncture et prévisions 2024-2025 analyse de la concurrence et des nouveaux équilibres » publiée en février 2025.

Par ailleurs, compte tenu de sa date de publication, cette étude XERFI ne prend pas en compte les bouleversements géopolitiques récemment traversés. En particulier, la poursuite de la guerre en Ukraine, les conflits au Moyen-Orient, conjugués aux tensions géopolitiques et commerciales issues de la politique du président américain Donald TRUMP, ainsi que la révision à la baisse des prévisions de croissance mondiale, sont susceptibles d'accroître les risques auxquels sont confrontés les acteurs du Private Equity, dont les dynamiques économiques et commerciales, pourraient être significativement affectées.

3.1 Présentation du secteur

Parmi les différents types de gestion d'actifs, il existe les sociétés de gestion spécialisées dans le capital-investissement (*Private Equity*). Pour rappel, le terme capital-investissement fait référence à une prise de participation dans une société non cotée. La typologie de ces investissements varie alors selon le stade de développement de l'entreprise cible :

- Le capital-risque ou capital-innovation (*Venture Capital*), vise à investir dans des *start-ups* en phase d'amorçage ou au début de leur croissance (*early stage*). Cette catégorie du *Private Equity* touche des marchés émergents caractérisés par de fortes possibilités de développement et donc de rendement ;
- Le capital développement qui désigne l'investissement dans des entreprises plus matures pour accélérer leur développement ;
- Le capital transmission ayant pour objectif la cession ou le changement d'actionnaires de l'entreprise. Ces opérations s'effectuent souvent par des opérations de *Leveraged Buy-Out*, ou *LBO* (montage financier permettant le rachat d'une entreprise grâce à l'effet de levier) ;
- Le capital retournement qui concerne une prise de participation dans des entreprises en difficultés pour leur redressement.

L'investissement en *Private Equity* est caractérisé par une relation entre le fonds et les sociétés pour la plupart du temps à long terme, allant généralement de 3 ans à plus de 15 ans. La rentabilité finale de l'investissement, incarnée par la notion de TRI¹⁰, dépendra alors des performances opérationnelles et financières de l'entreprise durant cette période. Par conséquent, il se pourra que le fonds intervienne assez régulièrement dans les décisions relatives à la gestion de l'entreprise.

À l'image de secteurs financiers et d'investissements comme la gestion d'actifs ou l'immobilier, l'évolution du secteur du capital-investissement est liée à différents facteurs macroéconomiques :

- La performance économique des entreprises et leur croissance globale qui auront une influence sur le nombre de financements demandés ;

¹⁰ Taux de rendement interne : taux qui témoignera de la rentabilité entre le début de l'investissement et la fin de celui-ci, à la date de cession des titres.

- Les réglementations financières et monétaires qui pourront notamment agir sur la capacité des fonds à obtenir des financements. C'est notamment le cas pour les opérations de LBO qui reposent sur un volume de dette important ;
- La santé de l'économie globale qui exercera une influence sur les performances opérationnelles des entreprises et ainsi sur la rentabilité des portefeuilles des sociétés de gestion.

Le capital-investissement n'a cessé de se développer grâce à une croissance stable sur les 10 dernières années. Le montant des investissements effectués par les sociétés de capital-investissement françaises en 2024 a atteint **20,0 Mds€**, contre **8,7 Mds€** en 2014 soit un taux de croissance annuel moyen de +8,6%. Dans le même temps, les montants des levées de fonds issues des sociétés de capital-investissement en France ont également progressé, à un rythme moins soutenu, de +6,2% en moyenne par an.

3.2 Périmètre d'activités et acteurs du capital-investissement

3.2.1 Périmètre d'activités

En 2023, les investissements du *Private Equity* ont diminué en France. Cette baisse s'illustre notamment par le ralentissement des activités des acteurs caractérisés par leurs typologies d'investissements, avec essentiellement la baisse du *growth*¹¹ (-38,1%), du capital-développement (-22,9%) et du capital-innovation (-22,3%).

La baisse du capital-transmission est cependant moins importante avec une diminution des investissements de -6,5%.

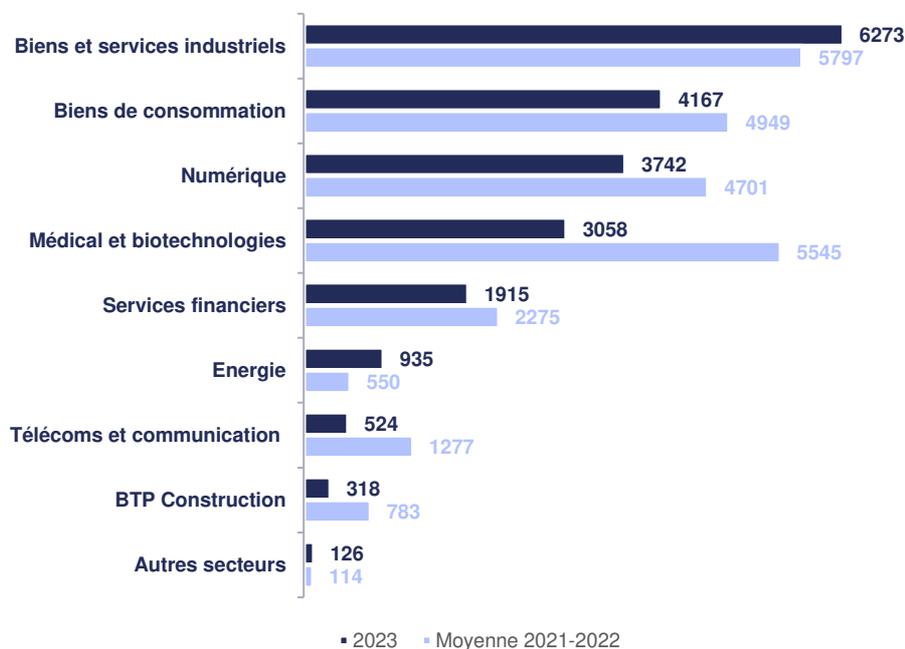
Cette situation fait écho à l'augmentation du recensement des entreprises en défaillance en 2023 qui a atteint 56,6 milliers d'entreprises, contre 41,3 milliers d'entreprises en 2022.

Comme sur la période 2021-2022, le secteur ayant généré le plus d'investissements en 2023 demeure les biens et services industriels avec une croissance de 8,2%. À l'inverse, les investissements réalisés par les sociétés de capital-investissement dans le secteur médical et biotechnologies ont diminué de près de -45% par rapport à la moyenne 2021-2022. Cette diminution montre une certaine réticence des investisseurs à se diriger vers des actifs plus risqués. En effet, malgré la possibilité de rendements élevés, les entreprises en phase d'amorçage dans le secteur médical et des biotechnologies sont également caractérisées par de fortes probabilités de défaillance.

Enfin, la variation la plus importante concerne celle liée au secteur des énergies où les investissements sont passés de 550 M€ à 935 M€, soit une augmentation de 70,0%. Cette variation témoigne notamment de la présence accrue de considérations environnementales lors des décisions d'investissements.

¹¹ La catégorie *growth* se situe entre le capital-innovation et le capital-développement : elle concerne les entreprises en très forte croissance.

Figure 4 - Évolution des investissements des sociétés de capital-investissement présentes en France par secteur (en M€)



Source : Xerfi « Le capital-investissement », février 2025

3.2.2 Typologie des acteurs

Le secteur du *Private Equity* apparaît aujourd'hui comme un acteur majeur de la croissance des entreprises et demeure corrélé à la performance économique des pays. En 2023, les pays ayant engendré les montants globaux de transactions les plus élevés sont les États-Unis (458,8 Mds\$), le Royaume-Uni (57,3 Mds\$), le Japon (50,6 Mds\$), l'Allemagne (42,2 Mds\$) et la Chine (37,1 Mds\$). La France se situe en sixième position avec 33,2 Mds\$.

Les institutions financières, investissant par le biais de leurs filiales, s'imposent comme des acteurs majeurs du secteur. Elles ont représenté 70% des sommes totales affectées en 2023 et interviennent généralement sur un périmètre large allant du *Venture Capital* au capital retournement et sur une multitude de secteurs d'activités. C'est notamment le cas de Natixis Investment Managers (BPCE), Amundi (Crédit Agricole), Arkéa (Crédit Mutuel-CIC) ou SGCP (Société Générale Capital Partners).

En contrepartie, certains acteurs du secteur se spécialisent. Des véhicules d'investissements sont alors créés avec comme mission des participations dans des secteurs sélectionnés en amont. C'est notamment le cas pour le groupe Meridiam qui visera des investissements intégrant un cadre ESG¹² ou SDG¹³. De la même manière, le portefeuille d'Altamir sera dédié aux secteurs de la santé, de la consommation, de la technologie et des services.

¹² ESG est l'acronyme d'Environnement, Social et Gouvernance. Il s'agit d'un cadre d'analyse extra-financière utilisé pour évaluer la manière dont une entreprise prend en compte ces enjeux.

¹³ SDG est l'acronyme de *Sustainable Development Goals*, ou Objectifs de Développement Durable (ODD). Il s'agit d'un ensemble de 17 objectifs mondiaux adoptés en 2015 par les Nations Unies, dans le cadre de l'Agenda 2030.

Les entreprises françaises de capital-investissement sont aussi largement représentées dans les domaines du capital-développement et du capital-transmission. Les sociétés de gestion de fonds opèrent sur un marché en expansion rapide, avec des capacités d'investissement et des effectifs en constante augmentation. Dans ce contexte, certaines sociétés de gestion décident d'ouvrir leur capital au public. Au cours des dernières années, les introductions en bourse des fonds de *Private Equity* en France se sont multipliées. Parmi ces fonds cotés à la bourse de Paris figurent des sociétés comme Eurazeo ou Antin Infrastructure Partners. D'autres sociétés d'investissement ont choisi de ne pas ouvrir leur capital au marché public, telles qu'Ardian, LBO France ou PAI Partners notamment.

3.3 La spécificité des frais de gestion

L'économie du *Private Equity* se caractérise par la rémunération des investisseurs au moment de la cession des prises de participations dans les entreprises cibles.

En contrepartie de cette rémunération, la société de gestion va facturer des frais appelés « frais de gestion » au titre des coûts supportés dans la gestion des participations, tant au moment de cette cession que durant les années de détention des actifs.

Ces frais peuvent se décomposer comme suit :

- Les honoraires de gestion qui sont prélevés annuellement et calculés en pourcentage des capitaux souscrits. Ces frais peuvent couvrir par exemple les services liés à la sélection, l'acquisition, la surveillance et la gestion des participations ;
- Les honoraires de transaction qui sont facturés et calculés au moment de la transaction ou au moment de la cession des parts. Ils peuvent atteindre 1% à 2% du montant de l'opération ;
- Les frais spécifiques de fonctionnement qui regroupent les frais de création du fonds, les frais de fonctionnement du fonds et les *abort fees*¹⁴ ;
- Le *carried interest* qui désigne la rémunération des gestionnaires du fonds lorsque l'investissement dépasse un certain seuil de rentabilité, ou *hurdle rate*. Dans le cas d'Altamir, ce seuil équivaut à un TRI de 8%, après prise en compte des frais de gestion. Lorsque cette rentabilité est atteinte, le *carried interest* représente 20% des bénéfices réalisés.

Au cas d'espèce, le Document d'Enregistrement d'Altamir précise que ses actionnaires supportent des frais à deux niveaux. D'une part, les fonds supportent des coûts directs, à savoir les quatre catégories de coûts présentés ci-dessus comprenant notamment les honoraires de gestion et le *carried interest*, et, d'autre part, les coûts indirects supportés par les fonds sous-jacents et donc pris en compte dans leur performance nette.

¹⁴ Les *abort fees* font référence aux frais liées aux audits effectués lors des sélections des opportunités d'investissement (Audit des comptes, Due Diligences, etc.). Les *abort fees* regroupent également les frais liés aux opérations n'ayant pas abouties.

4 Analyse financière d'Altamir

Notre analyse se base sur les comptes de la Société pour les exercices 2020 à 2024, publiés dans les documents d'enregistrement universels 2020 à 2024, résumés ci-dessous. Ces derniers ont fait l'objet d'une certification sans réserve de la part des Commissaires aux comptes¹⁵ d'Altamir.

Les comptes de la Société présentés ci-dessous sont les comptes financiers sous la norme IFRS. Il est important de noter que la Société propose également une vision complémentaire de ces comptes dénommé « *Management Accounts* », représentant une vision brute de la situation de la Société, telle que suivi par la gérance et faisant apparaître distinctement les variations de valeur de portefeuilles ainsi que les frais de gestion.

4.1 Compte de résultat de la Société

L'évolution du compte de résultat d'Altamir est résumée ci-après sur la période 2020-2024 :

Tableau 4 - Compte de résultat d'Altamir entre 2020 et 2024

En k€	déc.-20	déc.-21	déc.-22	déc.-23	déc.-24
Variation de juste valeur sur le portefeuille	194 063	307 539	(5 375)	45 125	(12 388)
Variation de juste valeur sur cessions de la période	24 743	10 677	1 161	0	-
Autres revenus du portefeuille	652	457	4 334	148	46 217
Résultat du portefeuille de participations	219 458	318 673	120	45 274	33 829
Achats et autres charges externes directs	(10 557)	(11 030)	(12 617)	(12 781)	(12 260)
Achats et autres charges externes indirects	(17 717)	-	-	-	-
Impôts, taxes et versements assimilés	(0)	-	-	-	-
Autres produits	93	55	-	-	-
Autres charges	(274)	(266)	(253)	(280)	(268)
Résultat opérationnel brut	191 003	307 431	(12 749)	32 213	21 300
Provision carried interest commandité et aux porteurs d'actions B	(1 553)	(24 070)	(4 944)	(6 244)	205
Provision carried interest des fonds Apax	(39 095)	-	-	-	-
Résultat opérationnel net	150 355	283 362	(17 693)	25 969	21 506
Résultat des placements de trésorerie	-	4 291	(11 777)	3 445	131
Résultat des placements financiers	211	4 470	3 498	1 012	966
Intérêts & charges assimilées	(11 469)	(165)	(977)	(2 175)	(3 840)
Autres charges financières	-	(10)	-	-	-
Résultat net revenant aux actionnaires ordinaires	139 098	291 948	(26 947)	28 251	18 761
Nombre moyen d'actions pondéré sur la période	36 483	36 492	36 492	36 485	36 481
Résultat par action	3,81	8,00	(0,74)	0,77	0,51
Résultat par action dilué	3,81	8,00	(0,74)	0,77	0,51

Sources : DEU 2020, 2021, 2022, 2023 et 2024

¹⁵ Les cabinets RSM Paris et Ernst&Young.

4.1.1 Résultat du portefeuille de participations

Compte tenu de l'activité d'investissement d'Altamir, la Société n'affiche pas de chiffre d'affaires.

Le résultat du portefeuille de participations présente une volatilité importante liée à la volatilité de la juste valeur sur le portefeuille auquel il est étroitement corrélé.

Les sociétés de gestion valorisent leurs portefeuilles selon les principes de la juste valeur, en lien avec les recommandations de l'IPEV (*International Private Equity Valuation organisation*). Les sociétés non cotées sont valorisées chaque semestre tandis que les sociétés cotées sont valorisées chaque trimestre.

Il est rappelé (cf. §3.3) que le résultat du portefeuille de participations intègre, depuis 2021, les frais indirects des fonds Apax et Seven2.

En 2024, la Société a reçu pour plus de 46 M€ de dividendes.

Tableau 5 - Méthode de valorisation des entreprises détenues par Altamir et les fonds Apax et Seven2

	Pour les participations non-cotées détenues depuis plus d'un an	Pour les participations non-cotées détenues depuis moins d'un an	Pour les sociétés cotées
Principes généraux	Valorisations généralement basées sur un échantillon de multiples comparables (sociétés cotées et transactions récentes).		Valorisées au dernier cours de bourse de la période, sauf restriction de négociabilité ou autre cas exceptionnel.
Principes Seven2	Seven2 peut appliquer un ajustement * à la baisse allant jusqu'à 20%.	Valorisation au prix de revient, sauf dans des situations particulières.	
Principes Apax	Apax n'apporte en principe aucun ajustement car les investissements sont dans des sociétés de taille plus importante.	Apax : usuellement, valorisation des participations de Capital Développement à une valeur proche du prix de revient ; les investissements LBO peuvent être revalorisés dès le premier jour de leur détention.	

Sources : DEU 2024

Il est important de noter que l'ajustement à la baisse mentionné par (*) dans le *Tableau 5* pour les participations non-cotées détenues depuis plus d'un an correspond à un ajustement de liquidité (ou décote) allant de 0 à 20% en se basant sur la qualité de la performance, la position de Seven2/Apax/Altamir dans le capital (minoritaire vs majoritaire, droits de sortie, etc.), le niveau d'activité des fusions / acquisitions dans le secteur, l'influence et le poids du *management* lors de la sortie et la liquidité des comparables.

Uplift

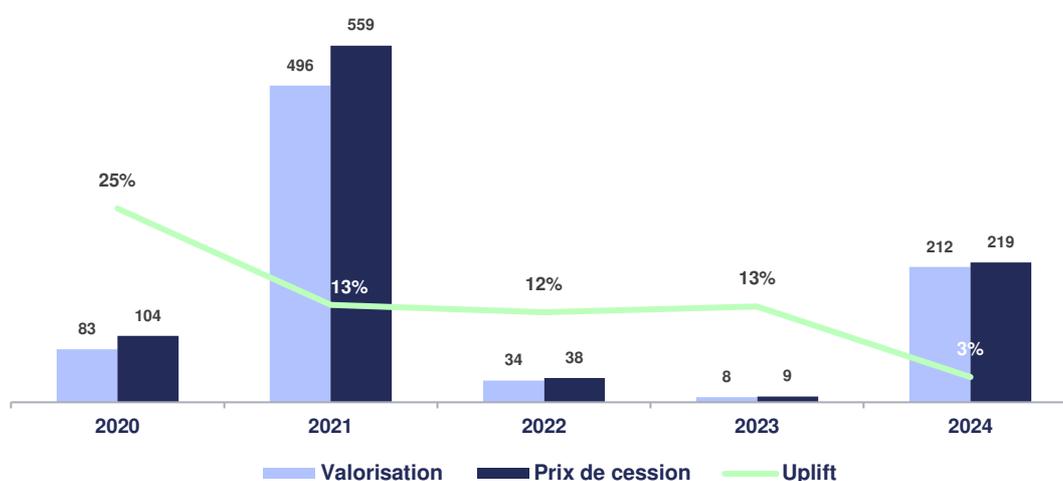
Enfin, la variation de juste valeur sur cessions de la période représente une part faible du résultat du portefeuille. Cette situation traduit généralement l'alignement des valorisations des participations avec les prix de sortie lorsque celle-ci est attendue à très court terme. Dans ces conditions, l'analyse de la performance historique se fait généralement au travers de l'indicateur de l'*uplift*, une mesure de la plus-value dégagée lors de la cession d'un actif, par rapport à la dernière valorisation nette comptable non polluée de la transaction.

Sur une période récente de cinq ans, l'*uplift* moyen annuel s'établit à 13,1%, avec des valeurs globalement positives d'une année sur l'autre. Cette performance témoigne d'un niveau soutenu

de création de valeur, et peut suggérer un certain niveau de prudence dans les valorisations intermédiaires retenues par les gérants.

Pour autant, on peut observer une tendance à la réduction de l'*uplift* sur les dernières années, avec un niveau ramené à environ 3% en 2024, soit un niveau de revalorisation compensant au mieux l'effet temporel entre la décision de cession et sa réalisation effective. De plus, l'analyse des *uplifts* individuels révèle des disparités significatives entre les différentes participations cédées : si l'*uplift* agrégé reste en moyenne positif, certains actifs ont été cédés à des niveaux inférieurs à leur dernière valorisation, ce qui montre un caractère aléatoire et non automatique à cet *uplift*, dans un contexte où les réalités opérationnelles ou sectorielles propres à chaque dossier sont impactées par des considérations cycliques et incertaines.

Figure 5 - Variation de l'*uplift* sur la période 2020 – 2024 en M€



Sources : DEU 2020, 2021, 2022, 2023 et 2024

4.1.2 Résultat opérationnel brut

Le résultat opérationnel brut de la Société est principalement constitué des charges externes directes pour un montant annuel moyen de 11,9 M€, elles-mêmes majoritairement composées des honoraires de gestion d'Altamir Gérance (en moyenne 9,3 M€ par an) et de différents honoraires propres à la Société. Historiquement la Société reconnaissait des « achats et autres charges externes indirects » en lien avec la rémunération des fonds gérés par Seven2 et Apax, ce qui n'est plus le cas depuis 2021 avec le changement de fonctionnement.

4.1.3 Résultat opérationnel net

Le résultat opérationnel net de la Société est que le résultat opérationnel net diminué de la prise de provision pour le *carried interest* de l'année à venir pour les porteurs d'actions B. On y retrouvait également avant 2021 la provision pour le *carried interest* pour les fonds Apax et Seven2, provision qui est désormais directement prélevée dans la variation de la juste valeur du portefeuille.

4.1.4 Résultat net revenant aux actionnaires ordinaires

Le résultat net revenant aux actionnaires ordinaires provient de la différence entre le résultat opérationnel net et le résultat financier : on considère ici les résultats des placements financiers ainsi que les charges financières et celles de la dette. Au 31 décembre 2024, ce dernier est lié (i) au résultat des placements de trésorerie qui s'élève à 0,1 M€, correspondant principalement aux intérêts générés par les comptes bancaires, (ii) au résultat des placements financiers qui atteint 1,0 M€, essentiellement dû aux produits réalisés et latents sur les obligations Altastory et, (iii) les charges financières qui sont principalement composées des intérêts sur les lignes de crédit et le découvert bancaire, en hausse par rapport à 2023 en raison de l'augmentation du coût d'utilisation de ces lignes.

4.2 Bilan de la Société

Nous présentons ci-après l'évolution du bilan de la Société entre le 31 décembre 2020 et le 31 décembre 2024 :

Tableau 6 - Bilan d'Altamir entre 2020 et 2024

En k€	déc.-20	déc.-21	déc.-22	déc.-23	déc.-24
Portefeuille d'investissement	1 266 678	1 225 896	1 239 295	1 391 453	1 343 028
Autres actifs financiers non courants	380	724	499	337	286
Créances diverses	28	-	-	-	-
Actifs non courants	1 267 086	1 226 620	1 239 794	1 391 789	1 343 314
Créances diverses	307	37	17 022	32	61
Autres actifs financiers courants	16 398	33 949	12 013	12 107	9 782
Trésorerie et équivalents de trésorerie	76 811	188 891	146 389	9 495	9 070
Actifs courants	93 516	222 878	175 424	21 634	18 914
Actif	1 360 602	1 449 498	1 415 218	1 413 423	1 362 228
Capital	219 260	219 260	219 260	219 260	219 260
Primes	102 493	102 493	102 493	102 493	102 493
Réserves	667 396	766 703	1 017 223	950 709	939 508
Résultat de l'exercice	139 098	291 948	(26 947)	28 251	18 761
Capitaux propres	1 128 247	1 380 403	1 312 028	1 300 713	1 280 022
Provision carried interest commandité et aux porteurs d'actions B	19 693	41 656	42 005	42 367	42 162
Provision carried interest des fonds Apax	99 211	-	-	-	-
Passifs non courants	118 904	41 656	42 005	42 367	42 162
Dettes financières diverses	98 118	26 007	57 816	59 007	36 511
Dettes fournisseurs et comptes rattachés	4 728	1 059	3 369	8 468	3 533
Autres dettes	10 606	372	0	2 867	0
Passifs courants	113 451	27 439	61 184	70 343	40 044
Passif	1 360 602	1 449 498	1 415 218	1 413 423	1 362 228

Sources : DEU 2020, 2021, 2022, 2023 et 2024

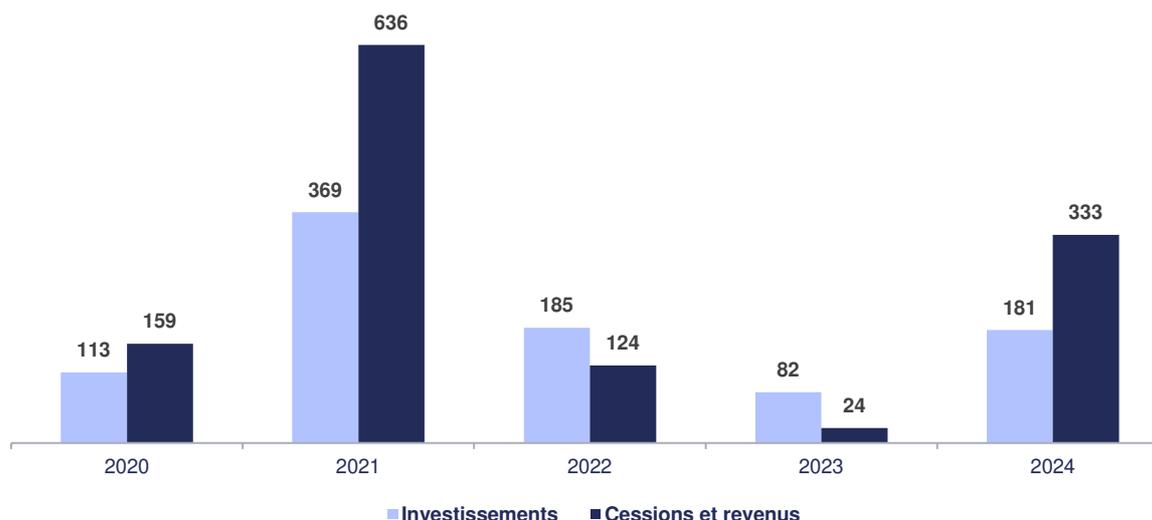
Au 31 décembre 2024, les engagements hors bilan de la Société s'élèvent à plus de 502,5 M€ dont environ 87 M€ sont des distributions rappelables¹⁶.

¹⁶ Il s'agit de *proceeds* qui ont déjà été perçus par Altamir et qui sont susceptibles d'être rappelés / réinvestis par les différents fonds.

Les principaux engagements hors bilan de la Société sont : 209 M€ auprès du fonds Apax XI, 143,9 M€ auprès du fonds Seven2 Midmarket X, 36,2 M€ dans Apax X ainsi que 36,0 M€ auprès des fonds Altaroc Odyssey (2021, 2022 et 2023).

4.2.1 Investissements et cessions

Figure 6 - Investissements et cessions sur la période 2020 – 2024 en M€



Sources : DEU 2020, 2021, 2022, 2023 et 2024

Les revenus mentionnés dans la Figure 5 proviennent d'investissements ou de dividendes et de produits de refinancement de sociétés en portefeuille.

Il est important également de noter que l'année 2020 a été marquée par la crise sanitaire de la Covid-19 avec un très fort ralentissement économique en début d'année, puis un redémarrage de l'économie dans la seconde moitié de l'année.

L'année 2020 a été essentiellement marquée par :

- Des prises de participations dans 3 nouvelles sociétés au travers et aux côtés d'Apax France : Mentaal Better (spécialiste des services à la personne en matière de santé mentale), Groupe Crystal (conseiller en gestion de patrimoine) ainsi qu'Odigo (fournisseur de solutions de *Contact Center as a Service, CCaaS*), dont une partie en co-investissement, pour 80,2 M€, avec un investissement total de 103,8 M€ ;
- Des cessions de participations pour un produit global de 158,2 M€, dont notamment deux cessions partielles, ThoughtWorks et Paycor.

En 2021, la Société Altamir a participé à plusieurs opérations dont :

- Un investissement de 100,0 M€ dans THOM, parmi les *leaders* en tant que distributeur de bijoux en Europe ;
- Des investissements au sein de diverses sociétés dont notamment 9,0 M€ en co-investissement avec Apax Midmarket X dans Odin Groep (fournisseur de services managés *IT et cloud*) et 14,5 M€ dans Efficcy (éditeur de logiciel de *CRM*) ;

- Un investissement de 9,1 M€ dans le courtier d'assurance britannique, PIB Group, au travers du fonds Apax X LP ;
- Un réinvestissement de 21,4 M€ ainsi qu'un co-investissement de 12,2 M€ dans Marlink, à la suite de la sortie de cette participation par les fonds Apax Midmarket VIII et IX, avec pour produit de cession 139,5 M€ ;
- Après une cession totale de 91,9 M€ dans Expereo au travers du fonds Apax Midmarket IX, Altamir a réinvesti dans cette société 28,4 M€, soit 30% de son produit de cession ;
- De nouvelles cessions partielles pour ThoughtWorks et Paycor dans le cadre d'introductions en bourse.

Au cours de l'année 2022, on peut notamment relever les opérations suivantes :

- Deux investissements *via* Apax Midmarket X dans Opteven (services et produits d'assurance en garantie de panne mécanique et d'entretiens de véhicules) pour 41,7 M€ et dans Vitaprotech (sécurisation de sites sensibles) pour 28,7 M€ ;
- Un investissement dans Alcumus, qui est une solution technologique permettant de contrôler la conformité et le risque au sein des organisations, pour 6,8M€ ;
- Deux co-investissements aux côtés de Hg Capital dans IFS (éditeur de logiciels type ERP) pour 12,1 M€ et Access (société de logiciel) pour 10,3 M€ ;
- Différentes cessions partielles, dont une réduction du capital de THOM pour 40,6 M€ ou une cession d'actions de Paycor pour 1,9 M€.

En 2023, la Société a principalement réalisé :

- Un investissement de 15,0 M€ à travers Seven2 Midmarket X dans Infraneo, un acteur de l'ingénierie européenne spécialisé dans le diagnostic des infrastructures ;
- Des réinvestissements pour financer les stratégies d'acquisitions (1,5 M€ dans le Groupe Crystal, 1,2 M€ dans Dstny, ainsi que 1,1 M€ dans PIB Group).

L'année 2024 a été essentiellement marquée par plusieurs opérations comprenant :

- Une prise de participation à travers Seven2 MidMarket X au sein de la société Fulgard, société de prévention des risques d'incendie pour 22,7 M€, ainsi qu'un réinvestissement au travers du même fond dans la société Crystal pour 13,7 M€ à la suite d'une cession de participation majoritaire ;
- Un investissement dans Veriforce (fournisseur de solutions intégrées de gestions de risques de *supply chain*) de 11,7 M€ à travers Apax XI LP, qui fusionnera avec Alcumus pour devenir Project Viper ;
- À la suite d'une offre publique d'achat (OPA) avec retrait de cote sur les titres de ThoughtWorks, Altamir réinvestira 10,7 M€ à travers Apax XI LP ;
- D'autres réinvestissements ont été réalisés, comme dans Vitaprotech pour 9,1 M€ ou Infraneo pour 4,5 M€ afin de financer les acquisitions réalisées mais également pour renforcer la solidité financière d'InfoVista (5,4 M€) et de Mentaal Beter (4,6 M€), ainsi que pour financer la transformation du business modèle d'Odigo (3,4 M€) ou encore mener une opération de refinancement de ThoughtWorks (8,6 M€) ;

- La cession totale de Groupe Crystal pour 59,4 M€ ou encore celle de Assured Partners pour 23,7 M€ et de Paycor pour 8,4 M€ (transactions encore non finalisées au 31/12/2024) ;
- Des cessions partielles de THOM (59,6 M€) ou de Marlink (6,2 M€).

Depuis le 31 décembre 2024, la Société a participé à plusieurs opérations notamment :

- Deux nouveaux investissements à travers les fonds Seven2 MidMarket X et Apax XI LP dans HRK Lunis (plateforme allemande de gestion de patrimoine indépendante) ainsi que dans CohnReznick (cabinet d'audit, de fiscalité et de conseil basé aux États-Unis) ;
- Un nouvel investissement de 14 M€ a été réalisé dans les fonds Altaroc Odyssey, Apax Development et Apax Development II.

4.2.2 Trésorerie nette et capitaux propres

Tableau 7 - Évolution de la trésorerie / (dette) nette d'Altamir

En M€	déc.-20	déc.-21	déc.-22	déc.-23	déc.-24
Sicav	61 915	144 908	132 107	-	30
Disponibilités	14 896	43 983	14 283	9 495	9 040
Trésorerie et équivalents de trésorerie	76 811	188 891	146 389	9 495	9 070
Dettes financières diverses	(98 118)	(26 007)	(57 816)	(59 007)	(36 511)
Dette financière	(98 118)	(26 007)	(57 816)	(59 007)	(36 511)
Trésorerie / (dette financière) nette	(21 307)	162 884	88 573	(49 512)	(27 441)

Sources : DEU 2020, 2021, 2022,2 2023 et 2024, analyses Finexsi

Au 31 décembre 2024, la dette financière de la Société s'établit à 36,5 M€ et est composée essentiellement de découverts bancaires pour 21,5 M€ ainsi que de lignes de crédits pour 15,0 M€.

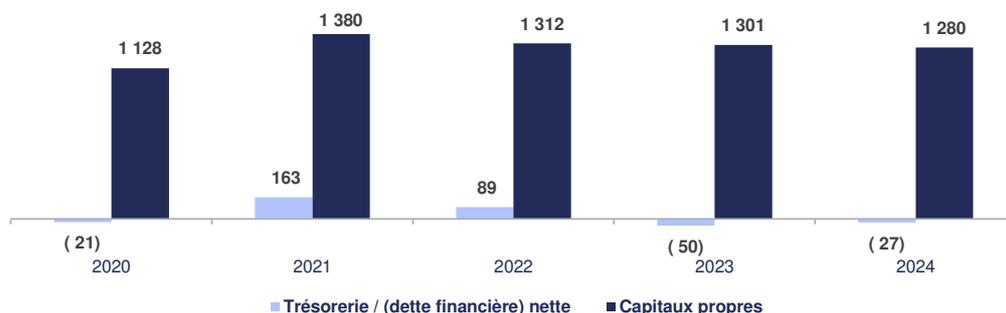
Avec une trésorerie de 9,1 M€, l'endettement financier net d'Altamir ressort ainsi à -27,4 M€.

Il convient de souligner que l'évolution de la trésorerie de la Société varie fortement selon les années et est particulièrement liée à son activité de capital-développement et notamment aux investissements et aux cessions des sociétés figurant dans son portefeuille ainsi qu'à la part de dette à laquelle la Société souscrit chaque année pour ses prises de positions. Cette variation est également influencée par les dividendes versés.

Les années de trésorerie positive sont donc des années où les cessions ont pu être plus importantes en valeur que les acquisitions, où la distribution a pu être moins importante en part du résultat net ou encore une année durant laquelle la Société a remboursé plus de prêts qu'elle n'en a souscrit.

Il est également important de rappeler que la Société est soumise au régime des Sociétés de Capital Risque (SCR) et ne peut ainsi pas emprunter en valeur plus de 10,0% de son actif net.

Figure 7 – Trésorerie et capitaux propres d'Altamir sur la période 2020 à 2024 (en M€)



Sources : DEU 2020, 2021, 2022, 2023 et 2024, analyses Finexsi

L'évolution des capitaux propres d'Altamir est principalement due à l'affectation des résultats des exercices comptables ainsi qu'à la politique de distribution de dividendes de la Société. Il est également important de noter qu'il n'y a eu aucune opération capitalistique sur la période observée.

Malgré la progression de la juste valeur du portefeuille, la diminution des capitaux propres depuis 2021 traduit principalement la progression de la dette nette en lien avec le financement des nouveaux investissements ainsi qu'avec le paiement des frais et le versement des dividendes.

4.2.3 Flux de trésorerie

Tableau 8 - Flux de trésorerie de la Société sur la période 2020 à 2024

En k€	déc.-20	déc.-21	déc.-22	déc.-23	déc.-24
Acquisitions de participations	(153 139)	(143 918)	(258 269)	(111 104)	(116 183)
Appel de fonds versés par les porteurs de part C	666	-	-	-	-
Octroi de comptes courants aux sociétés du portefeuille	(467)	-	-	-	-
Total des investissements	(152 940)	(143 918)	(258 269)	(111 104)	(116 183)
Cessions de participations	156 628	359 989	242 238	23 101	156 355
Intérêts et autres produits du portefeuille encaissés	652	222	4	148	-
Dividendes encaissés	-	235	4 329	-	46 217
Total des produits de cession	157 280	360 446	246 571	23 249	202 572
Flux de l'activité du portefeuille	4 340	216 528	(11 697)	(87 855)	86 388
Distribution par les fonds aux porteurs de parts C	(38 771)	-	-	-	-
Charges opérationnelles	(28 274)	(11 030)	(12 617)	(12 781)	(12 260)
Variation du Besoin en fonds de roulement	(3 538)	(4 826)	947	3 613	(8 899)
Placement Autres actifs financiers	22 014	(33 480)	1 541	(1 545)	(3 729)
Variation des produits de placement de trésorerie	(753)	4 291	(6 775)	5 769	-
Charges / Produits exceptionnels divers	93	55	-	(2)	(26)
Flux de trésorerie opérationnels	(49 229)	(44 990)	(16 903)	(4 945)	(24 915)
Emission d'emprunt	94 772	-	15 000	29 000	75 000
Remboursement d'emprunt	(26 448)	(1 500)	(6 500)	(15 000)	(89 000)
Variation des emprunts bancaires	68 324	(1 500)	8 500	14 000	(14 000)
Dividendes versés aux actionnaires A	(24 079)	(39 781)	(41 258)	(39 404)	(39 402)
Part revenant aux commandités et aux porteurs d'actions B	-	(12 710)	(4 574)	(5 882)	-
Dépôts et cautions	37	-	-	-	-
Opérations sur actions propres	-	-	122	-	-
Autres flux de financement	(24 042)	(52 491)	(45 710)	(45 286)	(39 402)
Flux de trésorerie de financement	44 282	(53 991)	(37 210)	(31 286)	(53 402)
Variation nette de la trésorerie et des équivalents de trésorerie	(606)	117 546	(65 811)	(124 086)	8 072
Trésorerie et des équivalents de trésorerie à l'ouverture	77 397	76 791	169 384	103 573	(20 512)
Impact de changement de statut à l'ouverture	-	(24 953)	-	-	-
Trésorerie et des équivalents de trésorerie à la fermeture	76 791	169 384	103 573	(20 512)	(12 441)

Sources : Rapports financiers annuels 2020, 2021, 2022, 2023 et 2024

Les flux de trésorerie influant le plus sur la variation nette de la trésorerie sont :

- Les acquisitions et les cessions : en fonction des années, les acquisitions ainsi que les cessions de parts de fonds influent fortement sur la variation nette de la trésorerie, et ce particulièrement lorsque acquisitions et cessions ne sont pas équilibrées ;
- Les émissions et remboursements d'emprunts : la Société ne contracte et ne rembourse pas ses prêts en fonction de ses acquisitions et de ses cessions, ces deux flux de trésorerie sont ainsi décorrélés ;
- Le versement de dividendes : la politique de la Société en ce qui concerne le versement de dividendes se veut « pérenne et attractive » avec un versement correspondant à 2 à 3% de son ANR.

4.2.4 Évolution de l'Actif Net Réévalué (ANR) publié par la Société

L'ANR de la Société est calculé trimestriellement sous la responsabilité du Gérant et du Comité d'Investissement¹⁷. Ces évaluations sont revues par le Commissaire aux comptes.

Nous représentons ci-après le calcul de l'ANR tel que calculé par Altamir :

Tableau 9 - Évolution de l'ANR d'Altamir

En M€	déc.- 20	déc.- 21	déc.- 22	déc.- 23	déc.- 24
Services	175,6	276,9	355,5	367,7	396,6
Tech & Telcos	676,5	727,7	632,4	682,2	794,0
Consumer	360,6	348,1	363,9	455,0	298,8
Santé	49,7	112,6	82,5	79,8	55,2
Autres	4,4	10,7	33,5	48,4	78,9
Portefeuille	1266,7	1476,0	1468,0	1633,1	1623,5
Trésorerie (dette)	(4,9)	59,7	(1,9)	(160,1)	(186,2)
Provisions pour carried	(118,9)	(184,5)	(172,4)	(172,3)	(143,6)
Autres actifs et passifs	(14,6)	29,2	18,3	(1,0)	(13,7)
Actif Net Réévalué	1 128,3	1 380,4	1 312,0	1 299,7	1 280,0
Nombre d'actions (m)	36,51	36,51	36,51	36,51	36,51
Actif Net Réévalué par action	30,93	37,81	35,93	35,62	35,08

Sources : DEU 2020, 2021, 2022, 2023 et 2024, analyses Finexsi

Les évolutions de l'ANR de la Société sont principalement liées à :

- La variation de la juste valeur des actifs financiers déterminée lors des réévaluations trimestrielles mentionnées ci-dessus (revalorisations à la hausse ou constatations de dépréciations) ;
- L'évolution du périmètre des participations du portefeuille de la Société (investissements et cessions) ;
- Le versement de dividendes aux porteurs d'actions ordinaires ainsi qu'aux associés commandités.

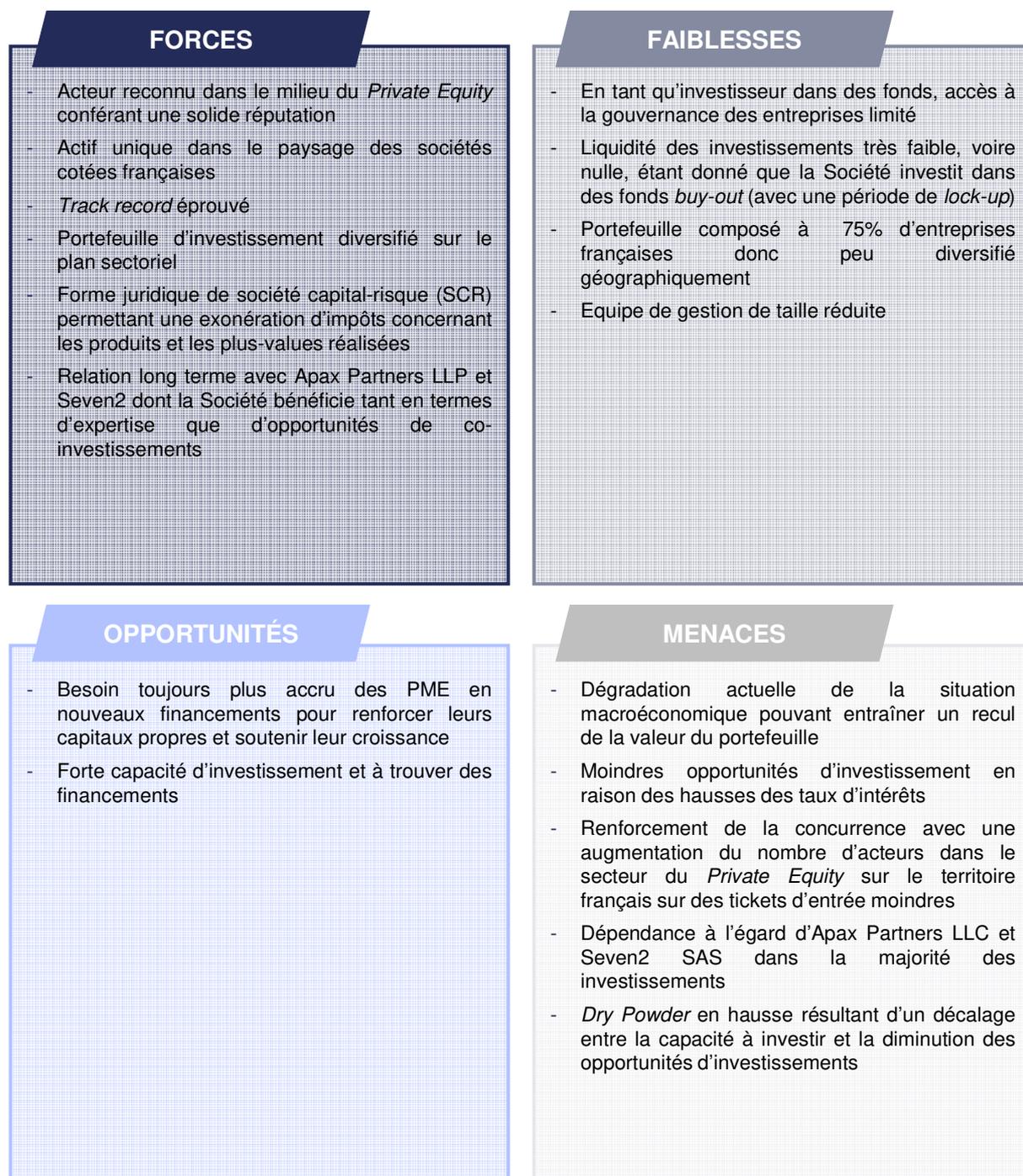
Il convient de préciser que les actions auto-détenues sont considérées comme des actifs dans le cadre de la détermination de l'ANR publié par la Société, l'auto-contrôle n'étant pas retraité du nombre d'actions de référence. Seules les Actions B ne sont pas comptabilisées dans le nombre d'actions, le calcul de l'ANR se faisant en prenant pour référence les actions ordinaires.

¹⁷ D'après et tel que défini dans le contrat de Conseil en Investissement entre Altaroc Partners et Altamir.

5 Matrice SWOT

Les forces et faiblesses de la Société, ainsi que les menaces et opportunités auxquelles elle est confrontée sur ses marchés, sont synthétisées dans la matrice ci-dessous :

Figure 8 - Matrice SWOT d'Altamir



Sources : Société, analyses Finexsi

6 Évaluation des actions de la société Altamir

Conformément aux dispositions de l'article 262-1 du Règlement Général de l'AMF, nous avons procédé à notre propre évaluation multicritère de la société Altamir dont les modalités et résultats sont exposés ci-après.

6.1 Méthodes d'évaluation écartées

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

6.1.1 Actif net comptable consolidé d'Altamir

L'actif net comptable consolidé n'est généralement pas considéré comme représentatif de la valeur intrinsèque de la Société. Il n'intègre pas, en effet, les éventuelles plus-values sur les éléments d'actifs, ni les perspectives de croissance et de rentabilité.

Au cas d'espèce, dès lors que la Société publie ses comptes en IFRS, ses participations (non consolidées) font l'objet d'une réévaluation dans les comptes. Cette référence fait alors doublon avec l'ANR publié qui constitue une référence sectorielle et sera examiné ci-après en tant que tel.

À titre d'information, l'actif net comptable consolidé d'Altamir s'établit à 1 280,0 M€ au 31 décembre 2024, soit une valeur par action de 35,06 €¹⁸.

L'actif net comptable consolidé d'Altamir s'établit à 1 267,5 M€ au 31 mars 2025, soit une valeur par action de 34,72 €¹⁹.

Il convient de préciser que le prix d'Offre a été fixé coupon attaché, étant précisé qu'aucune distribution (notamment dividende ou acompte sur dividende) n'est intervenue depuis le 31 décembre 2024 et qu'aucune distribution ne sera payée avant la clôture de l'Offre.

6.1.2 Actualisation des flux de trésorerie prévisionnels

Cette méthode consiste à déterminer la valeur intrinsèque d'une entreprise par l'actualisation des flux de trésorerie issus de son plan d'affaires à un taux qui reflète l'exigence de rentabilité du marché vis-à-vis de l'entreprise, en tenant compte d'une valeur de sortie à l'horizon de ce plan.

Au cas d'espèce, Altamir est une société d'investissement qui dispose d'un portefeuille diversifié d'actifs et n'a pas d'activité opérationnelle propre autre que la gestion de son portefeuille. Elle n'établit donc pas de plan d'affaires.

Dans ces conditions, outre le fait que sa mise en œuvre n'est pas possible, le critère de l'actualisation des flux de trésorerie n'est pas pertinent puisque la valeur de la société réside dans son portefeuille de participations et non dans sa capacité à développer une activité industrielle ou commerciale.

6.1.3 Actualisation des dividendes futurs

Cette méthode, qui consiste à actualiser les dividendes futurs, est dépendante de la politique de distribution décidée par la direction. Elle présente le biais de mieux valoriser les sociétés dont les

¹⁸ Sur la base d'un nombre de 36.512.301 actions (capital social de 36.530.883 actions en circulation au 31 décembre 2024, après déduction des 18.582 actions B).

¹⁹ Calculé sur la même base du nombre d'actions soit 36.512.301.

taux de distribution sont les plus élevés, sans tenir compte de l'impact à moyen terme des arbitrages entre distribution, autofinancement et investissement.

Au cas d'espèce, la Société a versé un dividende annuel depuis plus de 5 ans en suivant sa politique de dividende : le montant des dividendes annuels s'établit entre 2 et 3% de l'ANR. Cette distribution revêt néanmoins un caractère incertain en raison de sa dépendance aux réalisations des plus-values sur les cessions et du réinvestissement d'une partie des produits de cession, dont la performance est difficilement appréhendable.

6.1.4 Transactions comparables

La méthode des transactions comparables repose sur l'analyse des multiples extériorisés lors des opérations de rachat total ou partiel d'entreprises intervenues dans le secteur d'activité de l'entité évaluée. Cette approche est limitée par la difficulté à identifier des transactions pleinement comparables en termes de taille et de positionnement (géographie, stratégie d'investissement, durée moyenne de détention, etc.), ainsi qu'à disposer d'une information complète sur les cibles et les conditions des transactions.

La mise en œuvre de cette méthode suppose de disposer de transactions récentes portant sur des sociétés d'investissement opérant dans le domaine du *Private Equity* comparables à Altamir.

Nous avons identifié les cinq offres publiques visant les cibles suivantes, dont une concerne la Société, et dont nous rappelons ci-après les principales caractéristiques :

- Altur Investissement visée par l'offre publique d'achats simplifiée avec retrait obligatoire (OPAS – RO) de 2023-2024 ;
- Altur Investissement visée par l'offre publique de rachat d'actions (OPRA) de 2022-2023 ;
- NextStage (société de *Private Equity* avec près de 250 M€ d'actifs sous gestion) visée par l'offre publique alternative d'achat et d'échange (OPA – OPE) de 2022 initiée par Nextstage Evergreen ;
- Altur Investissement visée par l'offre publique d'achat initiée par Altur Holding en 2021 ;
- Altamir visée par l'offre publique d'achat (OPA) initiée par Amboise SAS en 2018.

Tableau 10 - Rappel des principales caractéristiques des transactions identifiées

Cible	Intention de retrait obligatoire	Prix d'Offre (€)	Prime / (décote) du prix d'Offre			
			ANR central Expert Indépendant avant décote	ANR central Expert Indépendant après décote	Dernier ANR publié	Dernier cours de bourse <i>spot</i>
Altur Investissement (OPAS - RO 22/11/2023)	✓	11,00	n.a.	1,9%	1,4%	17,0%
Altur Investissement (OPRA 14/11/2022)	×	7,20	(35,9%)	2,7%	(35,1%)	16,5%
Nextstage (OPA - RO / OPE 27/07/2022)	✓	108,00	(13,0%)	7,4%	(6,7%)	23,4%
Altur Investissement (OPRA 17/06/2021)	×	5,80	(33,8%)	10,3%	(39,4%)	20,8%
Altamir (OPA 04/05/2018)	×	17,36	(20,8%)	n.a.	(19,4%)	24,1%

Sources : analyses Finexsi

Ces opérations appellent les remarques suivantes :

- S'agissant de références à des offres publiques, nous considérons que leur pertinence doit être relativisée, car elles ne constituent pas des transactions librement négociées entre un vendeur et un acquéreur mais prennent la forme d'une proposition asymétrique et unilatérale émise par un initiateur que les actionnaires minoritaires sont libres d'accepter ou non ;
- L'offre visant Altamir constitue une référence ancienne. Nous observons néanmoins qu'elle a été réalisée avec un niveau de décote sur le dernier ANR publié similaire à celui de la présente Offre ;
- Sur les 5 opérations identifiées, 3 concernent en fait la même société, Altur Investissement, société d'investissement de taille plus modeste et davantage investie sur le secteur des services, pour laquelle on peut observer des décotes sur ANR publié de 39,4% et 35,1% pour les offres de liquidité comparables à la présente Offre, la prime de 1,4% concernant un retrait obligatoire, ce qui n'est pas le cas ici ;
- Enfin la dernière opération visant NextStage n'apparaît pas comparable dans la mesure où elle comportait un retrait obligatoire et une offre d'échange alors que nous sommes ici sur une simple offre de liquidité.

Pour ces raisons, nous avons considéré que l'ensemble de ces opérations ne constituaient pas une référence pertinente.

Nous pouvons néanmoins relever que les offres les plus comparables extériorisent des décotes comprises entre -39,4% et -19,4% (i.e. sans retrait obligatoire). Nous relevons également que la présente Offre présente une décote de -17,9% par rapport au dernier ANR publié, à comparer à la décote de -19,4% sur la précédente offre visant Altamir en 2018.

Les recherches effectuées sur nos bases de données n'ont pas permis d'identifier de cessions de sociétés comparables disposant d'un portefeuille d'investissements diversifié et dont les modalités de cession seraient publiques. Cette méthode n'a donc pas pu être mise en œuvre.

6.1.5 Transactions récentes sur le capital de la Société

Cette méthode consiste à évaluer une société par référence aux transactions significatives intervenues récemment sur son capital (à l'exclusion de l'analyse du cours de bourse qui constitue un critère d'évaluation distinct examiné par ailleurs). À l'exception de l'offre publique (OPA) de 2018 sur les titres de la Société par l'Initiateur, qui est ancienne et ne constitue donc pas une référence pleinement pertinente, nous n'avons pas identifié de transaction significative sur le capital de la Société.

Pour information, nous avons relevé les acquisitions de titres suivantes par les membres du Concert lors des 12 derniers mois :

Tableau 11 - Actions acquises par le Concert sur le marché entre le 11 avril 2024 et le 10 avril 2025

Date d'acquisition	Nombre d'actions	Prix d'achat
Acquisitions d'actions de la Société par l'Initiateur au cours des 12 derniers mois		
11-avr.-24	2 398	25,00€
12-avr.-24	1 380	24,95€
3-juin-24	20 901	25,90€
6-févr.-25	84 740	23,60€
Acquisitions d'actions de la Société par les autres membres du Concert au cours des 12 derniers mois		
16-mai-24	26 842	25,50€
Total	136 261	24,37€

Source : *Projet de Note d'Information*

Ces acquisitions sont limitées et reflètent l'évolution du cours de bourse de la Société que nous examinerons ci-après.

6.2 Méthodes d'évaluation retenues

S'agissant de sociétés de portefeuille, les approches de valorisation retenues sont généralement des approches fondées, d'une part, sur les actifs nets réévalués, et, d'autre part, sur les références de marché (cours de bourse et objectifs de cours des analystes notamment).

Dans ce contexte, nous avons retenu une approche multicritère qui comprend les références et méthodes d'évaluation suivantes :

- L'Actif Net Réévalué publié (ci-après « **ANR publié** ») (cf. §6.3.2) et l'Actif Net comptable Réévalué estimé par Finexsi (ci-après « **ANR estimé par Finexsi** ») (cf. §6.3.3) à titre indicatif ;
- La méthode de l'Actif Net Réévalué ajusté des frais de gestion (ci-après « **ANR Ajusté** ») (cf. §6.3.4) à titre principal ;
- L'approche analogique par le multiple d'Actif Net Réévalué publié extériorisé par les comparables boursiers (cf. §6.3.5) à titre principal ;
- L'analyse du cours de bourse d'Altamir (cf. §6.3.6) à titre principal ;
- L'objectif de cours de bourse des analystes (cf. §6.3.7) à titre indicatif.

Nous détaillons, dans leur examen, notre appréciation sur la pertinence relative de chacun de ces critères.

6.3 Mise en œuvre de la valorisation de la société Altamir

6.3.1 Nombre de titres retenu

Nos calculs sont réalisés sur la base du nombre d'actions composant le capital social au 8 avril 2025 (36.530.883 actions), diminué du nombre d'actions auto-détenues (33.089 actions) et également diminué des actions de classe B (18.582 actions) à cette même date, puisque les droits financiers des actions B sont appréhendés par ailleurs au niveau du *carried interest*, soit un nombre d'actions de référence de 36.479.212.

Tableau 12 - Nombre d'actions retenu

Nombre d'actions (en unité)	avr. - 25
Nombre d'actions	36 530 883
Retraitement des actions auto-détenues	(33 089)
Retraitement des actions B	(18 582)
Stock-options / actions gratuites	-
Nombre d'actions retenu	36 479 212

Sources : Société, analyses Finexsi

6.3.2 Actif Net Réévalué publié (à titre indicatif)

La méthode de l'Actif Net comptable Réévalué consiste à corriger l'actif net comptable des plus ou moins-values latentes identifiées à l'actif, au passif ou hors bilan. Cette méthode, souvent utilisée pour évaluer les sociétés de certains secteurs (*holdings* d'investissement, foncières) est particulièrement adaptée aux entreprises dont les principaux actifs ont une valeur sur un marché et les acquisitions et cessions de tels actifs constituent le processus d'exploitation, ce qui est effectivement le cas d'Altamir qui dispose d'un portefeuille diversifié d'actifs (actions, obligations, comptes-courants, etc.).

Le critère de l'actif net comptable réévalué constitue une référence de base pour procéder à l'évaluation des actions Altamir. Il convient néanmoins d'observer que l'ANR est une valeur théorique qui n'est pas représentative d'une valeur liquidative susceptible d'être obtenue puisque notamment elle n'intègre pas les coûts de liquidation et la valeur du temps nécessaire à celle-ci. Entre autres, ces éléments peuvent expliquer les décalages observés entre la valeur de marché des *holding* et sociétés d'investissement et la valeur de leur ANR (*i.e.* la décote sur ANR observée). C'est la raison pour laquelle ce critère est présenté à titre indicatif.

La Société publie périodiquement son ANR déterminé sur la base des valorisations communiquées par les sociétés de gestion des fonds Apax et Seven2 dans lesquelles elle investit, ou aux côtés desquelles elle co-investit. Seule la participation directe dans THOM fait l'objet d'une évaluation interne sur la base d'un échantillon de comparables boursiers retenus.

Ces valorisations sont revues par les Commissaires aux comptes des fonds et approuvées par les Comités Consultatifs des fonds. La politique d'Altamir est de suivre les valorisations effectuées par les sociétés de gestion des fonds. Avant leur adoption finale, les valorisations sont revues par la direction d'Altamir Gérance, par les Commissaires aux Comptes d'Altamir, par le Comité d'audit du Conseil de Surveillance d'Altamir ainsi que par le Conseil de Surveillance dans son ensemble assurant une revue complète des valorisations.

Pour rappel les sociétés de gestion valorisent leurs portefeuilles selon les principes de la juste valeur, en lien avec les recommandations de l'IPEV (§4.1) qui constitue la référence sectorielle.

Il en résulte un ANR publié de 35,06€ par action au 31 décembre 2024 et 34,72€ par action au 31 mars 2025.

6.3.3 Actif Net Réévalué estimé par Finexsi (à titre indicatif)

En complément de la revue des fiches de valorisation des différentes participations détenues directement et indirectement par Altamir communiquées par les fonds qui en assurent la gestion, nous avons procédé à notre propre approche de valorisation alternative des principales lignes du portefeuille en retenant pour chacune les critères pertinents susceptibles d'être mis en œuvre.

6.3.3.1 Réévaluation du portefeuille

Nous avons déterminé l'ANR Ajusté de la Société en réévaluant les actifs financiers non courants de la Société, c'est-à-dire son portefeuille d'investissement.

Dans le cadre de nos travaux, nous avons fait le choix de revaloriser les 20 principales lignes du portefeuille, représentant environ 70% du portefeuille total détenu par Altamir au 31 décembre 2024. Avec la prise en compte de la valorisation des fonds (représentant 5,8% du portefeuille au 31 décembre 2024). Cela équivaut à la valorisation de plus de trois-quarts du portefeuille total ce que nous estimons suffisamment représentatif. Les 47 autres participations représentent 22% du portefeuille.

Comptes de référence

Nous avons fondé notre approche sur la situation²⁰ de la Société au 31 décembre 2024. Pour rappel, depuis cette date, un montant total de 48,5 M€ a été déployé dont : (i) 34,0 M€ au travers des fonds Seven2 MidMarket X et Apax XI LP dans la société HRK Lunis ainsi que dans la société CohnReznick, (ii) 14,0 M€ au travers des fonds Alataroc Odyssey ainsi que Apax Development et Apax Development II et (iii) un ajustement de 0,5M€ a été comptabilisé, principalement pour tenir compte du montant final investi via le fonds Apax XI LP dans la société Smith & Williamson. Nous pouvons également noter un ajustement de 2,2 M€ en lien avec la société Paycor pour s'ajuster sur son prix de cession.

Il est rappelé que le choix de considérer ces investissements dans le portefeuille ou dans la trésorerie est sans incidence, dès lors que ces titres récemment acquis (moins de 12 mois) sont valorisés à leur prix d'acquisition.

FPCI

La détermination de la valeur des participations détenues par Altamir au sein des FPCI s'est opérée en prenant comme référence la valeur liquidative établie par la société de gestion du véhicule. Nous avons procédé à l'examen des rapports les plus récents, indiquant une évaluation à date des actifs détenus par le véhicule d'investissement.

Participations en actions

- Investissements récents :

Concernant les investissements récents (datant généralement de moins de 12 mois), nous nous sommes enquis des éventuels événements subséquents notables susceptibles d'affecter significativement leur valeur.

En l'absence de tels événements, le prix d'acquisition récent constitue une référence pertinente représentative de leur valeur.

²⁰ Situation au 31 décembre 2024 sur la base des états financiers audités.

Dans le cas contraire, nous avons pris connaissance des événements majeurs intervenus auprès du *management* de la Société pour en apprécier l'impact sur la valeur de la participation, au regard notamment des critères examinés pour les autres participations plus anciennes détaillées ci-après.

- **Autres participations :**

La valeur des participations détenues sous forme d'actions directement et indirectement par Altamir a été appréciée par la mise en œuvre, pour chacune, d'une évaluation fondée sur le ou les critères les mieux adaptés et susceptibles d'être mis en œuvre. En particulier, nous avons cherché à mettre en œuvre les méthodes suivantes lorsque cela était possible :

- **La méthode analogique des comparables boursiers** consistant à déterminer la valeur d'une société par application de multiples, observés sur un échantillon d'autres sociétés cotées du même secteur d'activité et aux agrégats jugés comparables notamment en termes de secteur d'activité, de taille, de profil de risque, de profil géographique ou encore de rentabilité ;
- **La méthode analogique des transactions comparables** consiste à estimer la valeur d'une société en se fondant sur des multiples issus de transactions récentes (acquisitions ou fusions) impliquant des sociétés du même secteur d'activité, présentant les caractéristiques les plus similaires en termes de taille, de profil de risque, de zone géographique et de rentabilité. Cette approche repose sur l'hypothèse que des acteurs du marché ont accepté de payer un certain prix pour des entreprises comparables dans un contexte de marché donné ;
- Nous avons fondé nos valorisations sur les agrégats les plus pertinents (essentiellement le multiple d'EBITDA, ainsi que le multiple de chiffre d'affaires pour les sociétés présentant des business modèles avec une forte récurrence des ventes et des EBITDA faibles ou négatifs), et pour autant que les EBITDA étaient comparables, historiques et/ou prévisionnels en fonction de l'information disponible et nous nous sommes fait confirmer par le *management* d'Altamir que l'intégralité des informations à sa disposition nous avait été communiquée.

Limites de nos travaux et contraintes dont l'évaluation doit tenir compte

Il est rappelé que compte tenu du caractère indirect des participations²¹ (au travers des fonds et non détenues en direct) ou du fait qu'elles sont gérées par le co-investisseur, Altamir a un accès à l'information généralement très limité. De plus, nous n'avons pas pu avoir accès aux sociétés de gestion ou au *management* des sociétés concernées par ces participations.

Dans ces conditions, nous avons procédé à des tests de sensibilité sur les paramètres clés de nos évaluations conduisant à des fourchettes de valeurs permettant, selon nous, d'appréhender les facteurs d'incertitude résultant de cette situation.

En particulier, le recours à des échantillons pour le calcul de multiples de valorisation, est susceptible d'introduire différents biais en raison de la difficulté à identifier les sociétés pleinement comparables.

Il existe ainsi notamment des différences de taille entre les participations évaluées et leurs comparables identifiés dont il doit être tenu compte. Nous avons ainsi mené des analyses complémentaires de régressions statistiques pour ajuster en conséquence les multiples retenus,

²¹ À l'exception de THOM.

lorsqu'une corrélation est établie entre la taille et le multiple de marché²². En revanche, nous n'avons pas appliqué d'autre décote en particulier de décote d'illiquidité.

Enfin, dans ce contexte d'accès limité aux données prévisionnelles des participations, la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels n'a pas pu être mise en œuvre pour les sociétés détenues. Il convient toutefois de noter que, dans le *Private Equity*, les valeurs sont de préférence estimées à partir de multiples de marché, comme nous l'avons fait.

Nous précisons que la Société ne détient pas uniquement des titres en capital dits « simples » en lien avec les sociétés composant le portefeuille, mais également une gamme plus large d'instruments financiers, incluant notamment des titres en capital préférentiels ainsi que des titres de créance, tels que les obligations convertibles. Cette diversité de supports, combinée à la complexité des structures d'investissement et au manque d'information communiquée par les fonds rendent difficile l'identification précise de la nature et des droits attachés à chaque position.

Par simplification et compte tenu des informations disponibles chez Altamir, nous nous sommes référés aux pourcentages de détention opérationnelle dans les sociétés sans distinction entre les différents titres figurant sur les *reportings* des fonds, sans distinction entre les différents titres. Ainsi, nous avons d'abord valorisé les participations à 100% des capitaux propres puis appliqué ces pourcentages de détention opérationnel. Nous avons considéré que l'imprécision résultant demeurerait dans des limites acceptables au regard de l'objectif consistant à s'assurer de la cohérence de l'ANR publié dans le cadre de la présente Offre.

Pour ces raisons, nos travaux de réévaluations du portefeuille ne permettent pas de calculer précisément l'ANR de la Société, mais présente un caractère corroboratif et sont présentés à titre indicatif. C'est pour cela que nous le qualifions « d'ANR estimé ».

²² Au terme de nos analyses, une décote de taille a été appliquée sur 8 participations dans une fourchette de -5% et -20%.

Synthèse

Nous présentons ci-après les critères d'évaluation que nous avons retenus pour chacune des lignes d'investissement du portefeuille de la Société :

Tableau 13 - Présentation des principaux critères d'évaluation retenus

Entreprise	Premier investissement	Détention	Méthode de valorisation	Part du portefeuille
Tech & Telcos				36,9%
Dstny	2020	15,9%	Multiples boursiers et transactionnels	7,2%
Graitec	2020	20,6%	Multiples boursiers et transactionnels	5,8%
Marlink	2016	11,8%	Prix de cession (cession au cours des 12 derniers mois)	4,7%
Odin Groep	2022	18,7%	Multiples boursiers et transactionnels	4,2%
Odigo	2020	16,6%	Multiples boursiers et transactionnels	3,6%
Vitaprotech	2023	13,7%	Multiples boursiers et transactionnels	3,1%
InfoVista	2016	21,5%	Multiples boursiers et transactionnels	2,3%
Expereo	2021	5,0%	Multiples boursiers et transactionnels	1,8%
Efficacy	2021	7,9%	Multiples boursiers et transactionnels	1,4%
Project Viper	2022	1,3%	Prix d'acquisition (acquisition au cours des 12 derniers mois)	1,4%
ThoughtWorks	2017	1,6%	Prix d'acquisition (acquisition au cours des 12 derniers mois)	1,4%
Services				15,8%
AEB	2018	24,3%	Multiples boursiers et transactionnels	3,7%
Opteven	2022	15,1%	Multiples boursiers et transactionnels	3,0%
Crystal	2021	5,6%	Multiples boursiers et transactionnels	2,6%
Fulgard	2024	19,9%	Prix d'acquisition (acquisition au cours des 12 derniers mois)	1,9%
PIB Group	2021	1,2%	Multiples boursiers et transactionnels	1,7%
Assured Partners	2019	0,4%	Prix de cession (cession au cours des 12 derniers mois)	1,5%
Infraneo	2023	16,9%	Multiples boursiers et transactionnels	1,4%
Consumer				13,1%
THOM	2021	36,5%	Multiples boursiers et transactionnels	13,1%
Santé				2,1%
Mentaal Beter	2021	20,6%	Multiples boursiers et transactionnels	2,1%
Total				67,9%

Sources : Société, analyses Finexsi

Concernant les participations pour lesquelles un multiple d'EBITDA a pu être mis en œuvre, soit 13 participations parmi les 20 examinées, le multiple moyen pondéré retenu s'établit à 12,9x dans une fourchette large de 6,9x à 21,1x fois l'EBITDA qui reflète principalement l'hétérogénéité des participations évaluées, les entreprises technologiques affichant par exemple des multiples supérieurs à ceux du commerce.

6.3.3.2 Autres actifs et passifs

Comme nous l'avons vu, le bilan de la Société est principalement composé de son portefeuille d'investissement. Les autres éléments dont l'ANR tient compte concernent principalement la dette nette et les provisions pour *carried interest* au bénéfice des gérants, ainsi que d'autres éléments d'actif ou de passif non-courants d'importance plus marginale.

Afin de conserver l'homogénéité entre, d'une part, la valeur du portefeuille, telle qu'elle a été examinée précédemment, et, d'autre part, l'ANR correspondant à la valeur des capitaux propres

consolidés, nous nous sommes référés aux éléments bilantiels des *management accounts*, qui ont pour objet d'appréhender la performance de la Société par transparence avec les fonds sous-jacents.

Dans ce contexte, ces éléments bilantiels seront pris à leur valeur comptable, sans retraitement par rapport aux *management accounts*, à l'exception du *carried interest* qui dépend de la performance des actifs, et est donc ajusté en fonction de la valeur du portefeuille pour refléter la variation des provisions pour *carried interest*.

Sur ces bases, la mise en œuvre de l'ANR Estimé par Finexsi conduit à des valeurs par action comprises entre 34,44 € (borne basse) et 35,74 € (borne haute).

La fourchette dans laquelle s'inscrivent les résultats de nos travaux de réévaluation vient donc corroborer l'ANR publié par la Société.

6.3.4 Actif Net Réévalué Ajusté (à titre principal)

Comme nous le verrons avec la mise en œuvre du critère des comparables boursiers, fondé sur le multiple du dernier ANR publié, les sociétés d'investissement présentent en bourse des décotes importantes sur l'ANR. L'ANR n'est donc pas représentatif d'une valeur de marché.

Si cette décote a différentes justifications, il convient notamment de relever que les valeurs retenues pour les différentes lignes de participations correspondent à des valeurs susceptibles d'être obtenues en cas de cession de ces participations, lesquelles ne peuvent pas être immédiates.

De plus, l'ANR n'intègre pas les coûts qui seront à supporter et engager pour pouvoir extérioriser cette valeur contributive à l'ANR lors de la cession des participations.

Dans ces conditions, nous avons simulé un calendrier de réalisation du portefeuille sur la base du *plan de désinvestissement* de la Société, puis les frais de gestion correspondants restant à supporter, afin de les porter en diminution de l'ANR, ce qui permet de rationaliser une partie de la décote de marché observée.

Les frais de gestion directs et indirects des 5 dernières années s'élèvent en moyenne à 2,91% de l'ANR, étant précisé que la référence à l'ANR sur une période longue permet de lisser l'impact des différents cycles d'investissement.

Selon les analyses menées sur les prévisions de désinvestissement estimées par le Groupe, nous avons déterminé que 7 années étaient nécessaires pour permettre la complète réalisation du portefeuille actuel.

Cet horizon moyen nous a conduit à poser deux hypothèses pour déterminer l'impact de ces frais de gestion sur l'ANR.

Hypothèse d'absence de réinvestissement dans les fonds sous-jacents

Nous avons, dans un premier temps, considéré que l'Actif Net de la Société suivait la même tendance que celle des actifs investis.

Ainsi, sur la base :

- D'un ANR à fin décembre 2024 de 1 280 M€ ;
- D'un ratio frais de gestion sur ANR égal à 2,91% ;
- D'un taux d'actualisation de 10,30 % déterminé sur la base d'un Beta de 1,0 pour refléter le caractère diversifié de la Société au travers de son portefeuille, de l'OAT TEC 10 ans moyenne 6 mois (3,24%) et de la prime de risque à fin mai 2025 (5,06%) et en retenant une prime de risque spécifique (2,0%) afin de prendre en compte les aléas autour de la réalisation

du portefeuille. Nous précisons que la décroissance rapide simulée des frais entraîne une sensibilité faible à ce paramètre ;

- D'un horizon d'extinction du portefeuille à fin décembre 2031.

La valeur des frais actualisés qui seront supportés pour la gestion du portefeuille actuel jusqu'à sa réalisation s'établit, selon ces hypothèses, à 110 M€, ce qui conduit à un ANR Ajusté de 1 170 M€ soit 32,04 € par action (*i.e.* décote induite de 8,6% sur l'ANR).

Hypothèse de réinvestissement dans les fonds sous-jacents à hauteur des engagements déjà consentis

Comme nous l'avons présenté en § 4.2, Altamir s'est engagé à souscrire à des levées de fonds complémentaires.

Ces réinvestissements se traduisent par une restriction de l'accès à la liquidité pour l'actionnaire et donc le maintien de frais de gestion sur une plus longue période, ce dont l'évaluation doit tenir compte.

Au regard du profil de désinvestissement des participations, et des montants devant être réinvestis par Altamir, nous avons considéré que 2/3 des produits de cession sur les premières années étaient alloués aux réinvestissements dans les fonds sous-jacents, le solde étant alloué aux dividendes et aux frais.

Nous n'avons pas considéré de création de valeur sur ces réinvestissements pour ne pas augmenter artificiellement le montant des frais actualisés, dès lors que ces engagements sont neutres sur l'ANR. Nous avons ainsi considéré que la revalorisation de ces investissements additionnels correspondrait au rendement attendu par l'investisseur.

La valeur des frais actualisés qui seront supportés pour la gestion du portefeuille actuel jusqu'à sa réalisation s'établit, selon ces hypothèses, à 150 M€, ce qui conduit à un ANR Ajusté de 1 130 M€ soit 30,96 € par action (*i.e.* décote induite de 11,7% sur l'ANR).

En appliquant ces décotes induites aux ANR publiés par la Société au 31 décembre 2024, l'ANR Ajusté par action Altamir s'établit dans une fourchette comprise entre hypothèse entre 30,96 € et 32,04 €. Sur cette base, le prix d'Offre de 28,50 € extériorise une décote de -7,9% par rapport à la borne basse et une décote de -11,1% par rapport à la borne haute de l'ANR Ajusté.

6.3.5 Comparables boursiers – multiple d'ANR (à titre principal)

La méthode des comparables boursiers consiste à déterminer la valeur d'une société par application de multiples observés sur un échantillon d'autres sociétés cotées du même secteur d'activité et aux agrégats jugés comparables. La pertinence de cette méthode est dépendante du fait de disposer d'un échantillon de sociétés similaires en termes de secteur d'activité, de taille, de profil de risque, de profil géographique et de profitabilité.

Comme mentionné précédemment, l'ANR constitue une référence pour l'évaluation des sociétés d'investissement. Le multiple du dernier ANR publié par les sociétés cotées comparables ressort comme une approche de valorisation sectorielle usuelle.

6.3.5.1 Fondements de la décote

De manière générale, la capitalisation boursière des sociétés d'investissements ou des *holdings* de participations est généralement inférieure à leur Actif Net Réévalué.

En d'autres termes, le prix attribué par les investisseurs aux actions de ces sociétés reflète une décote par rapport à la valeur de son actif net réévalué. Cette décote de *holding* s'explique généralement par plusieurs facteurs tels que :

- La décote de minorité liée à l'absence de contrôle sur les participations, dès lors que l'investisseur n'est pas majoritaire dans le capital de la participation et ne peut donc influencer ni sur ses performances opérationnelles ni sur l'utilisation de ses flux de trésorerie (gouvernance, politique de distribution de dividendes, et stratégie notamment) ;
- L'illiquidité de certains actifs détenus ;
- Les frais de fonctionnement de la société et au cas d'espèce les frais de fonctionnement indirects supportés au niveau des fonds dans lesquels la Société est investie ;
- Les frottements liés à la remontée des dividendes et à la création de valeur au niveau des actionnaires de la société (décalages liés au réinvestissement de plus-values, calendrier de désinvestissement, etc.).

Au cas d'espèce, il convient de relever que :

- La Société a une taille réduite au regard des autres intervenants du secteur, ce qui limite sa capacité d'investissement ;
- Les participations d'Altamir sont essentiellement dans des FPCI, sans droit dans la gouvernance des entreprises, ni maîtrise de la relation ;
- Les sociétés du portefeuille d'Altamir sont majoritairement non cotées et ne comportent généralement pas de clause organisant la liquidité pour Altamir (à l'exception de certains fonds Apax et Seven2 avec des clauses de liquidité tous les 6 mois, restant catégorisé comme ayant une liquidité limitée) ;
- La Société génère des coûts de structure récurrents (honoraires de la gérance, honoraires et autres frais, non pris en compte dans la valeur patrimoniale de l'ANR, etc.) et supporte indirectement les frais de gestion dans les fonds dans lesquels elle est investie.

Il convient enfin de rappeler que, concernant Altamir, la forme juridique de la Société (SCA) limite les droits et prérogatives des actionnaires commanditaires.

6.3.5.2 Comparables boursiers retenus et écartés

Il est tout d'abord important de noter que les potentielles sociétés comparables à Altamir sont des sociétés de *Private Equity* investies pour la majorité d'entre elles dans des fonds gérés par d'autres sociétés, rendant ainsi difficile l'analyse de la composition du portefeuille de ces comparables.

Néanmoins, cet échantillon a été réalisé selon les critères suivants :

- Critère de taille : la valeur de l'ANR doit être supérieure à 800 M€ ;

- Critère de liquidité : la rotation du capital flottant sur 12 mois doit être supérieure à 10%.

Nous avons ainsi constitué l'échantillon de sociétés suivant, Altamir ne faisant pas partie de l'échantillon, et indiqué dans ce tableau à simple titre comparatif :

Tableau 14 - Présentation des sociétés retenues pour la méthode des comparables boursiers au 31 décembre 2024

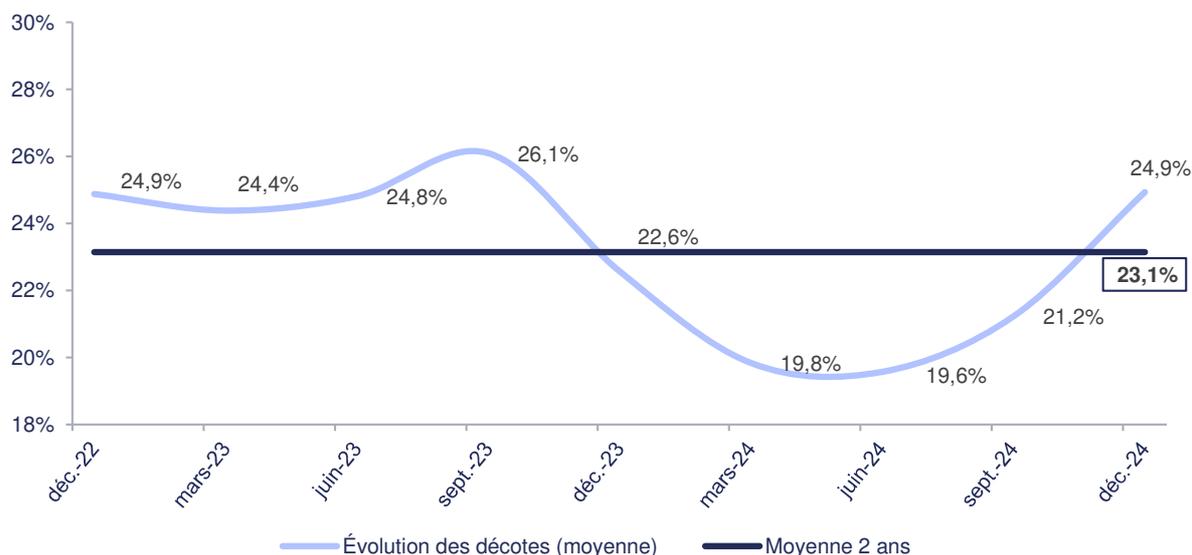
Société	Pays	ANR (M€)	ANR / action (€)	Cours de bourse moyen (€)	Décote induite (%)
Altamir SCA	France	1 280,0	35,1	23,9	(31,9%)
Brederode SA	Luxembourg	4 142,6	141,4	112,3	(20,5%)
Gimv NV	Belgique	1 639,0	57,3	36,8	(35,7%)
HgCapital Trust plc	Royaume-Uni	2 997,7	6,5	6,2	(5,0%)
Oakley Capital Investments Limited	Bermudes	1 463,3	8,3	5,8	(30,6%)
Pantheon International PLC	Royaume-Uni	2 765,2	6,0	3,8	(35,8%)
Sofina Société Anonyme	Belgique	10 305,2	311,8	243,5	(21,9%)
Moyenne		3 885,5	88,5	68,1	(24,9%)

Sources : Communiqués des sociétés, analyses Finexsi

6.3.5.3 Décote observée sur les comparables boursiers

Nous présentons ci-après les décotes observées, depuis deux ans, sur un échantillon restreint composé de 6 sociétés comparables²³ présentant des caractéristiques proches d'Altamir :

Figure 9 - Observations des décotes sur l'échantillon de sociétés d'investissements depuis décembre 2022



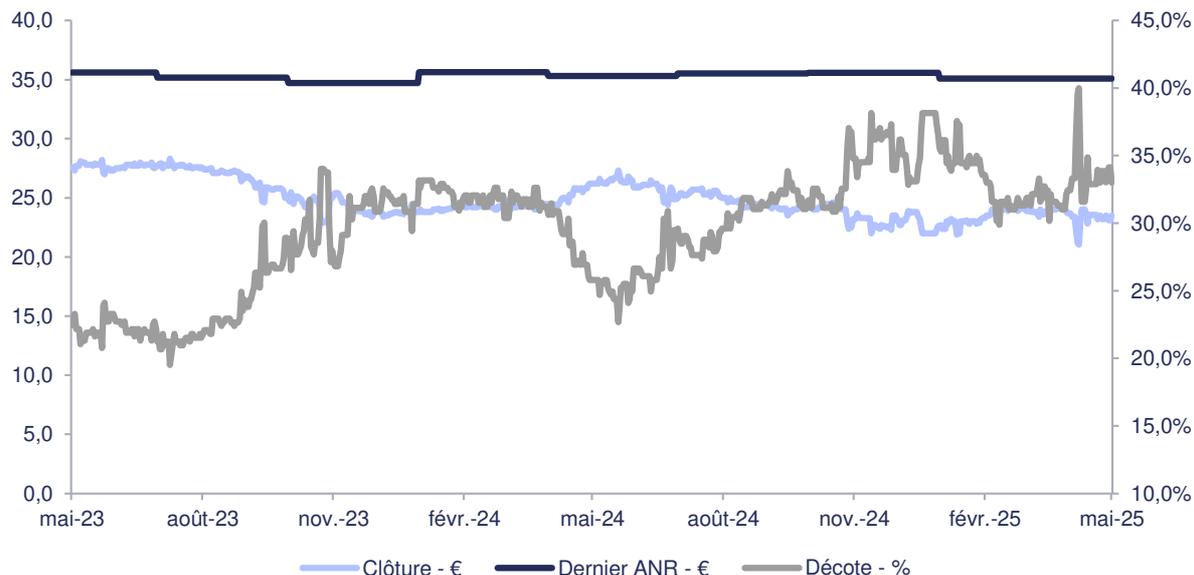
Sources : Communiqués des sociétés, analyses Finexsi

Ainsi, la décote de marché observée à partir de cet échantillon s'établit dans une fourchette comprise entre -19,6% et -26,1%.

Nous retenons, dans le cadre de nos travaux de valorisation, la fourchette maximale de 26,1% et minimale de 19,6%.

²³ Il est important de noter que Altamir ne fait pas partie de l'échantillon des comparables indiqué.

Figure 10 - Observations de la décote d'Altamir depuis le 02 mai 2023



Sources : Communiqués des sociétés, analyses Finexsi

Il convient de relever également que sur une période de 2 ans allant du 2 mai 2023 au 2 mai 2025, Altamir a présenté une décote moyenne de 29,6%. Étant précisé que la décote d'ANR d'Altamir sur les 2 ans avant l'annonce de l'Opération a évolué entre 19,5% et 40,0%.

Pour rappel l'Offre extériorise une décote sur l'ANR publié à fin décembre de 18,7% tandis que la décote sur le dernier ANR publié ressort à 17,9% correspondant à des niveaux de décotes jamais atteints au cours des 2 dernières années.

L'application de la décote de l'échantillon sur 2 ans à l'ANR par action déterminé par la Société au 31 décembre 2024 fait ressortir une valeur de l'action Altamir entre 25,91 € et 28,20 €.

Ainsi, le prix de l'Offre de 28,50 € extériorise une prime comprise entre +1,1% et +10,0% sur une valeur de marché fondée sur les multiples d'ANR des comparables boursiers.

6.3.6 La référence au cours de bourse de la Société (à titre principal)

Le cours de bourse est un instrument de mesure du prix des actions de la Société librement négocié sous réserve de niveaux de flottant et de liquidité suffisants.

Pour rappel, les actions d'Altamir sont admises aux négociations sur le compartiment B du marché Euronext Paris (Code ISIN : FR0000053837).

Nous avons analysé le cours de bourse du titre sur une période de deux ans précédant le 2 mai 2025, dernier jour de cotation avant l'annonce de l'Offre.

6.3.6.1 Évolution du cours de bourse du titre Altamir

L'évolution du cours de bourse de l'action Altamir sur une période de deux ans à partir du 2 mai 2023 se présente comme suit :

Figure 11 - Évolution du cours de bourse d'Altamir depuis le 2 mai 2023



Source : Capital IQ, analyses Finexsi

Nous résumons ci-après les principaux événements survenus sur la période (numérotés sur la figure ci-avant) :

- 25 mai 2023** : Distribution d'un dividende de 1,08 € par Altamir ;
- 8 septembre 2023** : Altamir annonce ses résultats pour le premier semestre 2023 : l'ANR par action chute légèrement de 35,59 € à 35,17 €, soit une baisse de 1,1%. Selon l'analyste chez Oddo, suivant le cours d'Altamir, on assiste à un « léger retrait, rien d'alarmant » ;
- 11 octobre 2023** : Décision de la Cour de Cassation dans le litige face à Moneta Asset management (ci-après « Moneta ») : cette dernière, pourvue à l'issue du jugement en Cour d'appel du 16 septembre 2021 (qui avait débouté Moneta de toutes ses demandes et l'avait condamnée à verser des dommages et intérêts à Altamir), a cassé partiellement ce jugement renvoyant les parties devant la Cour d'appel ;
- 8 novembre 2023** : Annonce des résultats des 9 premiers mois marqués par un recul de l'ANR : l'ANR par action tombe à 34,71 € par action, une chute supplémentaire de 1,3% par rapport au 30 juin 2023. La note d'analyste parue 2 jour après évoque un « ANR stable, sans surprises » ;
- 25 mai 2024** : La Société distribue un dividende régulier de 1,08 € ;
- 12 septembre 2024** : Publication des résultats du premier semestre 2024 : un ANR par action de 35,52 €, une légère hausse par rapport aux 35,31 € du trimestre précédent ;

7. **14 novembre 2024** : Annonce des résultats des 9 premiers mois, ANR en hausse et reprise de l'activité : les notes d'analystes évoquent une « légère amélioration », à la suite de l'amélioration de l'ANR par action, de 35,52 € à 35,58 € ;
8. **7 avril 2025** : Fort mouvement baissier généralisé des marchés européens à la suite des propos de Donald TRUMP allant dans le sens d'une guerre commerciale.

Il est également important de noter que l'Initiateur ainsi que certains membres du Concert ont acheté des actions Altamir au cours des 12 derniers mois, à des prix compris entre 23,60 € et 25,90 €, avec une moyenne pondérée par le volume global de 136 261 actions de 24,37 € (cf. §1.3.11).

Nous ne prenons cependant pas en compte cette référence de valorisation dans nos présents travaux contrairement aux Établissements Présentateurs : en effet nous considérons cette référence comme non significative en raison du peu de titres acquis. De plus, ces actions ayant été achetées sur le marché, l'analyse du cours moyen pondéré par les volumes ci-après désignés « **CMPV** »), nous paraît suffisant pour capter cette référence.

6.3.6.2 Liquidité du titre Altamir

Les cours moyens pondérés par les volumes les volumes échangés sur le titre Altamir et les taux de rotation qui en résultent sur une période de 24 mois avant le 2 mai 2025 se présentent comme suit :

Tableau 15 - Analyse des cours moyens pondérés par les volumes de l'action Altamir

Cours moyens pondérés par les volumes *	en €action	Prime induite par le prix d'offre de 28,5 €	Volume échangé (en K)		Capital échangé (en K)		% du capital		% du flottant	
			Moyen	Cumulé	Moyen	Cumulé	Volume échangé	Rotation du capital	Volume échangé	Rotation du flottant
Spot (2/5/2025)	23,50	+21,3 %	1,3	1,3	29,5	29,5	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
CMPV 1 mois	22,69	+25,6 %	6,1	121,1	137,4	2 748,3	0,0%	0,3%	0,1%	1,4%
CMPV 60 jours	22,94	+24,2 %	2,7	153,1	61,6	3 512,3	0,0%	0,4%	0,0%	1,7%
CMPV 3 mois	23,16	+23,0 %	4,0	243,2	92,3	5 632,6	0,0%	0,7%	0,0%	2,7%
CMPV 6 mois	23,05	+23,6 %	2,5	309,3	57,5	7 129,9	0,0%	0,8%	0,0%	3,3%
CMPV 12 mois	23,69	+20,3 %	1,7	445,5	41,4	10 554,9	0,0%	1,2%	0,0%	4,4%
CMPV 24 mois	24,27	+17,4 %	1,8	931,5	44,3	22 610,6	0,0%	2,6%	0,0%	9,0%
Plus haut 12 mois (20/5/2024)	27,30	+4,4 %								
Plus bas 12 mois (9/4/2025)	21,05	+35,4 %								
Plus haut 24 mois (10/7/2023)	28,30	+0,7 %								
Plus bas 24 mois (9/4/2025)	21,05	+35,4 %								

Sources : Capital IQ, analyses Finexsi

Il convient également de préciser que le flottant mentionné ci-dessus correspond à l'intégralité des actions qui n'appartiennent pas aux propriétaires d'actions suivants : Amboise SAS, TT Investissement, Romain TCHENIO (le Concert). Ne font pas non plus partie du flottant les actions auto-détenues ainsi que les actions de classe B.

Sur les 12 derniers mois antérieurs au 2 mai 2025, le volume des actions Altamir échangées était de 445,5 milliers (soit environ 1,7 milliard de titres par jour de cotation). Sur cette même période, la rotation du capital s'établissait à 1,2% et la rotation du capital flottant à 4,4%.

Sur 24 mois d'observation, le volume d'actions échangées s'élève à 931,5 milliers (soit environ 1,8 milliard de titres par jour de cotation) et sur cette même période, la rotation du capital s'établit à 2,6% et celle du capital flottant à 9,0%.

Malgré ces constats sur un faible flottant et une rotation limitée de celui-ci, couplés à un suivi du cours par un seul analyste, nous relevons que le cours de bourse demeure sensible aux publications de la Société et constitue donc selon nous une référence de valorisation pertinente.

Au cours des 12 derniers mois précédant le 2 mai 2025, le cours de l'action Altamir a oscillé entre un plus haut atteint le 20 mai 2024 à 27,3 € et un plus bas atteint le 9 mars 2025 à 21,1 €. Sur la base du dernier cours analysé (le 2 mai 2025), le prix de l'Offre en numéraire extériorise une prime de +21,3%. L'analyse des CMPV sur les douze derniers mois extériorise quant à elle des primes comprises entre +20,3% et +25,6%.

Nous relevons que le prix de l'Offre n'a jamais été atteint sur une période de 2 ans avant l'annonce de l'Offre : le cours de bourse d'Altamir ayant atteint un plus haut de 28,3 € le 10 juillet 2023.

Depuis l'annonce de l'Offre, le cours de bourse d'Altamir a fortement progressé pour se situer à des niveaux proches du prix proposé.

Nous relevons que depuis le 13 juin 2025, date du dépôt du Projet de Note d'Information, le titre s'échange à des prix légèrement supérieurs, entre 28,50 € et 28,70 €. À la date du présent rapport, nous ignorons les motifs et motivations poussant les acheteurs à acquérir les titres de la Société à des niveaux supérieurs au prix de l'Offre.

6.3.7 Objectif de cours de bourse des analystes (à titre indicatif)

Tableau 16 – Prix cible de l'analyste d'ODDO BHF quant au cours d'Altamir sur les 24 derniers mois

Date	Analyste	Prix cible (€)	Recommandation	Cours de la veille (€)	Objectif de cours vs cours veille (€)	Objectif de cours précédent	Variation objectif de cours
15-mai-23	ODDO BHF	25,0 €	Neutre	28,0	(10,7%)	n.a.	n.a.
11-sept.-23	ODDO BHF	25,0 €	Neutre	25,9	(3,5%)	25,0	-
10-nov.-23	ODDO BHF	25,0 €	Neutre	24,7	1,2%	25,0	-
23-mai-24	ODDO BHF	25,0 €	Neutre	26,4	(5,3%)	25,0	-
15-nov.-24	ODDO BHF	25,0 €	Neutre	22,0	13,6%	25,0	-
14-avr.-25	ODDO BHF	25,0 €	Neutre	24,2	3,5%	25,0	0,0%
5-mai-25	ODDO BHF	25,0 €	Neutre	28,2	(11,4%)	25,0	0,0%
15-mai-25	ODDO BHF	28,5 €	Neutre	28,4	0,4%	25,0	14,0%
Retenu		25,0 €					

Source : Capital IQ, Note d'analyste d'ODDO BHF

Un seul analyste, ODDO BHF effectue un suivi de la Société en publiant des notes et objectifs de cours. Sur les 24 derniers mois précédant l'annonce de l'Offre, l'objectif de cours est resté stable à 25,00 € avec une recommandation neutre. Le prix de l'Offre extériorise ainsi une prime de 14,0% par rapport à cet objectif de cours.

On peut néanmoins relever que l'analyste a publié une note le 5 mai 2025 (après annonce de l'Opération) dans laquelle son objectif de cours n'est pas aligné avec le prix d'Offre et est resté à 25,00 € par action, s'alignant avec son objectif de cours précédent.

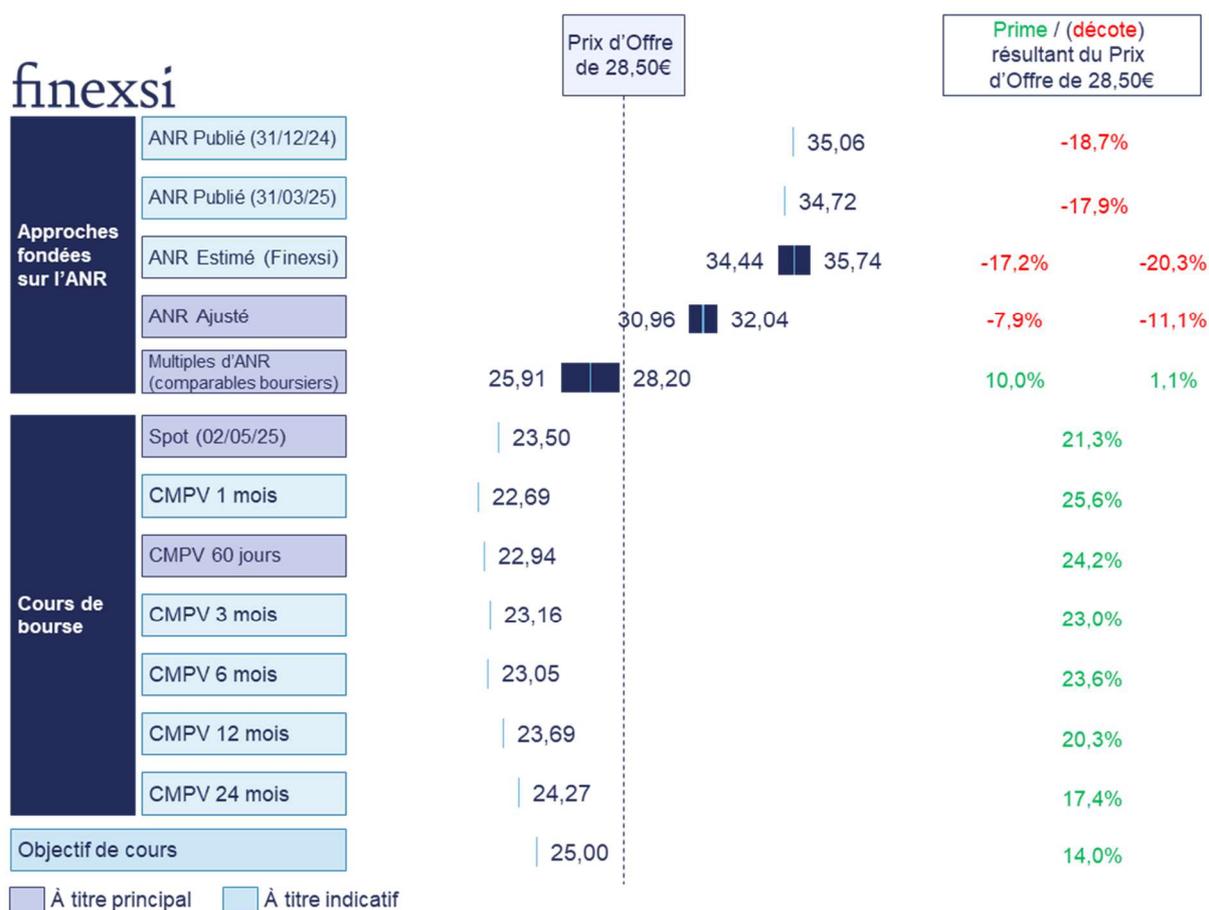
On peut également relever que l'analyste a remonté son prix cible dans une nouvelle note publiée le 15 mai 2025, et a aligné son objectif de cours avec le prix d'Offre.

La recommandation est quant à elle maintenue à Neutre. Si l'analyste reconnaît que l'Offre semble « plutôt intéressante » en donnant une « belle fenêtre de liquidité » pour les actionnaires sortants à court terme avec une prime de 21% par rapport au dernier cours de bourse, cette dernière peut être mise au regard du profil d'investissement de la Société, de la décote induite de l'offre, proche de la décote historique et des primes réalisées lors des OPA.

6.4 Synthèse de nos travaux d'évaluation

La valeur par action se présente comme suit selon les méthodes et références d'évaluation étudiées :

Figure 12 - Synthèse de nos travaux d'évaluation



Source : analyses Finexsi

Sur ces bases, le prix d'Offre en numéraire de 28,50 € par action extériorise :

- Des décotes comprises entre -7,9% et -11,1% par rapport aux valeurs obtenues selon l'ANR Ajusté ;
- Des primes comprises entre +20,3% et +25,6% par rapport aux différentes moyennes de cours de bourse sur un an, et entre +1,1% et +10,0% par rapport aux valeurs obtenues selon la méthode des comparables boursiers (multiples d'ANR).

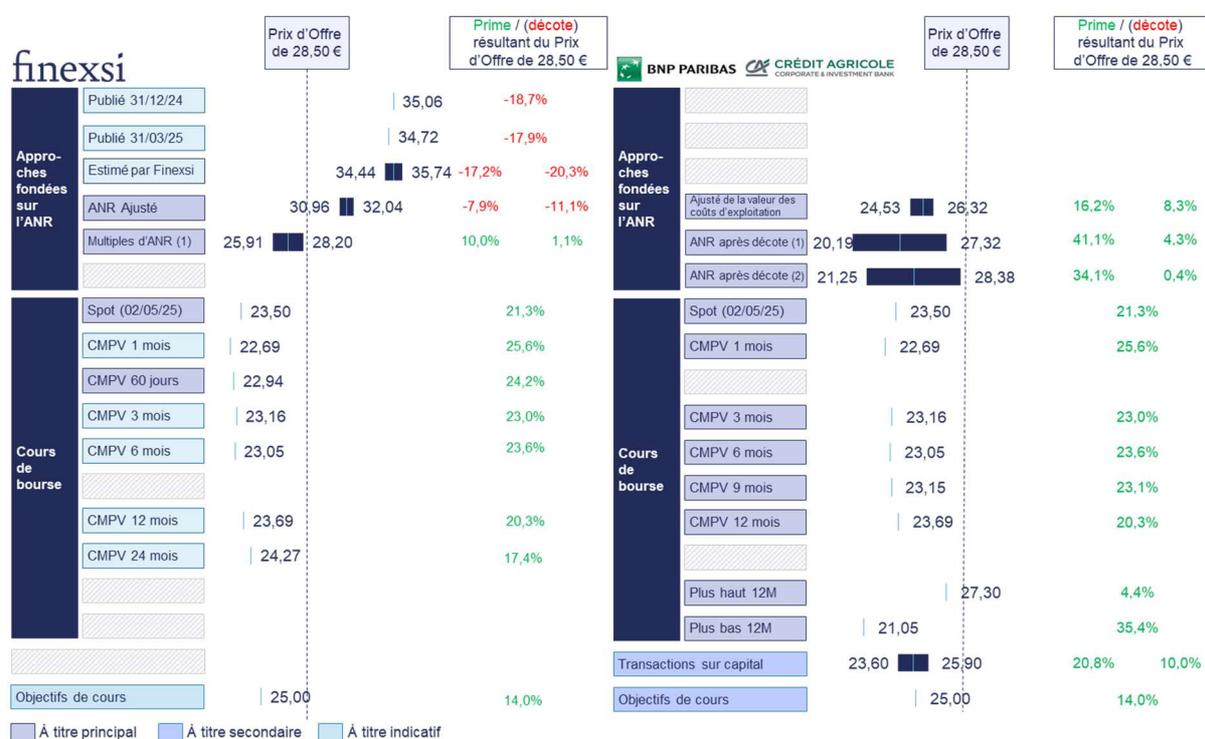
7 Analyse des éléments d'appréciation du prix établis par les Établissements Présentateurs

Les Établissements Présentateurs ont préparé les éléments d'appréciation des termes de l'Offre figurant à la section 4 du Projet de Note d'Information.

Nous avons analysé ces éléments et nous nous sommes rapprochés des représentants des Établissements Présentateurs pour échanger sur les méthodes et références d'évaluation retenues.

Les résultats de nos travaux respectifs sont synthétisés ci-après :

Figure 13 - Comparaison des travaux de valorisation de Finexsi et des Établissements Présentateurs



Note : (1) : comparables boursiers ; (2) : transactions comparables

Sources : analyses Finexsi, projet de note d'information

7.1 Choix des critères d'évaluation

Pour la valorisation d'Altamir, les Établissements Présentateurs ont retenu quatre critères ou méthodes à titre principal à savoir :

1. L'ANR ajusté de la valeur des coûts d'exploitation de la Société ;
2. La référence au cours de bourse ;
3. L'ANR après décote sur la base des comparables boursiers ;
4. L'ANR après décote sur la base des transactions comparables.

À titre secondaire, les Établissements Présentateurs présentent les transactions récentes sur le capital ainsi que l'objectif de cours des analystes couvrant le titre Altamir SCA.

Comme les Établissements Présentateurs, nous avons retenu à titre principal l'actif net réévalué intégrant l'incidence des coûts d'exploitation de la Société, l'actif net réévalué après décote sur la base des comparables boursiers ainsi que les références au cours de bourse. L'analyse du prix cible des analystes a quant à elle été retenue à titre informatif pour Finexsi.

Les Établissements Présentateurs ont, tout comme Finexsi, écarté les références et méthodes suivantes : l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie futurs (DCF) et l'actualisation des dividendes futurs (DDM).

Nous présentons également à titre indicatif les 2 derniers ANR publiés et nos calculs alternatifs de détermination de l'ANR qui ne sont pas repris dans la synthèse des Établissements Présentateurs.

7.2 Mise en œuvre des différentes méthodes de valorisation

La mise en œuvre des différentes méthodes appelle plusieurs remarques de notre part.

7.2.1 Travaux de réévaluation du portefeuille

7.2.1.1 Méthodologie retenue et données de référence

L'approche selon l'Actif Net Réévalué consiste à évaluer les fonds propres de la Société en tenant compte des éventuelles plus ou moins-values sur les actifs.

Le bilan de la Société étant constitué uniquement de son portefeuille d'investissements, de trésorerie et d'autres éléments bilantiels qui ne doivent pas faire l'objet de réévaluations, les Établissements Présentateurs ont effectué, comme nous, une réévaluation du portefeuille d'investissement.

Les Établissements Présentateurs ont, comme nous, procédé à des évaluations alternatives des participations sur la base des états financiers et du portefeuille au 31 décembre 2024, afin de vérifier la cohérence de l'ANR publié qui sera utilisé pour déterminer l'ANR Ajusté (cf.ci-après).

Comme nous, les Établissements Présentateurs effectuent leurs travaux de valorisation en retraitant les actions B de l'actif de la Société ainsi que les actions auto-contrôlées.

En conséquence, nos travaux reposent sur le même nombre d'actions à savoir le nombre total d'actions en circulation au 8 avril 2025 de 36.530.883 actions diminué des actions B (18.582 actions) et des actions auto-contrôlées (33.089 actions) soit un nombre total de 36.479.212 actions.

7.2.1.2 Sur la réévaluation du portefeuille

Les Établissements Présentateurs ont procédé à une revalorisation des 20 principales lignes du portefeuille afin de conforter la valorisation du portefeuille retenue par la Société, tel que cela est présenté dans le Projet de Note d'Information. Nous présentons en synthèse de nos travaux un ANR estimé par nos soins qui correspond à la réévaluation de ces 20 lignes.

À cet effet, les Établissements Présentateurs et Finexsi mettent en œuvre les mêmes méthodes d'évaluation multicritère des différentes participations sur la base :

- Des approches analogiques selon les comparables boursiers et les transactions comparables ;
- De la référence aux prix de transaction récents, si celle-ci est récente (moins de 12 mois).

Nous relevons que les multiples analogiques retenus par les Établissements Présentateurs peuvent parfois différer des multiples retenus par Finexsi en raison de différences méthodologiques

ou d'échantillons. Il en résulte pour certaines sociétés des multiples de valorisation, selon les Établissements Présentateurs, tantôt supérieurs, tantôt inférieurs à ceux retenus par Finexsi. Nous précisons néanmoins que les résultats globaux de nos travaux ne diffèrent pas significativement.

Les Établissements Présentateurs ont généralement appliqué une décote afin de refléter les différences de « taille, liquidité, géographie et segments opérationnels » par rapport aux échantillons des comparables alors que Finexsi a seulement pris en compte une décote de taille adaptée, lorsque celle-ci résultait d'observations de marché sur les comparables. Considéré globalement au niveau des participations réévaluées, notre décote moyenne pondérée apparaît inférieure à celles des Établissements Présentateurs.

Comme nous, les Établissements Présentateurs n'ont pas mis en œuvre d'approche intrinsèque selon l'actualisation des flux de trésorerie futurs (DCF), en raison d'informations prévisionnelles disponibles insuffisantes concernant les participations détenues.

Par simplification, les Établissements Présentateurs et Finexsi ont valorisé les entreprises à 100% des capitaux propres, c'est-à-dire sans distinguer les différentes natures de titres et leurs incidences sur la valorisation, ce qui constitue une limite.

Dans le cas des Établissements Présentateurs, ces valorisations ont été directement utilisées afin de corroborer l'ANR publié au 31 décembre 2024 par la Société en effectuant un rapprochement entre les résultats de leurs valorisations et les valeurs sous-jacentes des participations intégrées à l'ANR.

Finexsi a pour sa part présenté un ANR estimé en substituant les valeurs ainsi calculées pour ces participations sur la base des pourcentages de détention opérationnel (*i.e.* « ANR Estimé Finexsi ») dans les limites exposées dans le paragraphe §6.3.3. Nous avons réalisé des tests de sensibilités sur cette valeur qui ressort dans une fourchette encadrant l'ANR publié par la Société.

Comme pour les Établissements Présentateurs nos travaux de réévaluation corroborent l'ANR publié par la Société ce qui n'appelle pas de remarque de notre part.

Nous présentons le résultat de ces travaux dans notre synthèse alors que les Établissements Présentateurs considèrent qu'ils ne constituent pas un critère à part entière en raison des limites inhérentes à sa mise en œuvre et du caractère redondant avec l'ANR publié.

7.2.2 ANR ajusté de la valeur des coûts d'exploitation de la Société

Finexsi et les Établissements Présentateurs ont considéré que l'ANR Publié (au 31 décembre 2024) devait être ajusté des coûts d'exploitation ou frais de gestion. Les Établissements Présentateurs présentent à ce titre un « ANR ajusté de la valeur des coûts d'exploitation de la Société » qualifié pour Finexsi d'ANR Ajusté.

Les Établissements Présentateurs retiennent dans leur approche une actualisation des coûts de structure à l'infini, lorsque nous limitons leur prise en compte à l'horizon de réalisation du portefeuille en tenant compte de la réduction progressive et corrélative de ces frais. Ainsi l'approche retenue par les Établissements Présentateurs repose sur l'hypothèse d'une stabilité à l'infini de l'ANR lorsque notre approche repose sur une gestion en extinction du portefeuille. Cette hypothèse apparaît favorable à l'actionnaire, puisqu'elle limite les distorsions éventuelles entre les frais de gestion et la performance à l'infini du portefeuille qui ne serait pas appréhendée par ailleurs.

Les Établissements Présentateurs retiennent également un ratio calculé sur 3 ans de frais directs et indirects ; nous avons préféré retenir ce même ratio calculé sur les 5 années précédentes et non 3 en raison de la cyclicité de l'activité.

Les décotes déterminées par les Établissements Présentateurs ressortent plus importantes que les décotes induites par notre méthodologie. Ces décotes n'appellent cependant pas de commentaires de notre part.

7.2.3 Analyse du cours de bourse

L'analyse du cours de bourse mise en œuvre par les Établissements Présentateurs appelle les commentaires suivants de notre part.

Les Établissements Présentateurs et Finexsi retiennent tous deux le 2 mai 2025 comme date de référence pour l'analyse des cours de bourse.

À noter que les Établissements Présentateurs mènent une analyse de la liquidité du titre Altamir sur une période de 1 mois, 3 mois, 6 mois, 9 mois et 12 mois précédant la date susmentionnée, en retenant également le plus bas et le plus haut atteints sur cette période. Finexsi n'a ni retenu le plus bas ni le plus haut atteint sur cette période et présente également les CMPV 60 jours et 24 mois.

7.2.4 ANR après décote sur la base des comparables boursiers

Sur la base des différentes approches de calcul des décotes sur des sociétés d'investissements retenues par les Établissements Présentateurs, l'ANR Publié (au 31 décembre 2024), après décote, fait ressortir des valeurs par action dans une fourchette comprise entre 20,19 € et 27,32 €, le prix d'Offre extériorisant ainsi une prime de +41,1% sur la borne basse et de +4,3% sur la borne haute.

Cette approche correspond à notre évaluation selon le multiple d'ANR.

Finexsi retient une fourchette comprise entre 25,91 € et 28,20 € par action dans le cadre de cette méthode. Le prix d'Offre de 28,50 € induit ainsi une prime de +10,0% sur la borne basse et une prime de +1,1% sur la borne haute des résultats de cette approche.

La différence réside principalement dans le choix des échantillons respectifs qui ne se recoupent pas parfaitement sans que les décotes issues de ces échantillons soient significativement éloignées.

7.2.5 ANR après décote sur la base des transactions comparables

Les Établissements Présentateurs retiennent comme référence les multiples transactionnels des sociétés jugées comparables sur le marché. Cela fait ressortir une fourchette entre 21,25 € et 28,38 € soit une prime de 34,1% sur la borne basse et de +0,4% sur la borne haute.

Finexsi n'a pas retenu cette méthode de valorisation pour les raisons mentionnées dans le §6.1.4.

La référence aux multiples transactionnels n'appelle pas d'autre commentaire de notre part.

7.2.6 Transactions récentes sur le capital

Les Établissements Présentateurs retiennent comme référence les transactions récentes portant sur les acquisitions d'actions de la Société réalisées en 2024 et 2025 par le Concert sur le marché. Nous n'avons pas retenu cette référence en considérant que celles-ci sont déjà intégrées dans le critère du cours de bourse (§6.1.5).

La référence aux transactions récentes intervenues sur le capital n'appelle pas d'autre commentaire de notre part.

7.2.7 *Prix cible des analystes*

Les Établissements Présentateurs retiennent, comme Finexsi, la référence d'objectif de cours des analystes suivant le titre Altamir, étant rappelé que seul ODDO suit le titre.

L'objectif de cours n'appelle pas de commentaire de notre part.

8 Accords connexes

Nous avons procédé à l'examen des accords pouvant exercer une influence significative sur l'appréciation de l'Offre, afin d'apprécier si ces accords comportaient des dispositions financières susceptibles de remettre en cause le caractère équitable de l'Opération.

Le Projet de Note d'Information fait état d'un seul accord entre l'Initiateur et certains actionnaires de la Société, à savoir le pacte d'actionnaires conclu par les Membres du Concert (*i.e.* Messieurs Maurice TCHENIO, Roland TCHENIO et Romain TCHENIO et ses enfants) le 2 mai 2025.

Nous avons examiné ce pacte d'actionnaires, qui a pris effet à compter du dépôt de l'Offre pour une durée de 10 ans. Il comporte les principales dispositions suivantes :

- Principe d'une Offre publique d'achat (OPA) : Le Fondateur, Monsieur Maurice TCHENIO, déposera une OPA en numéraire sur les actions ordinaires Altamir cotées sur Euronext Paris, à l'exception de celles détenues par les signataires de l'accord, sans mise en œuvre d'un retrait obligatoire ;
- Engagements de conservation et de cession : Messieurs Roland et Romain TCHENIO s'engagent à ni céder, ni acquérir des actions Altamir sans l'accord du Fondateur. Ils conserveront leurs titres pendant trois ans à compter de la publication du résultat de l'OPA. Ensuite, toute cession devra être concertée avec le Fondateur, qui disposera d'un droit de priorité et d'un droit d'initier une cession conjointe obligatoire ;
- Politique commune : les signataires s'engagent à poursuivre une stratégie de valorisation d'Altamir, fondée sur un actionnariat stable, coordonné par le Fondateur, qui demeurera l'animateur d'Amboise pendant au moins trois ans.

Ces clauses ne comportent donc pas de dispositions susceptibles de fixer un prix pour les signataires du pacte. Au contraire, les parties s'engagent à ne pas céder de titres pendant trois années.

Le pacte ne recèle donc pas de dispositions de nature à remettre en cause l'appréciation du caractère équitable de l'Offre.

Il n'appelle pas d'autre commentaire de notre part.

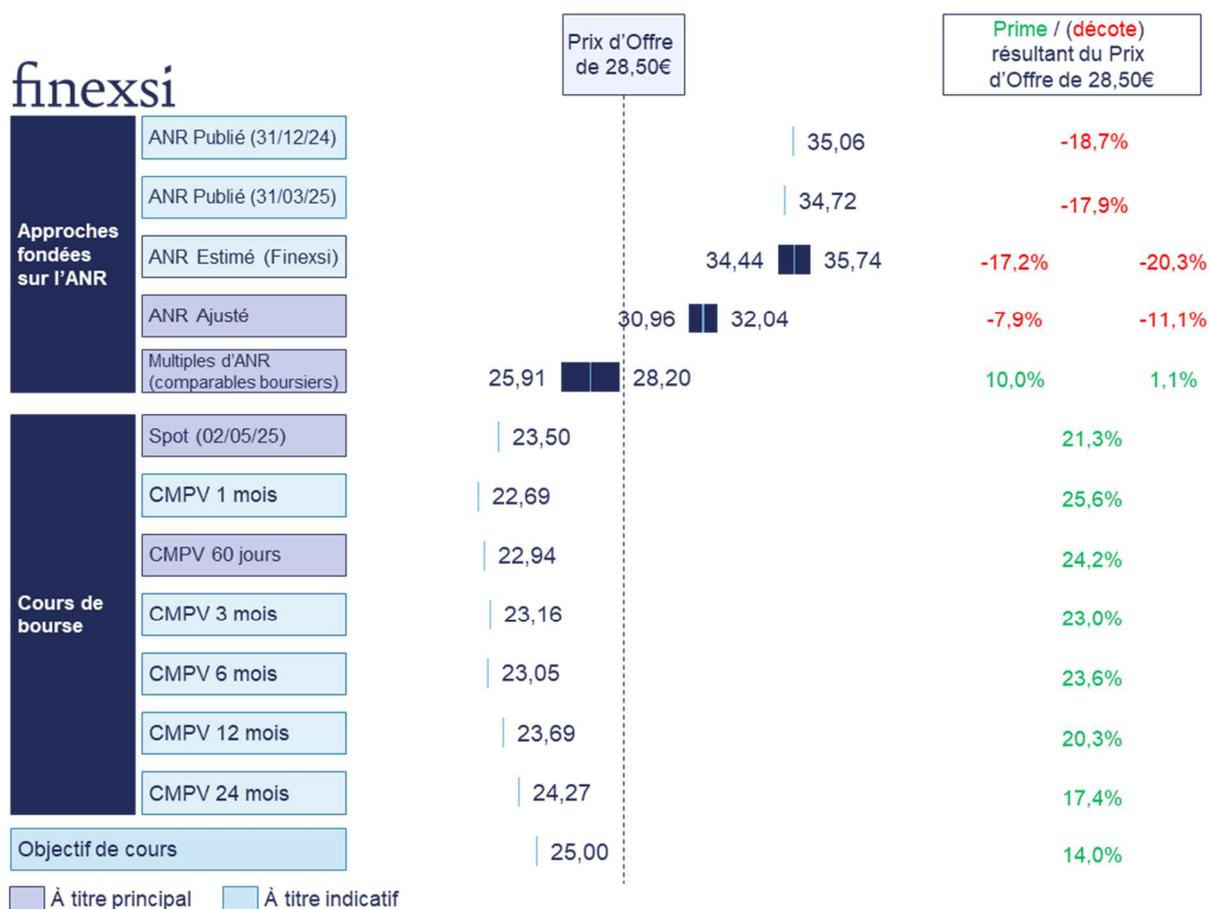
Il nous a été confirmé par ailleurs qu'il n'existait aucun autre accord connexe à l'Opération, autre que celui susmentionné.

9 Synthèse de nos travaux d'évaluation et appréciation sur le caractère équitable de l'Opération

9.1 Synthèse de nos travaux d'évaluation d'Altamir

À l'issue de nos travaux, le prix d'Offre de 28,50 € par action ordinaire extériorise les primes et décotes suivantes par rapport aux valeurs résultant des différents critères d'évaluation qui ont été retenus.

Figure 14 - Synthèse des travaux d'évaluation réalisés par Finexsi



Source : analyses Finexsi

9.2 Attestation sur le caractère équitable de l'Offre

Il est ici précisé que la présente Offre exclut la possibilité d'un Retrait Obligatoire, même si les conditions d'un tel retrait étaient réunies à l'issue de l'Offre. C'est sur cette base que nous formulons notre conclusion.

En ce qui concerne l'actionnaire d'Altamir

La présente Offre Publique d'Achat Simplifiée est proposée à l'ensemble des actionnaires au prix d'Offre de 28,50 € par action ordinaire. Elle s'analyse comme une offre de liquidité qui revêt un caractère facultatif pour les actionnaires d'Altamir puisqu'ils peuvent répondre favorablement ou non à l'Offre qui leur est faite.

Le prix d'Offre de 28,50 € par action extériorise une prime de +21,3% sur le dernier cours de bourse avant annonce et de +24,2% sur le CPMV 60 jours. Il extériorise des décotes de -7,9% à -11,1% par rapport aux bornes basses et hautes de l'ANR Ajusté présenté à titre principal étant précisé que celui-ci repose sur la prise en compte de frais de structure dégressifs et limités dans le temps, dont l'incidence est moindre que celle des décotes usuellement constatées sur les sociétés comparables cotées, comme le montrent les primes extériorisées par les multiples boursiers, soit entre +1,1% et +10,0% selon la borne considérée.

Dans ce contexte, l'Offre Publique d'Achat Simplifiée permet aux actionnaires de la Société de bénéficier d'une liquidité immédiate à un prix supérieur au cours de bourse. En revanche, le prix de l'Offre extériorise une décote par rapport à l'ANR de la Société, laquelle décote ressort limitée au regard des décotes observées sur le marché.

En ce qui concerne les accords connexes

L'examen de l'accord pouvant avoir une influence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre, tel que présenté dans le Projet de Note d'Information, à savoir le pacte d'actionnaires en date du 2 mai 2025, n'a pas fait apparaître de disposition de nature à remettre en cause, selon nous, le caractère équitable de l'Opération d'un point de vue financier.

À notre connaissance il n'existe pas d'autre accord connexe qui serait conclu dans le cadre de l'Offre.

En conséquence, et à la date du présent rapport, nous sommes d'avis que le prix d'Offre de 28,50 € par action ordinaire est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires d'Altamir.

Fait à Paris, le 4 juillet 2025

Finexsi - Expert & Conseil Financier



Lucas ROBIN

Partner



Olivier PERONNET

Partner

10 Annexes

10.1 Présentation du cabinet Finexsi - Expert & Conseil Financier et déroulement de la mission

L'activité de Finexsi - Expert & Conseil Financier (Finexsi) s'inscrit dans le cadre des métiers réglementés par l'Ordre des Experts-Comptables et la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes. Elle regroupe principalement les activités de Commissariat aux comptes, d'acquisitions et cessions d'entreprises, d'apports et fusions, d'évaluation et d'expertise indépendante et d'assistance dans le cadre de litiges.

Pour mener à bien ces missions, le cabinet emploie des collaborateurs, dont l'essentiel a un niveau d'expérience et d'expertise élevé dans chacune de ces spécialités.

Le cabinet Finexsi est indépendant et n'appartient à aucun groupe ou réseau.

Liste des missions d'expertises indépendantes réalisées par le cabinet Finexsi au cours des 18 derniers mois

Date	Cible	Initiateur	Banque(s) présentatrice(s)	Opération
nov.-23	ESI Group	Keysight Technologies	JP Morgan, BNP Paribas	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire
déc.-23	Altur Investissement	Suffren Holding	Invest Securities	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire
févr.-24	Compagnie Industrielle et Financière d'Entreprises (C.I.F.E)	Spie batignolles	Oddo BHF	Offre Publique d'Achat Simplifiée
mai-24	Sopra Banking Software	Axway Software	Société Générale	Offre Publique d'Achat
mai-24	Micropole	Miramar Holding	Société Générale	Offre Publique d'Achat
juil.-24	Micropole	Talan holding SAS	Oddo BHF	Offre Publique d'Achat Simplifiée
sept.-24	Wedia SA	Mercure	Bryan, Garnier & Co	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire
oct.-24	Esker	Boréal Bidco SAS	Société Générale, Morgan Stanley	Offre Publique d'Achat
déc.-24	Aures Technologies	Advantech Co., Ltd.	BNP Paribas Portzamparc	Offre Publique d'Achat suivie, le cas échéant, d'un Retrait Obligatoire
janv.-25	Neoen	Brookfield Renewable Holdings	BNP Paribas, Société Générale	Offre Publique d'Achat Simplifiée
févr.-25	Exclusive Networks	Etna French Bidco	BNP Paribas, Lazard, Société Générale, Morgan Stanley	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire
avr.-25	Tarkett	Tarkett Participation	Rothschild&Co, BNP Paribas Portzamparc, Crédit Agricole, Société	Offre Publique de Retait

Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers

Finexsi - Expert & Conseil Financier adhère à l'APEI (Association Professionnelle des Experts Indépendants), association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers en application de l'article 263-1 de son Règlement Général.

Par ailleurs, Finexsi - Expert & Conseil Financier applique des procédures visant à protéger l'indépendance du cabinet, éviter les situations de conflits d'intérêts et contrôler, sur chaque mission, la qualité des travaux réalisés et des rapports avant leur émission.

Montant de la rémunération perçue

Notre rémunération pour cette mission s'élève à 270 k€, hors taxes, frais et débours, sur la base des temps passés à date.

Description des diligences effectuées

Le programme de travail détaillé suivant a été mis en œuvre :

- La prise de connaissance détaillée de l'Offre envisagée, de ses modalités et du contexte spécifique dans lequel elle se situe ;
- L'examen de la performance financière historique d'Altamir, et la prise de connaissance détaillée des fonds et des sociétés dans laquelle celle-ci détient des participations (ci-après les « Participations ») ;
- La détermination et la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritère d'Altamir qui comprend notamment :
 - L'analyse des risques et opportunités identifiés pour Altamir, susceptibles d'affecter sa valorisation, dont la synthèse est présentée sous la forme d'une matrice SWOT ;
 - L'analyse de l'évolution du cours de bourse sur une période pertinente ;
 - L'analyse des transactions récentes sur le capital de la Société ;
 - L'examen, en relation avec le *management* opérationnel, de l'Actif Net Réévalué (ci-après « ANR ») publié de la Société, intégrant l'identification des hypothèses clés considérées et l'appréciation de leur pertinence ;
 - L'examen de l'ANR publié a été complété par nos propres analyses de la valeur des participations sous-jacentes à partir des informations disponibles afin de s'assurer que celui-ci constitue une référence pertinente dans le contexte de la présente Offre ;
 - Le choix motivé des critères d'évaluation (exclus/retenus) ;
 - Des tests de sensibilité sur les hypothèses structurantes considérées.
- Sur ces bases, l'examen du positionnement du Prix de l'Offre par rapport aux résultats des différents critères d'évaluation ;
- L'analyse critique du rapport d'évaluation préparé par les Établissements Présentateurs de l'Offre ;

- L'analyse des éventuels accords et opérations connexes susceptibles d'avoir un impact significatif sur le Prix de l'Offre conformément aux alinéas 2 et 4 de l'article 261-1 I du Règlement Général de l'AMF, et au cas d'espèce, les conséquences du pacte signé par les membres du Concert le 2 mai 2025 ;
- La restitution, au fur et à mesure, de nos travaux auprès du Comité *ad hoc* avec lequel des réunions de travail ont été tenues ;
- L'établissement d'un rapport dont la conclusion est présentée sous forme d'une attestation d'équité, à destination du Conseil de Surveillance d'Altamir.

Calendrier de l'étude

28 avril 2025	Désignation de Finexsi comme Expert indépendant par le Comité de Surveillance sur proposition du Comité <i>ad hoc</i> d'Altamir
13 mai 2025	Première réunion de travail avec la Direction financière d'Altamir portant sur la stratégie de Groupe, son activité et les calculs d'ANR
16 mai 2025	Réunion de travail avec Monsieur Maurice TCHENIO sur la revue du portefeuille
18 juin 2025	Réunion avec la <i>Directrice Relations Investisseurs et Communication</i> d'Altamir
19 juin 2025	Deuxième réunion de travail avec la Direction financière d'Altamir
23 juin 2025	Réunion de travail avec les Établissements Présentateurs sur le Projet de Note d'Information et leurs travaux de valorisation
26 juin 2025	Réunion de travail avec les Établissements Présentateurs sur leur rapport d'évaluation
27 juin 2025	Premier point d'étape avec le Comité <i>ad hoc</i>
2 - 4 juillet 2025	Revue qualité
3 juillet 2025	Présentation de notre rapport au Comité <i>ad hoc</i>
3 juillet 2025	Réception des lettres d'affirmation signées par Altamir et par l'Initiateur
4 juillet 2025	Remise de notre Attestation d'équité

Liste des personnes rencontrées ou contactées**Altamir**

- Monsieur Maurice TCHENIO, Président Directeur Général ;
- Monsieur Éric SABIA, Directeur Financier ;
- Madame Claire PEYSSARD-MOSES, Responsable des Relations Investisseurs.

Comité ad hoc

- Monsieur Jean ESTIN, Président du Conseil de Surveillance ;
- Monsieur Dominique CERUTTI, membre du Conseil de Surveillance ;
- Madame Anne LANDON, membre du Conseil de Surveillance.

BNP Paribas, Établissement Présentateur

- Monsieur CUZOL Nicolas – *Managing Director* ;
- Monsieur MATHE Guillaume – *Managing Director* ;
- Monsieur GUGLIERI Thibault – *Vice President* ;
- Monsieur COLLIN Tristan – *Associate* ;
- Monsieur ROMEU Benjamin – *Associate*.

Crédit Agricole, Établissement Présentateur

- FROIDURE Elodie – *Managing Director* ;
- MACAIGNE Kevin – *Director*.

Sources d'information utilisées

Les principales informations utilisées dans le cadre de notre mission ont été de plusieurs natures :

Informations communiquées par les différentes parties prenantes :

- Documentation financière et juridique relative à l'Opération ;
- Documentation juridique comptable et financière d'Altamir ;
- « Plan prévisionnel de désinvestissement » ;
- Études de marché ;
- Notes d'analystes suivant le titre Altamir ;

- PV des Conseils d'administration tenus entre 2022 et 2025 ;
- Rapport d'évaluation préparé par les Établissements Présentateurs ;
- Projet de Note d'Information et de Note en Réponse.

Informations de marché :

- Communication financière d'Altamir entre 2019 et 2024 ;
- Communication relative à l'Opération (communiqué de presse) ;
- Cours de bourse, comparables boursiers et transactionnels, consensus de marché : Capital IQ et MergerMarket, rapports financiers des sociétés comparables et notes d'analystes ;
- Données de marchés (taux sans risque, prime de risque, bêta, etc.) : Capital IQ, Banque de France, Fonds Monétaire International, Kroll, Finexsi ;
- Données macroéconomiques et sectorielles : études Xerfi, Statista et Canalys.

Personnel associé à la réalisation de la mission

Les signataires, Messieurs Olivier PERONNET (*Partner*) et Lucas ROBIN (*Partner*), ont notamment été assistés de Monsieur Julien BIANCIOTTO (*Senior Manager*) et Monsieur Paul QUINTARD (*Associate*).

La revue indépendante a été effectuée par Monsieur Olivier COURAU, *Partner* du cabinet, spécialiste en évaluation financière, qui n'a pas participé aux travaux d'évaluation.

Il a été désigné au début de la mission et tenu informé des points d'attention ou difficultés identifiés au cours de la mission jusqu'à la sortie du rapport. Son rôle est de s'assurer du respect de la qualité des travaux et des bonnes pratiques en matière d'évaluation. Ses diligences ont principalement consisté en :

- La revue de la procédure d'acceptation de la mission et de l'évaluation de l'indépendance du cabinet ;
- La revue des travaux d'évaluation mis en œuvre par l'équipe et des conclusions issues de ces travaux ;
- La revue des documents permettant le fondement de l'opinion des *Partners* signataires et l'appréciation du format et de la conclusion du rapport.

Ses travaux ont fait l'objet d'une formalisation écrite et d'échanges avec les *Partners* signataires.

10.2 Lettre de mission



FINEXSI
4 rue Bassano
75116 Paris
**Messieurs Olivier PERONNET et
Lucas ROBIN**

Paris, le 28 avril 2025

Objet : Lettre de mission

Projet d'offre publique d'achat simplifiée sur les actions Altamir – Désignation de l'expert indépendant

Messieurs,

Altamir est une société en commandite par actions dont le siège social est situé 61 rue des Belles Feuilles, 75116 Paris, immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 390 965 895 et dont les actions sont admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext Paris, Code ISIN FR0000053837 (ci-après la "**Société**").

La société Amboise SAS (ci-après l'« **Initiateur** »), agissant de concert avec la société TT Investissements et Monsieur Romain Tchenio et ses enfants, a déposé un projet d'offre publique d'achat simplifiée sur la totalité des actions de la Société qui ne seraient pas déjà détenues directement ou indirectement par le Concert, (ci-après l'« **Offre** »). Le prix de l'Offre serait de 28,50 euros par action.

Dans la mesure où l'Initiateur souhaite détenir le contrôle de la Société, l'Offre sera susceptible de générer des conflits d'intérêts. Un expert indépendant doit en conséquence être nommé en application des dispositions de l'article 261-1, I, 1^o du Règlement général de l'AMF (« **RG AMF** ») et de la recommandation AMF 2006-15, telle que modifiée le 10 février 2020.

Dans ce cadre, un comité *ad hoc* composé de trois membres du Conseil de Surveillance de la Société, tous indépendants a été constitué en son sein avec pour mission de formuler des recommandations sur le choix d'un expert indépendant, de suivre ses travaux et de préparer sur la base de ces derniers un projet d'avis motivé.

Nous vous confirmons par la présente que, sur proposition du Comité *ad hoc* en date du 28 avril 2025, le Conseil de Surveillance de la Société a décidé, lors de sa réunion du même jour, de vous désigner en qualité d'expert indépendant dans le cadre du projet d'Offre.

Le cabinet Finexsi représenté par Messieurs Olivier Peronnet et Lucas Robin, aura ainsi en qualité d'expert indépendant, pour mission d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre qui viserait la totalité des actions de la Société qui ne seraient pas déjà détenues directement ou indirectement par le Concert (à l'exception des actions de préférence dites de



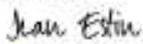
catégories B), en application des articles 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF et en particulier l'article 261-1 I 1 du règlement susvisé, dans la mesure où l'Initiateur détient le contrôle de la Société au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce (le concert détenant ensemble 27.556.729 Actions représentant 75,44% du capital et 75,47% des droits de vote de la Société, au jour de dépôt de l'Offre).

Les termes et conditions de votre mission sont conformes à ceux que vous avez soumis au Conseil de Surveillance de la Société.

Enfin, nous comprenons que le cabinet Finexsi, ses associés et collaborateurs sont indépendants de la Société et de ses actionnaires et qu'ils n'ont pas de lien juridique ou financier avec la Société ni ne se trouvent dans l'une des situations de conflits d'intérêts visées par l'article 261-4 du Règlement Général de l'AMF et par l'article 1 de l'instruction 2006-08 du 28 septembre 2006, modifiée le 10 février 2020.

Pour mémoire, nous vous avons déjà adressé les procès-verbaux du comité ad hoc et du conseil de surveillance du 28 avril 2025 signés.

Veillez croire, Messieurs, en l'assurance de mes sentiments les meilleurs.

Signé par :

09A000F7E18A4ED

Monsieur Jean Estin,
Président du conseil de surveillance
Et membre du comité ad hoc