Note d'information établie par

antalis
Just ask Antalis

en réponse au projet d'offre publique d'achat simplifiée visant les actions de la société Antalis

initiée par Kokusai Pulp & Paper Co., Ltd

KOKUSAI PULP&PAPER CO.LTD.

AMF AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS

En application de l'article L. 621-8 du Code monétaire et financier et de l'article 231-26 de son règlement général, l'Autorité des marchés financiers (l' « **AMF** ») a apposé le visa n°20-511 en date du 13 octobre 2020 sur la présente note en réponse. Cette note en réponse a été établie par la société Antalis et engage la responsabilité de ses signataires. Le visa, conformément aux dispositions de l'article L.621-8-1 I du Code monétaire et financier, a été attribué après que l'AMF a vérifié « si le document est complet et compréhensible et si les informations qu'il contient sont cohérentes ». Il n'implique ni approbation de l'opportunité de l'opération, ni authentification des éléments comptables et financiers présentés.

AVIS IMPORTANT

En application des dispositions des articles 231-19 et 261-1 I 1° et II du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet Finexsi, agissant en qualité d'expert indépendant, représenté par Messieurs Olivier Perronet et Christophe Lambert, est inclus dans la présente note d'information en réponse.

La présente note d'information en réponse (la « **Note en Réponse** ») est disponible sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la société Antalis (www.antalis.com) (la « **Société** ») et peut être obtenue sans frais au siège social de la Société (8, rue de Seine, 92100 Boulogne-Billancourt).

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

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

1. Présentation et contexte de l'Offre 3

1.1. Présentation de l'Offre 3

1.2. Contexte de l'Offre 4

1.3. Motifs de l'Offre 9

2. Conclusion du rapport de l'Expert Indépendant 10

3. Avis motivé du conseil d'administration de la Société 10

3.1. Composition du conseil d'administration de la Société et de ses comités spécialisés 10

3.2. Avis motivé du conseil d'administration de la Société en date du 21 juillet 2020 11

3.3. Réunions du Comité Ad Hoc et du conseil d'administration du 23 septembre 2020 après relèvement du prix de l'Offre 19

4. Intention des membres du conseil d'administration vis-à-vis de l'Offre 25

5. Intention de la Société concernant la présentation à l'Offre des actions auto-détenues 25

6. Observations du comité d'entreprise européen d'Antalis sur le rapprochement avec KPP et le projet d'Offre 25

7. Accords susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'appréciation du projet d'Offre ou de son issue 25

8. Informations relatives à la Société 26

8.1. Structure et répartition du capital de la Société 26

8.2. Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions 27

8.3. Clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application des dispositions de l'article L. 233-11 du code de commerce 28

8.4. Participations directes et indirectes au capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuils ou d'une déclaration d'opération sur titres 28

8.5. Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci 28

8.6. Mécanisme de contrôle prévu dans un éventuel système d'actionnariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier 28

8.7. Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance pouvant entraîner des restrictions aux transferts d'actions et à l'exercice des droits de vote 28

8.8. Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts de la Société 28

8.9. Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'actions 29

8.10. Accords conclus par la Société étant modifiés ou prenant fin en cas de changement de contrôle 30

8.11. Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration, les dirigeants ou les principaux salariés de la Société en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique 30

9. Modalités de mise à disposition des informations relatives à la Société 31

10. Personne assumant la responsabilité de la présente Note en Réponse 31

Annexe 1 - Rapport de l'Expert Indépendant et addendum à l'attestation d'équité 32

1. Présentation et contexte de l'Offre

1.1. Présentation de l'Offre

En application du titre III du livre II et plus particulièrement des articles 233-1, 2° et 234-2 du règlement général de l'AMF (le « **RGAMF** »), Kokusai Pulp & Paper Co., Ltd., une société de droit japonais ("*kabushiki kaisha*"), dont le siège social est situé 6-24 Akashi-Cho, Chuo-ku, Tokyo, Japon, et dont les actions sont admises aux négociations sur la bourse de Tokyo, ("*Kabuto-Cho*") (le « **Tokyo Stock Exchange** »), sous le numéro ISIN JP3293350009 (l' « **Initiateur** » ou « **Kokusai Pulp & Paper Co** » ou « **KPP** »), s'est irrévocablement engagée auprès de l'AMF à offrir aux actionnaires de la société Antalis, une société anonyme à conseil d'administration au capital de 213 000 000 euros, dont le siège social est situé 8, rue de Seine, 92100 Boulogne-Billancourt, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 410 336 069 (la « **Société** » ou « **Antalis** »), dont les actions sont admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext Paris sous le code ISIN FR0013258589 (mnémonique ANTA, compartiment C), d'acquérir la totalité des actions de la Société dans les conditions décrites ci-après (l'« **Offre** ») au prix relevé de 0,73 euro à 0,90 euro par action Antalis (le « **Prix d'Offre Relevé** »).

L'Offre fait suite à l'acquisition par l'Initiateur, le 21 juillet 2020, dans les conditions et modalités décrites ci-après au paragraphe 1.2.2 de la présente Note en Réponse, de la pleine propriété de 59 460 094 actions auprès des sociétés Sequana et Bpifrance Participations dans le cadre de cessions hors marché de blocs d'actions Antalis (ensemble les **« Blocs** ») correspondant au total à 83,75% du capital et 83,64% des droits de vote théoriques de la Société[1]. Le franchissement en hausse par KPP du seuil de 30% du capital et des droits de vote d'Antalis résultant de l'acquisition des Blocs par l'Initiateur, imposait à KPP le dépôt d'une offre publique en application de l'article 234-2 du RGAMF.

KPP a ainsi déposé auprès de l'AMF, le 23 juillet 2020, un projet de note d'information fixant les termes et conditions de l'Offre au prix de l'Offre initial de 0,73 euro. Le 17 septembre 2020, KPP a annoncé le relèvement du prix de l'Offre, le portant à 0,90 euro par action. Un second dépôt a ainsi été réalisé le 23 septembre 2020, à la suite de ce relèvement du prix de l'Offre décidé par l'Initiateur. Le Projet de Note d'Information de KPP a été modifié le 22 septembre 2020 pour tenir compte du Prix d'Offre Relevé (le « **Projet de Note d'Information** »).

En application de l'article L. 621-8 du Code monétaire et financier et de l'article 231-23 de son règlement général, l'AMF a, en application de la décision de conformité de l'offre publique d'achat en date du 13 octobre 2020, apposé le visa n°20-510 sur la note d'information de l'Initiateur (la « **Note d'Information** »).

KPP a indiqué avoir l'intention de mettre en œuvre, dès la clôture de l'Offre ou dans un délai de trois (3) mois à l'issue de celle-ci, une procédure de retrait obligatoire au Prix d'Offre Relevé conformément aux dispositions des articles 237-14 et suivants du RGAMF (le « **Retrait Obligatoire** ») sur les actions non-présentées à ladite Offre si celles-ci ne représentent pas plus de 10% du capital ou des droits de vote. Les modalités de mise en œuvre du Retrait Obligatoire et notamment les conditions d'indemnisation des actionnaires n'ayant pas présenté leurs actions à l'Offre sont décrites au paragraphe 1.2.7 de la Note d'Information.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du RGAMF, cette Offre est présentée par ODDO BHF en qualité d'établissement présentateur de l'Offre qui garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par KPP dans le cadre de l'Offre, y compris dans le cadre du Retrait Obligatoire le cas échéant.

[1] Sur une base non-diluée et sur la base des informations publiées par la Société sur son site Internet au 30 juin 2020 conformément à l'article 223-16 du RGAMF (y compris les 499 942 actions auto-détenues) et en prenant en compte la perte de droits de vote double dans le cadre de l'acquisition des Blocs.

L'Offre porte sur la totalité des actions Antalis émises par la Société et non détenues par l'Initiateur à l'exclusion des 499 942 actions auto-détenues, soit un nombre total maximum de 11 039 964 Actions[2] représentant environ 15,50% du capital et 15,65% des droits de vote théoriques de la Société[3].

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée régie par les articles 233-1 et suivants du RGAMF. L'Offre sera ouverte pour une durée d'au moins dix (10) jours de négociation. Elle sera réalisée par achats sur le marché conformément à l'article 233-2 du RGAMF. Les termes et modalités de l'Offre sont décrits de manière détaillée dans la Note d'Information et notamment dans son paragraphe 2.

1.2. Contexte de l'Offre

1.2.1. L'évolution de Sequana, actionnaire historique majoritaire d'Antalis

L'introduction en bourse des actions Antalis a été réalisée le 12 juin 2017 par voie d'une distribution par Sequana[4] à ses propres actionnaires (c'est-à-dire d'un dividende en nature ayant pour conséquence l'admission de l'intégralité des actions Antalis au marché réglementé d'Euronext Paris) d'actions Antalis représentant 18,3% du capital de la Société[5] (l'« **Introduction en Bourse** »). A l'issue de cette opération, Sequana restait l'actionnaire de référence d'Antalis avec une détention, à la date de l'Introduction en Bourse, de 53 395 148 actions Antalis représentant autant de droits de vote, soit 75,20% du capital et des droits de vote de la Société[6].

Sequana a été contrainte d'ouvrir une procédure de sauvegarde en février 2017 auprès du tribunal de commerce de Nanterre[7]. Elle a été ensuite convertie, le 21 mars 2019, en redressement judiciaire[8]. Sequana a finalement été mise en liquidation judiciaire, par un jugement du tribunal de commerce de Nanterre en date du 15 mai 2019[9]. Les actions Sequana ont été radiées à compter du 19 juin 2019 du marché réglementé d'Euronext Paris, par décision d'Euronext adoptée le 17 juin 2019, à la suite de la liquidation judiciaire prononcée par le tribunal de commerce de Nanterre[10].

1.2.2. La recherche d'une nouvelle structure actionnariale pour Antalis sous la supervision des organes chargés par le tribunal de commerce de Nanterre de superviser la liquidation judiciaire de Sequana

Face à la situation de son actionnaire de référence et dans un contexte difficile de contraction continue du marché du papier en Europe, le conseil d'administration d'Antalis, en accord avec Sequana, a annoncé le 6 février 2019, à l'occasion de l'annonce des résultats opérationnels 2018 de la Société, avoir pris la décision de mandater une banque d'affaires pour mettre en place une nouvelle structure actionnariale qui lui permettrait d'assurer, dans l'intérêt social de la Société, son développement et la

[2] Le conseil d'administration d'Antalis, lors de sa réunion en date du 20 mai 2020, a constaté qu'aucune action gratuite ne pourrait être attribuée en vertu du plan d'attribution gratuite d'actions de performance en faveur de 40 bénéficiaires mis en place le 23 mai 2018 et portant sur nombre global maximal de 720 000 actions d'Antalis, compte tenu de la non-atteinte des conditions de performance qui étaient prévues. En conséquence, il n'existe pas de titres ou droits pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote d'Antalis.

[3] Sur une base non-diluée et sur la base des informations publiées par la Société sur son site Internet au 30 septembre conformément à l'article 223-16 du RGAMF (y compris les 499 942 actions auto-détenues).

[4] Société anonyme à conseil d'administration, au capital de 65 183 351 euros, dont le siège social est situé 8, rue de Seine, 92100 Boulogne-Billancourt, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 383 491 446 (« **Sequana** »), dont les actions étaient admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext Paris sous le code ISIN FR0011352590 (mnémonique SEQ, compartiment C) jusqu'au 19 mai 2019.

[5] Le 19 mai 2017, à l'issue de son instruction, l'AMF a apposé son visa n°17-212 sur le prospectus relatif à l'Introduction en Bourse dans le cadre de l'attribution par Sequana d'actions Antalis à ses actionnaires, à raison d'une action Antalis pour cinq actions Sequana. Le 6 juin 2017, la distribution d'actions Antalis a été décidée par l'assemblée générale des actionnaires de Sequana. L'admission des actions Antalis sur le marché réglementé a été effective le 12 juin 2017. Avant l'Introduction en Bourse, Sequana était l'actionnaire unique de la Société.

[6] Sur la base d'un capital composé, à la date de l'Introduction en Bourse de la Société, de 71 000 000 actions représentant autant de droits de vote conformément à l'article 223-16 du RGAMF.

[7] Communiqué de Sequana du 15 février 2017.

[8] Communiqué de Sequana du 21 mars 2019.

[9] Communiqué de Sequana du 15 mai 2019.

[10] Communiqué de Sequana du 18 juin 2019.

mise en œuvre de son plan stratégique. Ce plan stratégique prévoit la mise en place d'une structure de capital lui assurant la flexibilité financière nécessaire pour consolider ses positions stratégiques dans la distribution de papier et poursuivre sa transformation vers l'emballage et la communication visuelle.

Antalis a ainsi mandaté la banque d'affaires Goldman Sachs afin de mener un processus d'enchères compétitif (*open bid*).

Ce processus ouvert et concurrentiel a été placé d'emblée sous le contrôle des organes chargés par le tribunal de commerce de Nanterre de superviser la liquidation judiciaire de Sequana et notamment la cession de ses actifs conformément notamment aux dispositions des articles L. 642-19 à L. 642-20-1 du code de commerce, c'est-à-dire :

- le juge-commissaire désigné par le tribunal de commerce de Nanterre (le « **Juge-Commissaire** ») ;

- la Selarl C Basse, représentée par Maître Christophe Basse, désignée en qualité de liquidateur de Sequana par un jugement du 15 mai 2019 rendu par le tribunal de commerce de Nanterre (le « **Liquidateur** »).

Au cours de ce processus qui s'est déroulé sur plus d'un an, plus de 80 acquéreurs potentiels (fonds d'investissement, industriels et fonds de retournement) ont été contactés par Goldman Sachs, avec pour objectif, dès l'origine, d'aboutir à une solution *in bonis*, c'est-à-dire attribuant une valeur aux actions de la Société et permettant un remboursement au pair du crédit syndiqué d'Antalis à ses prêteurs[11].

Ce processus, qui a fait l'objet de plusieurs communiqués d'Antalis au cours de son avancement[12], s'est articulé autour de deux phases décrites ci-dessous.

« **Phase 1** » : Objectif : la remise d'une ou plusieurs offre(s) indicative(s) non-engageante(s) (une ou, prises ensemble, les « **Offre(s) Indicative(s)** »). Conformément à la position-recommandation de l'AMF n°2016-08, cette présélection d'investisseurs potentiels était indispensable avant d'autoriser l'accès à une data-room virtuelle (électronique) incluant des informations relatives à Antalis.

Participants : tous les investisseurs potentiels ayant répondu à Goldman Sachs en manifestant une marque d'intérêt ont pu participer à la Phase 1. 15 marques d'intérêts provenant d'investisseurs potentiels distincts ont ainsi été réceptionnées par Goldman Sachs.

Offres Indicatives reçues au cours de la Phase 1 : quatre (4) Offres Indicatives ont été reçues au cours de l'été 2019. Ces Offres Indicatives ont toutes été soumises d'une part, au conseil d'administration d'Antalis[13] et d'autre part, au Liquidateur de Sequana ainsi qu'au Juge-Commissaire, dûment informés. Il a été considéré que :

- trois (3) Offres Indicatives qui n'accordaient aucune valeur au capital de la Société et/ou impliquaient un abandon de créances significatif de la part des établissements prêteurs parties au contrat de crédit syndiqué d'Antalis (ensemble les « **Etablissements Prêteurs** ») ou consistaient en un échange d'actifs ne permettant pas à la Société de se doter d'un nouvel actionnaire de référence, n'ont pas été retenues;

[11] Contrat de crédit syndiqué conclu entre Antalis et plusieurs établissements prêteurs (le « **Contrat de Crédit Syndiqué** »). Pour rappel, le montant total du Contrat de Crédit Syndiqué d'Antalis s'élevait à 287,1 millions d'euros au 31 décembre 2019.

[12] Communiqués d'Antalis des 6 février 2019, 8 mars 2019, 15 mai 2019, 26 juillet 2019, 30 septembre 2019, 28 octobre 2019, 20 décembre 2019 et 31 mars 2020.

[13] Le conseil d'administration d'Antalis s'est ainsi réuni à plusieurs reprises, notamment les 12 et 25 juillet 2019, 27 août 2019, 20 septembre 2019, 25 octobre 2019, 12 et 26 novembre 2019, 4, 10 et 13 décembre 2019, ainsi que le 30 mars 2020 pour statuer sur les suites à donner aux Offres Indicatives.

- l'Offre Indicative de KPP reçue le 20 août 2019, répondant aux attentes, il fut décidé d'engager avec KPP des discussions bilatérales avancées. KPP était par conséquent, à l'issue de la Phase 1, le seul repreneur permettant d'assurer le futur développement d'Antalis et, à plus court terme, sa continuité d'exploitation.

« **Phase 2** » : Objectif : l'étude et la remise d'une lettre d'offre ferme entièrement financée et inconditionnelle (la « **Lettre d'Offre Ferme** »)

Participants : les investisseurs potentiels sélectionnés à l'issue de la Phase 1, c'est-à-dire KPP.

Les discussions avec KPP n'ayant finalement pas permis d'aboutir à la réception d'une offre ferme entièrement financée et inconditionnelle prévoyant un remboursement au pair du Contrat de Crédit Syndiqué d'Antalis à ses prêteurs, la decision fut prise d'impliquer les Etablissements Preteurs dans le processus afin d'évaluer l'intéret potentiel d'investisseurs pour une opération impliquant, désormais, un abandon de créances de la part des Etablissements Préteurs.

En conséquence le 20 décembre 2019, Antalis a annoncé au marché la poursuite de son processus de recherche d'une nouvelle structure actionnariale incluant également des discussions avec ses principaux partenaires financiers.

A la suite de cette annonce, des discussions ont toutefois été réengagées non seulement avec KPP, mais également avec 17 autres investisseurs potentiels, parmi lesquels dix avaient été précédemment contactés dans le cadre du processus, et ont abouti à la réception d'une unique Lettre d'Offre Ferme remise le 30 mars 2020 par KPP à Antalis.

Cette Lettre d'Offre Ferme a été également transmise au Liquidateur de Sequana.

Dans sa Lettre d'Offre Ferme, KPP s'est engagée à conclure :

- un contrat d'acquisition et de cession en vue de l'achat par KPP de l'intégralité des actions Antalis détenues par Bpifrance Participations (le « **Contrat d'Acquisition BPI** ») ; et

- une promesse d'achat ferme par KPP portant sur l'intégralité des actions Antalis détenues par Sequana (la « **Promesse d'Achat** »).

La conclusion de ces accords était conditionnée à la signature d'un accord de restructuration entre KPP, Antalis et les Etablissements Prêteurs portant sur le Contrat de Crédit Syndiqué d'Antalis (l'« **Accord de Restructuration** »).

1.2.3. Décisions du conseil d'administration d'Antalis sur le projet de rapprochement avec KPP et mise en place d'un Comité Ad Hoc composé d'une majorité d'administrateurs indépendants

Le 5 mars 2020, le conseil d'administration d'Antalis a constitué en son sein un comité ad hoc, composé d'une majorité d'administrateurs indépendants, en vue de sélectionner et de proposer au conseil d'administration conformément à l'article 261-1 I 1°, II et III du RGAMF, la désignation d'un expert financier indépendant (le « **Comité Ad Hoc** »). Le Comité Ad Hoc a été également chargé de superviser la mission de l'expert indépendant devant être désigné dans le cadre de l'Offre et du Retrait Obligatoire et de préparer l'avis motivé du conseil d'administration sur l'Offre et le Retrait Obligatoire. Les membres du Comité Ad Hoc, qui ont été nommés pour la durée nécessaire à l'accomplissement de la mission dudit comité[14], sont les suivants :

[14] Le 22 septembre 2020, dans le contexte du relèvement du prix du projet d'Offre par KPP, le conseil d'administration d'Antalis a décidé de prolonger la mission du Comité Ad Hoc, qui s'était achevée le 21 juillet 2020

- M^me^ Delphine Drouets, administrateur (indépendante), qui en assure la présidence ;

- M^me^ Clare Chatfield, administrateur (indépendante) ;

- M^me^ Christine Mondollot, administrateur (indépendante) ; et

- M^me^ Cécile Helme-Guizon, administrateur (non indépendante).

Le Comité Ad Hoc, après avoir eu la possibilité d'examiner les différentes propositions d'intervention de plusieurs cabinets d'experts indépendants, a proposé à l'unanimité, le 5 mars 2020, de retenir en cas de réception d'une Lettre d'Offre Ferme, le cabinet Finexsi, représenté par Messieurs Olivier Peronnet et Christophe Lambert, en qualité d'expert indépendant (l'« **Expert Indépendant** »).

Le 30 mars 2020, prenant acte de la réception de la Lettre d'Offre Ferme de KPP, le conseil d'administration d'Antalis, a décidé, à l'unanimité :

- d'accueillir favorablement le rapprochement envisagé avec KPP ;

- sur proposition du Comité Ad Hoc, de désigner comme Expert Indépendant, le cabinet Finexsi, représenté par Messieurs Olivier Peronnet et Christophe Lambert, conformément à l'article 261-1 I 1°, II et III du RGAMF, en vue d'attester du caractère équitable du prix de l'Offre initial de 0,73 euro et de son acceptabilité au regard du Retrait Obligatoire.

1.2.4. Conclusion des accords-cadres en vue d'un rapprochement avec KPP

Le 31 mars 2020, la Promesse d'Achat, le Contrat d'Acquisition BPI et l'Accord de Restructuration (ensemble les « **Accords-Cadres** »), formant un ensemble indissociable, ont été signés selon des termes et conditions qui peuvent être résumés comme suit :

- aux termes de la Promesse d'Achat conclue par KPP et Sequana, cette dernière étant représentée par le Liquidateur, KPP a octroyé à Sequana une option de vente portant sur les 53 395 148 actions Antalis détenues par Sequana, représentant 75,2% du capital d'Antalis, à un prix total ferme et définitif de 5 339 514,80 euros, soit un prix unitaire de 0,10 euro (l'« **Option de Vente** »). L'exercice de l'Option de Vente accordée au titre de la Promesse d'Achat était notamment conditionné à (i) l'obtention de l'avis du comité d'entreprise européen d'Antalis et (ii) à la délivrance d'une ordonnance judiciaire par le Juge-Commissaire autorisant la cession desdites actions à KPP ;

- aux termes du Contrat d'Acquisition BPI conclu entre KPP et Bpifrance Participations, KPP s'est engagée à acquérir et Bpifrance Participations s'est engagée à céder 6 064 946 actions Antalis, représentant 8,5% du capital d'Antalis, à un prix total ferme et définitif de 2 425 978,40 euros, soit un prix unitaire de 0,40 euro, sous condition du transfert effectif par Sequana à KPP de la totalité de ses actions Antalis ;

- l'Accord de Restructuration conclu entre KPP, Antalis et les Etablissements Prêteurs, a prévu le remboursement par Antalis de 100 millions d'euros du Contrat de Crédit Syndiqué au moyen d'un nouveau financement consenti par la banque japonaise Mizuho, ainsi que l'abandon par les Etablissements Prêteurs du montant restant. Cet abandon de créance est conditionné notamment à

---

lors de l'adoption d'un avis motivé par le conseil d'administration sur le projet d'offre publique d'achat simplifiée de KPP libellé initialement à 0,73 euro par action Antalis. La composition du Comité Ad Hoc est restée inchangée, à l'exception de M^me^ Cécile Helme-Guizon qui a démissionné le 21 juillet 2020. Le Comité Ad Hoc est désormais composé de trois membres, incluant l'ensemble des membres indépendants (au sens du Code Afep-Medef) du conseil d'administration :

- M^me^ Delphine Drouets, administrateur (indépendante), renouvelée dans ses fonctions de Président du Comité Ad Hoc ;
- M^me^ Clare Chatfield, administrateur (indépendante) ;
- M^me^ Christine Mondollot, administrateur (indépendante).

la réalisation préalable de la cession des Blocs à KPP dont il est un élément indétachable.

Ce transfert effectif des Blocs était également soumis à d'autres conditions suspensives usuelles. Le rapprochement d'Antalis avec KPP n'était pas soumis à l'approbation d'une autorité de la concurrence française, européenne ou étrangère en charge du contrôle des concentrations.

1.2.5. Annonce de la signature des Accords-Cadres et du projet d'Offre

Le 31 mars 2020, l'Initiateur et la Société ont diffusé des communiqués distincts annonçant la signature des Accords-Cadres. Dans son communiqué, Antalis a informé le marché de la désignation de l'Expert Indépendant.

A cette occasion, KPP a aussi annoncé son intention de déposer, sous réserve du transfert effectif des Blocs, son projet d'Offre au prix d'Offre initialement fixé à 0,73 euro par action Antalis suivie, si les conditions légales et réglementaires sont remplies, du Retrait Obligatoire. A la suite de cette annonce des caractéristiques du projet d'Offre que KPP envisageait de déposer, l'AMF a publié, le 31 mars 2020, un avis marquant le début de la période de préoffre conformément à l'article 223-34 du RGAMF[15].

En raison de la signature de la Promesse d'Achat, Sequana a effectué une déclaration à l'AMF[16], conformément à l'article L. 621-18-2 du code monétaire et financier relatif aux déclarations des opérations réalisées par les dirigeants et les personnes qui leurs sont étroitement liées.

Le 17 septembre 2020, KPP a annoncé le relèvement du prix de l'Offre, le portant à 0,90 euro par action.

1.2.6. Information-consultation des instances représentatives du personnel d'Antalis sur le rapprochement avec KPP et le projet d'Offre en découlant

Le 14 avril 2020, le comité d'entreprise européen d'Antalis a émis un avis favorable au projet de changement de contrôle d'Antalis devant intervenir dans le cadre du processus de rapprochement entre Antalis et KPP (le « **Changement de Contrôle** ») et sur le projet d'Offre annoncé le 31 mars 2020 qui en résulte.

1.2.7. Autorisations du Juge-Commissaire et levée des conditions préalables à la levée de l'Option de Vente

Le 3 décembre 2019, une première ordonnance avait été rendue par le Juge-Commissaire autorisant la cession par Sequana des actions Antalis qu'elle détenait conformément à l'article L. 642-20-1 du code de commerce, sous réserve de validation par le Juge-Commissaire de l'identité du cessionnaire et des termes et conditions de cette cession.

Consécutivement à la conclusion par KPP de la Promesse d'Achat, une seconde ordonnance a ainsi été rendue le 22 avril 2020 par le Juge-Commissaire autorisant la cession à KPP des actions Antalis détenues par Sequana et par la suite l'exercice de l'Option de Vente.

Par ailleurs, les 28 avril 2020 et 12 mai 2020, le Liquidateur a reçu d'Impala Security Solutions B.V. et de Bpifrance Participations leur renonciation individuelle à toute attribution judiciaire des actions Antalis nanties à leur profit (ensemble les « **Nantissements** »).

1.2.8. Exercice de l'Option de Vente par Sequana et signature des accords définitifs devant aboutir au Changement de Contrôle

Le 15 mai 2020, Sequana a notifié à KPP l'exercice de l'Option de Vente prévue par la Promesse d'Achat conclue le 31 mars 2020.

Consécutivement, Sequana et KPP ont finalisé la signature du contrat de cession et d'acquisition portant

[15] AMF D&I n°220C1160 du 31 mars 2020.
[16] AMF D&I n°2020DD677832 du 6 avril 2020

sur les actions Antalis détenues par Sequana, le 19 mai 2020 (le « **Contrat d'Acquisition Sequana** »). Dans le cadre du Contrat d'Acquisition Sequana, le transfert de propriété des actions Antalis détenues par Sequana était soumis à différentes conditions suspensives dont notamment l'absence de tout recours sur l'ordonnance du Juge-Commissaire en date du 22 avril 2020.

Concomitamment à la signature du Contrat d'Acquisition Sequana, Antalis et KPP ont signé une convention fixant, entre autres, les modalités du projet d'Offre devant être déposé auprès de l'AMF après le transfert effectif des actions Antalis à KPP (l'« **Accord Relatif à l'Offre** »), dont les principaux termes et conditions sont précisés au paragraphe 7 de la présente Note en Réponse[17].

1.2.9. Levée des conditions suspensives prévues par le Contrat d'Acquisition Sequana et Changement de Contrôle effectif

Compte tenu de la réalisation de l'ensemble des conditions suspensives prévue au Contrat d'Acquisition Sequana, la levée des Nantissements et le transfert effectif des 59 460 094 actions Antalis détenues par Sequana et Bpifrance Participations au bénéfice de KPP sont intervenus le 21 juillet 2020.

La cession des Blocs a conduit au Changement de Contrôle, le même jour. Par ailleurs, l'Accord de Restructuration, intrinsèquement lié au transfert des Blocs, est pleinement entré en vigueur, prévoyant le remboursement de 100 millions d'euros du Contrat de Crédit Syndiqué au moyen d'un nouveau financement consenti par la banque japonaise Mizuho et conduisant à l'abandon du montant restant du Contrat de Crédit Syndiqué.

En outre, du fait de la cession des Blocs, KPP a déclaré à Antalis et à l'AMF avoir franchi en hausse, le 21 juillet 2020, les seuils de 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 1/3, 50% et 2/3 du capital et des droits de vote d'Antalis et détenir 59 460 094 actions représentant autant de droits de vote, soit 83,75% du capital et 83,64% des droits de vote théoriques de la Société[18]. Aux termes du même courrier, KPP a déclaré ses intentions pour les six prochains mois conformément aux dispositions de l'article L. 233-7 VII du code de commerce et de l'article 223-17 du RGAMF. Ces déclarations ont fait l'objet d'un avis publié par l'AMF sur son site Internet[19].

1.2.10. Conclusion d'un accord de financement (*revolving facility agreement*) entre Antalis et Mizuho

Antalis bénéficiera de l'accord de financement (*revolving facility agreement*) liant Antalis et Mizuho d'un montant de 100 millions d'euros et désormais d'un prêt intra-groupe de KPP au montant de 80 millions d'euros, ainsi que de potentiels financements complémentaires auprès de banques japonaises, permettant à Antalis de poursuivre son développement stratégique en croissance interne et externe. Par ailleurs, Antalis maintiendra ses programmes d'affacturage existants.

1.3. Motifs de l'Offre

L'Offre s'inscrit dans le cadre du rapprochement avec KPP et du Changement de Contrôle en résultant.

Pour Antalis, le rapprochement avec KPP devrait permettre de créer un leader mondial de la distribution de Papiers, Emballage et Communication Visuelle sur quatre continents – Asie, Europe, Australie et Amérique Latine – avec une offre de produits et services renforcée pour ses clients et fournisseurs dans tous ses secteurs d'activité et géographies. Le nouveau Groupe ainsi formé devrait représenter un chiffre d'affaires annuel proforma d'environ 5,3 milliards d'euros, incluant 3,3 millions de tonnes de papier vendues. Antalis devrait bénéficier de nouveaux moyens pour renforcer ses positions sur ses différents marchés et assurer son développement. En outre, l'adossement à KPP permet également à la Société de disposer d'un actionnaire de long-terme. Ce rapprochement, qui plus est avec un acteur de la distribution, a permis de mettre fin au processus de recherche d'un nouvel actionnaire pour Antalis.

[17] Voir paragraphe 1.2.8 de la présente Note en Réponse.
[18] Sur une base non-diluée et sur la base des informations publiées par la Société sur son site Internet au 30 juin 2020 conformément à l'article 223-16 du RGAMF (y compris les 499 942 actions auto-détenues) et en prenant en compte la perte de droits de vote double dans le cadre de l'acquisition des Blocs.
[19] AMF D&I n°220C2598 du 22 juillet 2020.

2. Conclusion du rapport de l'Expert Indépendant

Conformément aux dispositions de l'article 261-1 I 1°, II et III du RGAMF, le conseil d'administration de la Société a, par décision du 5 mars 2020 sur proposition du Comité Ad Hoc[20], prise à l'unanimité de ses membres, désigné comme Expert Indépendant le cabinet Finexsi, représenté par Messieurs Olivier Peronnet et Christophe Lambert).

Le rapport du cabinet Finexsi est intégralement reproduit en Annexe 1 de la présente Note en Réponse.

3. Avis motivé du conseil d'administration de la Société

3.1. Composition du conseil d'administration de la Société et de ses comités spécialisés

3.1.1. Composition du conseil d'administration de la Société jusqu'à l'issue de sa délibération relative à l'avis motivé

Jusqu'à l'issue de la délibération ayant adopté l'avis motivé, le conseil d'administration de la Société était composé des huit membres suivants :

- M. Pascal Lebard, Président du conseil d'administration ;
- M. Hervé Poncin, Directeur général et administrateur ;
- M. Bruno Basuyaux, administrateur ;
- M^me^ Clare Chatfield, administrateur (indépendante) ;
- M^me^ Delphine Drouets, administrateur (indépendante) ;
- M^me^ Cécile Helme-Guizon, administrateur ;
- M^me^ Christine Mondollot, administrateur (indépendante) ; et
- M. Frédéric Richard, administrateur représentant les salariés.

Le conseil d'administration de la Société a émis, dans cette composition, son avis motivé sur le projet d'Offre lors de sa séance du 21 juillet 2020.

3.1.2. Modification de la composition du conseil d'administration à compter de sa délibération relative à l'avis motivé

Conformément aux termes de l'Accord Relatif à l'Offre, le conseil d'administration de la Société, lors de sa réunion du 21 juillet 2020, a décidé de modifier sa composition à l'issue de l'adoption de l'avis motivé reflétant le Changement de Contrôle, comme décrite ci-après :

- M. Pascal Lebard, président du conseil d'administration d'Antalis, M^me^ Cécile Helme-Guizon et M. Bruno Basuyaux ont démissionné de leurs mandats d'administrateurs ;
- M. Madoka Tanabe, M. Yasuyuki Sakata et M. Shojiro Adachi proposés par KPP, ont été cooptés par le conseil d'administration de la Société conformément à l'article L. 225-24 du code de commerce, la présidence du conseil d'administration étant confiée à M. Madoka Tanabe.

[20] Voir paragraphe 1.2.3 de la présente Note en Réponse.

Le conseil d'administration d'Antalis est ainsi composé, à la date de la présente Note en Réponse, des huit membres suivants :

- M. Madoka Tanabe, Président du conseil d'administration, nouvellement désigné ;
- M. Hervé Poncin, Directeur général et administrateur ;
- M^me^ Delphine Drouets, administrateur (indépendante) ;
- M^me^ Clare Chatfield, administrateur (indépendante) ;
- M^me^ Christine Mondollot , administrateur (indépendante) ;
- M. Yasuyuki Sakata, administrateur ;
- M. Shojiro Adachi, administrateur ; et
- M. Frédéric Richard, administrateur représentant les salariés.

Le conseil d'administration d'Antalis comporte trois administrateurs indépendants, sur un total de huit membres. Cette composition respecte strictement les recommandations du Code Afep-Medef auquel se réfère la Société lequel préconise la présence d'au moins un tiers d'indépendants (cas d'une société contrôlée) hors administrateur représentant les salariés. Par ailleurs, cette composition reflète la participation de KPP dans le capital et les droits de vote d'Antalis depuis le Changement de Contrôle.

3.1.3. Modification de la composition des comités spécialisés du conseil d'administration à compter de la délibération relative à l'avis motivé

Conformément aux termes de l'Accord Relatif à l'Offre et par décision du conseil d'administration du 21 juillet 2020, la composition des comités spécialisés du conseil d'administration a évolué de la manière suivante :

3.1.3.1. Comité d'audit

- M^me^ Delphine Drouets, administrateur (indépendante), Président du comité d'audit ; et
- M. Shojiro Adachi, administrateur.

3.1.3.2. Comité des nominations et des rémunérations

- M^me^ Christine Mondollot, administrateur (indépendante), Président du comité des nominations et des rémunérations ; et
- M^me^ Clare Chatfield, administrateur (indépendante).

Cette composition est conforme aux recommandations du Code Afep-Medef.

Il est précisé que le Comité Ad Hoc, mis en place le 5 mars 2020 pour les besoins de la désignation et du suivi des travaux de l'Expert Indépendant, a été dissout après l'accomplissement de sa mission matérialisé par l'adoption de l'avis motivé du conseil d'administration.

3.2. Avis motivé du conseil d'administration de la Société en date du 21 juillet 2020

Le conseil d'administration de la Société s'est réuni le 21 juillet 2020 sur l'ordre du jour portant notamment sur l'examen du projet d'Offre en vue de rendre un avis motivé conformément aux

dispositions de l'article 231-19 4° du RGAMF, après consultation du Comité Ad Hoc dont l'avis est également reproduit ci-dessous.

3.2.1. Proposition du Comité Ad Hoc du 21 juillet 2020

Les quatre membres du Comité Ad Hoc se sont réunis, le 21 juillet 2020 à l'initiative de leur Présidente, M^me^ Delphine Drouets, en vue d'examiner le projet d'Offre visant les actions Antalis et d'émettre une recommandation destinée au conseil d'administration devant se réunir le même jour à l'issue de la réunion du Comité Ad Hoc pour statuer, dans un avis motivé, sur le projet d'Offre.

Déroulement des réunions du Comité Ad Hoc :

En incluant la réunion du 21 juillet 2020, le Comité Ad Hoc s'est réuni neuf fois depuis sa mise en place abordant les thèmes suivants :

5 mars 2020 :

- Désignation d'un Président du Comité Ad Hoc
- Proposition d'un expert financier indépendant

6 mars 2020 :

- Présentation des parties prenantes
- Contexte de la mission / update sur le projet Amber
- Modus operandi et calendrier de la mission
- Prochaines étapes
- Requête d'informations Finexsi
- Lettre de mission Finexsi
- Meeting Finexsi / Management Amber à planifier
- Autre(s) point(s) potentiel(s)

20 mars 2020 :

- Retour du Comité Ad Hoc sur les derniers développements du projet Amber
- Point d'avancée de l'étude de l'Expert indépendant
- Prochaines étapes et organisation d'une nouvelle réunion avec le Comité Ad Hoc

26 mars 2020 :

- Point d'avancée de l'étude de l'Expert indépendant
- Retour sur Plan d'Affaires de la Société
- Prochaines étapes et organisation d'une nouvelle réunion avec le Comité Ad Hoc

3 avril 2020 :

- Compréhension de la structuration de l'offre de KPP
- Calendrier de l'Operation
- Courrier reçu de l'ASAMIS
- Prochaines étapes

14 mai 2020 :

- Avancement des travaux de Finexsi
- Contexte de l'opération KPP et de l'offre publique
- Prise de contrôle par KPP, restructuration de la dette et refinancement forment un tout indissociable
- Courrier de l'ASAMIS à l'attention de Finexsi
- Points d'attention sur la méthode DCF retenue à titre principal
- Calendrier envisageable des prochaines étapes

22 juin 2020 :

- Revue des résultats en l'état des travaux de Finexsi
- Interaction avec l'ASAMIS
- Interaction avec KPP concernant les synergies
- Rapport de la Banque Présentatrice
- Prochaines étapes

17 juillet 2020 :

- Présentation du rapport provisoire de l'Expert indépendant

21 juillet 2020 :

- Présentation du rapport définitif de l'Expert Indépendant et de la documentation relative à l'Offre
- Recommandation d'avis motivé sur l'Offre et le Retrait Obligatoire

Déroulement des travaux de l'Expert Indépendant :

- *Processus de sélection :*

Lors de sa première délibération, le 5 mars 2020, le Comité Ad Ho*c* s'est prononcé sur la sélection de l'Expert Indépendant. Le Comité Ad Ho*c* a examiné les propositions d'intervention reçues de deux experts financiers indépendants. Dans le cadre de l'article 261-1 I 1°, II et III du RGAMF, il a préconisé au conseil d'administration d'Antalis, de retenir le cabinet Finexsi en tant qu'Expert Indépendant. Le Comité Ad Ho*c* a notamment tenu compte de l'expérience et de la renommée de l'Expert Indépendant, ainsi que des moyens matériels et humains dédiés à sa mission, tels que rappelés dans le rapport de l'Expert Indépendant.

Cette désignation s'est inscrite initialement dans le cadre de l'article 261-1 I 1° et II du RGAMF (visant les cas d'offre publique d'achat éventuellement suivie d'un retrait obligatoire) et de l'article 261-2 du RGAMF (augmentation de capital avec une décote supérieure à la décote maximale autorisée, dans le cas où une telle opération alternative aurait dû être mise en œuvre). Il est précisé que la mission de Finexsi s'est finalement limitée au seul cadre de l'article 261-1 I 1° et II du RGAMF, c'est-à-dire à l'appréciation des conditions financières du projet d'Offre et, si les conditions permettent sa mise en œuvre, au Retrait Obligatoire.

Une réunion de lancement des travaux de l'Expert Indépendant s'est tenue le 6 mars 2020 à la suite de laquelle les documents et informations demandés à Antalis par l'Expert Indépendant ont commencé à lui être communiqués. La lettre de mission de Finexsi a été signée par le Directeur général d'Antalis le 23 mars 2020.

L'Expert Indépendant a notamment eu accès au plan d'affaires d'Antalis tel qu'établi par sa direction et approuvé par son conseil d'administration et représentant la meilleure estimation possible des prévisions de la société. Plus généralement, il a eu accès à l'ensemble des documents demandés et le

Comité Ad Hoc n'a pas relevé d'éléments de nature à remettre en cause le bon déroulement des travaux de l'Expert Indépendant.

- *Observations écrites d'actionnaires et réponses apportées en lien avec le rapport de l'Expert Indépendant :*

L'ASAMIS :

- a, dans des courriers adressés à l'Expert Indépendant les 14 et 23 avril, le 22 mai et le 10 juin 2020, fait connaître ses remarques sur le projet d'Offre ;

- s'est entretenue, le 8 juin 2020, avec l'Expert Indépendant.

L'ASAMIS considère ainsi que le Prix d'Offre de 0,73 euro n'est pas équitable. Le rapport de l'Expert Indépendant présente une synthèse de l'argumentaire de l'ASAMIS qui peut être résumé comme suit :

- le niveau du cours de bourse d'Antalis aurait été maintenu à un niveau artificiellement bas pour faciliter une prise de contrôle de la société ;

- les dépréciations d'actifs comptabilisées dans les comptes de la société pour l'exercice clos le 31 décembre 2019 auraient un caractère opportuniste ;

- l'abandon de créance consentis par les Etablissements Prêteurs n'aurait pas été pris en compte dans le Prix d'Offre ;

- en l'absence de prévisions communiquées au marché pour 2020 par la société, il serait impossible de procéder à une évaluation selon la méthode du DCF et il conviendrait, dès lors, de privilégier le recours à des méthodes analogiques (multiples de comparables boursiers et de transactions comparables) ;

- dans le cadre du rapprochement avec KPP, il existerait des synergies significatives, qui ne seraient pas prises en compte par le Prix d'Offre.

L'ASAMIS considère dans son courrier du 10 juin 2020 que, pour être équitable, le Prix d'Offre devrait se situer entre 1,36 euros et 2,42 euros par action.

Pour répondre à ces critiques et éclairer le Comité Ad Hoc, l'Expert Indépendant a procédé à une valorisation post-restructuration financière d'Antalis. La méthode de l'actualisation des flux de trésorerie (DCF), retenue à titre principal par l'Expert Indépendant a abouti à une valorisation post-restructuration financière d'Antalis comprise entre 0,42 euro et 0,66 euro (valeur centrale 0,54 euro dans un scenario pessimiste et entre 0,51 euro et 1,03 euro (valeur centrale 0,77 euro) dans un scenario optimiste. Pré-restructuration, la valorisation s'établit entre -2,53 euros et -2,16 euros par action avec une valeur centrale de -2,34 euros par action. L'Expert Indépendant a également simulé l'incidence qu'aurait eu une opération alternative réalisée par la voie d'une augmentation de capital réservée à KPP sur la base de différentes valeurs post-restructuration financière d'Antalis. Dans tous les scénarios alternatifs testés, le Prix d'Offre de 0,73 euro est resté supérieur ou égal aux valeurs extériorisées par cette simulation, comprises entre 0,25 euro et 0,69 euro par action.

Ces critiques, qui ont été transmises au Comité Ad Hoc, ont été discutées au cours de ses séances en présence de l'Expert Indépendant. Elles ont été également traitées dans le rapport de l'Expert Indépendant.

Par ailleurs, le Comité Ad Hoc rappelle que l'opération avec KPP est intervenue dans un contexte de difficultés financières pour Antalis et qu'à cet égard, les commissaires aux comptes avaient fait une observation sur la continuité d'exploitation dans leur rapport tout en indiquant que celle-ci est assurée par l'opération de prise de contrôle et de restructuration conduite par KPP (page 140 du Rapport Financier Annuel 2019).

Enfin, il est rappelé que, faisant usage de la faculté qui lui est offerte par l'article L. 225-108 du code de commerce, l'ASAMIS a adressé le 12 juin 2020 à M. Pascal Lebard en sa qualité de Président du conseil d'administration, des questions écrites en lien avec l'Offre. Le conseil d'administration de la société s'est réuni le 29 juin 2020 afin de se prononcer sur les réponses à donner à ces questions. Conformément à l'article L. 225-108 alinéa 4 du code de commerce, ces questions-réponses figurent sur le site Internet de la société.

Recommandation du Comité Ad Hoc :

« *Le Comité Ad Hoc a décidé de recommander unanimement au conseil d'administration de considérer que l'Offre est conforme aux intérêts de la société, de ses salariés et de ses actionnaires.* »

3.2.2. Avis motivé du conseil d'administration du 21 juillet 2020

*« Conformément aux dispositions de l'article 231-19, 4° du RGAMF, le conseil d'administration de la société composé de l'ensemble de ses huit membres (présents ou participant par des moyens de télécommunications), a examiné le projet d'offre initiée par KPP (l'« **Offre** ») et de Retrait Obligatoire visant les actions Antalis, en vue de rendre un avis motivé sur ces opérations.*

Les administrateurs ont préalablement pris connaissance des différents documents qui leur ont été remis et présentés oralement, dont notamment :

- *l'avis favorable rendu le 14 avril 2020 par le comité d'entreprise européen d'Antalis dans le cadre du processus de rapprochement entre Antalis et KPP et du projet d'Offre annoncé le 31 mars 2020 ;*

- *le rapport remis le 20 juillet 2020 par le cabinet Finexsi, représenté par Messieurs Olivier Peronnet et Christophe Lambert, désigné sur le fondement de l'article 261-1 I et II du RGAMF en qualité d'Expert Indépendant dans le cadre de l'Offre et du Retrait Obligatoire ;*

- *le Projet de Note d'Information de l'Initiateur incluant les motifs et le contexte de l'Offre, les intentions de KPP pour les douze prochains mois, les éléments d'appréciation du prix de l'Offre établis par Oddo BHF en sa qualité de banque présentatrice, ainsi que le résumé des différents accords liés à l'Offre ;*

- *un Projet de Note en Réponse, soumis au présent conseil d'administration en vue de sa finalisation et de son dépôt auprès de l'AMF, incluant le rapport de l'Expert Indépendant ;*

- *les différents accords conclus par KPP et par Antalis dans le cadre de leur rapprochement, en ce compris la Promesse d'Achat, le Contrat d'Acquisition Sequana, le Contrat d'Acquisition BPI, l'Accord de Restructuration conclu avec les Etablissements Prêteurs, l'Accord Relatif à l'Offre, ainsi que l'accord de financement (revolving facility agreement) liant Antalis et Mizuho d'un montant de 100 millions d'euros et le prêt intragroupe avec KPP au montant de 80 millions d'euros ;*

- *le compte-rendu du Comité Ad Hoc en date du 21 juillet 2020 recommandant unanimement au conseil d'administration de considérer que l'Offre est conforme aux intérêts de la société, de ses salariés et de ses actionnaires.*

Le Comité Ad Hoc a également entendu la présentation par l'Expert Indépendant de ses diligences et des conclusions de son rapport.

Le conseil d'administration s'est vu rappelé que :

- *la proposition d'acquisition soumise par KPP a été sélectionnée à l'issue d'un processus ouvert et concurrentiel. Ce processus, mené par la banque d'affaires Goldman Sachs, a été placé d'emblée sous le contrôle des organes chargés par le tribunal de commerce de Nanterre de superviser la*

liquidation judiciaire de Sequana et notamment la cession de ses actifs conformément notamment aux dispositions des articles L. 642-19 à L. 642-20-1 du code de commerce ;

- *au cours de ce processus, qui s'est déroulé sur plus d'un an, plus de 80 acquéreurs potentiels (fonds d'investissement, industriels et fonds de retournement) ont été contactés par Goldman Sachs, avec pour objectif, dès l'origine, d'aboutir à une solution in bonis, c'est-à-dire attribuant une valeur aux actions de la société et permettant un remboursement au pair du crédit syndiqué d'Antalis à ses prêteurs ;*

- *quatre offres indicatives non-engageantes ont été reçues au cours de l'été 2019, parmi lesquelles trois n'accordaient aucune valeur au capital de la société et/ou impliquaient un abandon de créances significatif de la part des Etablissements Prêteurs parties au contrat de crédit syndiqué d'Antalis ou consistaient en un échange d'actifs ne permettant pas à la société de se doter d'un nouvel actionnaire de référence. Ces offres n'ont donc pas été retenues. L'offre indicative de KPP reçue le 20 août 2019 répondant aux attentes, il fut décidé d'engager avec KPP des discussions bilatérales avancées ;*

- *les discussions avec KPP n'ayant pas permis d'aboutir dans un premier temps à la réception d'une offre ferme entièrement financée et inconditionnelle prévoyant un remboursement au pair du crédit syndiqué d'Antalis à ses prêteurs, la décision fut prise d'impliquer les Etablissements Prêteurs susmentionnés dans le processus afin d'évaluer l'intérêt potentiel d'investisseurs pour une opération impliquant, désormais, un abandon de créances ;*

- *des discussions ont été ensuite réengagées avec KPP et avec 17 autres investisseurs potentiels, parmi lesquels 10 avaient été précédemment contactés dans le cadre du processus, et ont abouti à la réception d'une unique Lettre d'Offre Ferme remise le 30 mars 2020 par KPP à Antalis et transmise au Liquidateur de Sequana ;*

- *dès le 5 mars 2020, le Comité Ad Hoc a décidé d'examiner les propositions d'intervention reçues de deux experts financiers indépendants. Conformément à l'article 261-1 I, II et III du RGAMF, il a préconisé de retenir le cabinet Finexsi en tant qu'Expert Indépendant. Suivant les recommandations du Comité Ad Hoc, le conseil d'administration qui s'est tenu le 5 mars 2020 a désigné, à l'unanimité des administrateurs présents et représentés, le cabinet Finexsi en tant qu'Expert Indépendant ;*

- *le conseil d'administration d'Antalis qui s'est réuni le 30 mars 2020, a décidé d'accueillir favorablement le rapprochement envisagé avec KPP au motif que celui-ci s'inscrivait dans le processus de recherche d'une nouvelle structure actionnariale lancé antérieurement par Antalis et destinée à conforter la mise en œuvre de son plan stratégique ;*

- *le 14 avril 2020, le comité d'entreprise européen d'Antalis a émis un avis favorable au projet de rapprochement avec KPP ainsi que sur le projet d'Offre annoncé le 31 mars 2020 ;*

- *les travaux de l'Expert Indépendant ont été menés depuis fin mars 2020 sous la supervision du Comité Ad Hoc, conformément aux recommandations de l'AMF. Le Comité Ad Hoc s'est réuni à neuf reprises (la liste de l'ensemble des séances du Comité Ad Hoc, ainsi que leurs ordres du jour figurent en annexe au présent procès-verbal) jusqu'à l'adoption de sa recommandation et s'est assuré que l'Expert Indépendant avait reçu l'ensemble des informations utiles à l'exécution de cette mission. Notamment, l'Expert Indépendant a été destinataire du plan d'affaires d'Antalis tel qu'établi par sa direction et approuvé par le conseil d'administration. Le conseil d'administration confirme que ce plan d'affaires représente la meilleure estimation possible des prévisions de la société et qu'il n'existe pas d'autres données prévisionnelles pertinentes ;*

- *le Comité Ad Hoc a recommandé, le 21 juillet 2020, d'accueillir favorablement le projet d'Offre.*

Sur ces bases, le conseil d'administration a constaté que :

- *comme indiqué dans le communiqué du 31 mars 2020, le rachat d'Antalis par KPP devrait permettre de créer un leader mondial de la distribution de Papiers, Emballage et Communication Visuelle sur quatre continents - Asie, Europe, Australie et Amérique Latine - avec une offre de produits et services renforcée pour ses clients et fournisseurs dans tous ses secteurs d'activité et géographiques. Le nouveau groupe ainsi formé devrait représenter un chiffre d'affaires pro forma annuel d'environ 5,3 milliards d'euros, incluant 3,3 millions de tonnes de papier vendues ;*

- *l'Offre constitue l'aboutissement d'un processus ouvert et compétitif de reprise d'Antalis dans un contexte difficile de contraction continue du marché du papier en Europe et répondant à la situation de son actionnaire de référence, Sequana, mis en liquidation. La cession des actions Antalis détenues par Sequana a été placée sous le contrôle des organes chargés par le tribunal de commerce de Nanterre de superviser la liquidation judiciaire de Sequana ;*

- *l'Offre fait suite à l'acquisition par l'Initiateur de la pleine propriété de 59 460 094 actions auprès des sociétés Sequana et Bpifrance Participations, correspondant au total à 83,75% du capital et 83,64% des droits de vote théoriques de la société. L'Offre s'inscrit donc dans le cadre de l'article 234-2 du RGAMF et a un caractère obligatoire. Elle n'est soumise à aucune condition suspensive et elle sera réalisée selon la procédure simplifiée prévue à l'article 233-1 et suivants du RGAMF dès obtention d'une décision de conformité de l'AMF sur l'Offre ;*

- *l'Offre est indissociable de l'accord de restructuration financière prévoyant le remboursement de 100 millions d'euros du crédit syndiqué au moyen d'un nouveau financement consenti par la banque japonaise Mizuho, du prêt intra-groupe de KPP d'un montant de 80 millions d'euros et de l'abandon de créances accordé par les Etablissements Prêteurs du montant restant du crédit syndiqué. L'abandon de créance accordé par les Etablissements Prêteurs était notamment conditionné à la réalisation préalable de la cession des actions Antalis détenues par Sequana et Bpifrance Participations à KPP ;*

- *l'Offre est libellée au prix de 0,73 euro par action Antalis et KPP a l'intention de mettre en œuvre, dès la clôture de l'Offre ou dans un délai de trois mois à l'issue de celle-ci, une procédure de Retrait Obligatoire au même prix, conformément aux dispositions des articles 237-14 et suivants du RGAMF ;*

- *le rapport de l'Expert Indépendant a répondu aux points soulevés par l'ASAMIS ;*

- *le Comité Ad Hoc a constaté sur la base des travaux de valorisation :*

    - *que l'Offre permet aux actionnaires d'Antalis de céder leurs actions dans des conditions plus favorables que celles offertes à Sequana et Bpifrance Participations pour la cession des Blocs, extériorisant une prime très significative de 630% et de 82,5% (transactions récentes intervenues sur le capital retenues à titre principal par l'Expert Indépendant) ;*

    - *que la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie (DCF), fait ressortir une prime pour les actionnaires minoritaires d'Antalis, qui est comprise, selon Oddo BHF, entre 10,2% à 73,6% (valeur centrale 35,6%) après restructuration. Selon l'Expert Indépendant, cette autre méthode, retenue également à titre principal, fait ressortir une valorisation, après restructuration, comprise entre 0,42 euro et 0,66 euro (valeur centrale 0,54 euro dans un scenario pessimiste et entre 0,51 euro et 1,03 euro (valeur centrale 0,77 euro) dans un scenario optimiste. Avant restructuration, cette méthode fait ressortir des valeurs systématiquement négatives pour Oddo BHF comme pour l'Expert Indépendant ;*

    - *l'existence d'une prime (comprise entre 1,0% et 88,1%) par rapport au cours de clôture de l'action Antalis au 30 mars 2020, c'est-à-dire la veille de l'annonce du projet d'Offre, ainsi que par rapport au cours moyen pondéré par les volumes (CMP) déterminé sur les 20, 60, 120 et 250 jours ayant précédé ladite annonce ;*

- *l'Offre n'a pas d'incidence particulière sur la politique de la société en matière d'emploi.*

- *le Prix d'Offre de 0,73 euro est aussi conforté par l'évolution du cours de bourse de l'action Antalis dans la période précédant l'annonce du projet d'Offre, le 31 mars 2020, qui fait ressortir une prime de :*

  - *88,1% par rapport au cours de clôture du 30 mars 2020 ;*

  - *1,0% à 73,2% par rapport au cours moyen pondéré par les volumes (CMP) calculé sur les 20, 60, 120 et 250 jours qui précédent l'annonce du projet d'Offre.*

- *le rapport de l'Expert Indépendant conclut en ces termes sur le caractère équitable du Prix d'Offre et sur les conditions d'indemnisation du Retrait Obligatoire :*

  "L'Opération initiée par KPP est la seule offre ferme reçue à l'issue d'un processus de recherche d'une nouvelle structure actionnariale initié en 2019 ayant consisté à contacter de nombreux acquéreurs ou investisseurs financiers et stratégiques.

  La présente Offre intervient dans un contexte de restructuration financière d'Antalis rendue nécessaire pour assurer sa continuité d'exploitation. Rappelons que les ratios des lignes de crédit syndiqué testés au 31 décembre 2019 n'ont pas été respectés. Aux termes de l'accord conclu avec les parties au contrat de crédit syndiqué, ces derniers ont cependant renoncé à exercer leurs droits au titre de tout cas de défaut, potentiel ou avéré, jusqu'à la finalisation de la transaction avec KPP.

  Aussi, le prix d'Offre de 0,73€ par action Antalis doit être apprécié sur une base standalone, c'est-à-dire avant la prise de contrôle par KPP et la mise en œuvre de la restructuration dans la mesure où ces deux opérations s'analysent comme un tout indissociable. En effet, l'abandon de créances et le refinancement d'une partie de la dette existante d'Antalis sont notamment subordonnés à la réalisation de l'acquisition par KPP des actions Antalis détenues par Sequana et Bpifrance Participations, ce qui implique qu'en l'absence de prise de contrôle par KPP l'abandon de créances ne serait pas acquis pour la Société.

  On relève que le prix d'Offre de 0,73€ par action proposé aux actionnaires minoritaires est supérieur au prix de rachat des blocs de Sequana, l'actionnaire de contrôle et de Bpifrance Participations. Il extériorise respectivement une prime de 630% et 82,5% sur le prix de rachat de ces deux blocs, état précisé que les termes et modalités de ces opérations de rachats de bloc ne prévoient aucune clause d'ajustement ou de complément de prix.

  De même, nos travaux d'évaluation à partir de la méthode DCF, qui est à notre avis la méthode la plus pertinente pour intégrer le contexte et son retour à une situation normale du marché dans lequel évolue la Société, fait ressortir une fourchette de valeurs négatives compte tenu du poids de la dette avant restructuration, alors même qu'elles reposent sur la base d'un plan d'affaires volontariste du fait qu'il n'intègre pas l'éventuel impact de la crise du Covid-19 pour la période au-delà de l'exercice 2020. Sur cette même base, en tenant compte des effets de la restructuration financière et des synergies financières offertes par le refinancement d'une partie de sa dette à des conditions plus favorables, la valeur centrale de la méthode DCF ressort à 0,77€ par action, ce qui implique que le prix d'Offre de 0,73€ correspond donc à 95% de cette valeur post restructuration, sans aléa majeur dans la réalisation du plan d'affaires jusqu'au retour à une situation normale.

  La méthode des comparables boursiers nous semble difficile à mettre en œuvre compte tenu des spécificités et de la diversification des activités d'Antalis, rendant complexe l'élaboration d'un échantillon de sociétés qui lui soient pleinement comparables.

Compte tenu de la faiblesse du flottant, et des volumes d'échange particulièrement limités en découlant, la référence au cours de bourse nous semble peu pertinente. Selon ce critère considéré à titre secondaire, le prix d'Offre fait ressortir une prime de 88,1% sur le dernier cours précédant l'annonce de l'Offre et une prime de 37,1% par rapport au cours moyen pondéré 60 jours. Le cours de bourse a évolué dans une fourchette de 0,69€ à 0,928€ (cours de clôture) entre le 31 mars 2020, date de l'annonce de l'Offre de KPP et le 20 juillet 2020, mais dans des volumes d'échange limités.

En conséquence, nous sommes d'avis que le prix d'Offre de 0,73€ par action est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires d'Antalis.

Nous sommes d'avis que ce prix d'Offre de 0,73€ par action est équitable d'un point de vue financier dans l'hypothèse où la procédure de Retrait Obligatoire serait mise en œuvre à l'issue de la présente Offre."

En conséquence et après en avoir délibéré, le conseil d'administration, à l'unanimité de ses membres :

- *décide de reprendre à son compte les travaux et recommandations du Comité Ad Hoc et de donner son avis favorable au projet d'Offre et de Retrait Obligatoire tels qu'ils lui ont été présentés ;*

- *considère que le projet d'Offre, avec un prix de 0,73 euro est conforme, sans restriction, ni réserve, aux intérêts de la société, de ses actionnaires et de ses salariés ;*

- *recommande aux actionnaires d'Antalis d'apporter leurs actions Antalis à l'Offre ;*

- *précise que, conformément aux termes de l'article 5 de la décision AMF n°2018-01 du 2 juillet 2018, le contrat de liquidité conclu entre Antalis et Oddo BHF a été suspendu à compter du 31 mars 2020 en raison de l'annonce du projet d'Offre. Les 499 942 actions Antalis figurant au bilan du contrat de liquidité seront donc conservées par Oddo BHF, pour le compte d'Antalis, jusqu'à la clôture de l'Offre ;*

- *constate que les administrateurs ont l'intention d'apporter la totalité de leurs actions Antalis qu'ils détiennent à l'Offre, à l'exception des 300 actions qu'ils sont tenus de détenir conformément à l'article 13 des statuts de la société. Par conséquent, M. Hervé Poncin, administrateur et Directeur général, ainsi que Mmes Clare Chatfield, Christine Mondollot et Delphine Drouets, ont fait part de leur intention de ne pas apporter à l'Offre la fraction des actions de la société qu'ils détiennent n'excédant pas 300 actions, dans la mesure où cette détention est exigée statutairement pour pouvoir exercer les fonctions d'administrateur (détention minimale imposée par les statuts d'Antalis aux administrateurs de la société pendant la durée de leur mandat). Pour les actions dépassant ce seuil, M. Hervé Poncin et Mme Clare Chatfield ont indiqué avoir l'intention de les présenter intégralement à l'Offre ;*

- *constate que l'émission du présent avis met fin à la mission du Comité Ad Hoc. »*

3.3. Réunions du Comité Ad Hoc et du conseil d'administration du 23 septembre 2020 après relèvement du prix de l'Offre

3.3.1. Proposition du Comité Ad Hoc du 23 septembre 2020

Point sur le projet d'Offre :

Il est rappelé que le 22 septembre 2020, le conseil d'administration d'Antalis a décidé de prolonger la mission du Comité Ad Hoc, qui s'était achevée le 21 juillet 2020 lors de l'adoption d'un avis motivé par le conseil d'administration sur le projet d'offre publique d'achat simplifiée de KPP libellé initialement à 0,73€ par action Antalis.

La composition du Comité Ad Hoc reste inchangée, à l'exception de Mme Cécile Helme-Guizon qui a démissionné le 21 juillet 2020. Le Comité Ad Hoc est désormais composé de trois membres, incluant l'ensemble des membres indépendants (au sens du Code Afep-Medef) du conseil d'administration :

- M[me] Delphine Drouets, administrateur (indépendante), renouvelée dans ses fonctions de Président du Comité Ad Hoc, le 22 septembre 2020, lors d'une séance précédente du Comité Ad Hoc portant sur le choix de sa présidence ;

- M[me] Clare Chatfield, administrateur (indépendante) ;

- M[me] Christine Mondollot, administrateur (indépendante).

Le Comité Ad Hoc a été réuni le 23 septembre 2020 pour :

- débattre des réponses de l'Expert Indépendant aux critiques de l'ASAMIS du 29 juillet 2020 contestant le caractère équitable de l'Offre et sur la publication des résultats du premier semestre 2020 d'Antalis ;

- analyser la synthèse des travaux d'évaluation de l'Expert Indépendant à la suite du relèvement par KPP du prix de l'Offre à 0,90€ par action ;

- préparer la décision du conseil d'administration sur le projet d'Offre désormais libellé à 0,90€ par action.

Il est rappelé que l'ASAMIS a fait part de ses critiques sur le caractère inéquitable du projet d'Offre, libelée à cette date au prix de 0,73€ par action, dans un courrier du 29 juillet 2020 transmis notamment à l'Expert Indépendant. Par ailleurs, l'ASAMIS a saisi l'AMF d'un prétendu manquement à la réglementation boursière dans le cadre de l'Offre (concernant en particulier le communiqué d'Antalis du 31 mars 2020 prenant acte de l'Offre et dont la teneur constiturait, selon l'ASAMIS, un avis favorable sur l'Offre). La Société a répondu le 31 août 2020 à l'AMF sur ce point.

Le 16 septembre 2020, KPP a décidé de relever le prix d'Offre et de le fixer à 0,90 € par action (le « Prix d'Offre Relevé »).

Depuis l'annonce de ce relèvement, l'Expert Indépendant a été chargé de compléter son rapport d'un addendum à l'attestation d'équité.

Entre temps, le Comité Ad Hoc a eu connaissance de la diffusion, le 21 septembre 2020, d'un message de l'ASAMIS sur son site internet contestant à nouveau le caractère équitable du projet d'Offre malgré l'annonce du Prix d'Offre Relevé.

Un projet d'Offre modifié, déposé à l'AMF par KPP, a été transmis à Antalis et aux membres du Comité Ad Hoc.

L'Expert Indépendant, invité à la séance du Comité Ad Hoc, a présenté ses travaux.

Recommandation du Comité Ad Hoc sur le projet d'Offre de KPP au 23 septembre 2020 après relèvement du prix de l'Offre :

« Le Comité Ad Hoc, après avoir pris connaissance de l'addendum à l'attestation d'équité, a constaté notamment que :

- *l'analyse du courrier de l'ASAMIS adressé à l'AMF le 29 juillet 2020 par l'Expert Indépendant répond à la critique relative à l'approche standalone et au traitement de l'abandon de créance. L'Expert Indépendant conclut que « la valeur de l'abandon de créance n'appartient donc pas aux actionnaires historiques d'ANTALIS mais à KPP » ;*

- *s'agissant de la référence aux transactions récentes intervenues sur le capital d'Antalis, l'abandon de créance selon l'Expert Indépendant ne peut pas être « ajouté » à ces prix de transaction de façon artificielle comme le souhaite l'ASAMIS. L'Expert Indépendant indique que le prix de cession des blocs cédés par Sequana et Bpifrance Participations correspond aux termes complets de leur désengagement de la Société ;*

- *l'ASAMIS considère que la référence au cours de bourse d'Antalis avant l'annonce de l'opération devrait tenir compte du montant de l'abandon de créances. L'Expert Indépendant estime que si le cours de l'action est peu liquide, il intégrait bien l'hypothèse d'une restructuration et par conséquent constitue une référence pour apprécier le prix du projet d'Offre ;*

- *selon l'Expert Indépendant, les objectifs de cours des analystes ne doivent pas tenir compte de l'abandon de créances, réfutant sur ce point la position de l'ASAMIS. L'Expert Indépendant souligne également que les objectifs de cours se réfèrent à des périodes anciennes, peu pertinentes dans le contexte de l'Offre et de la situation dans laquelle se trouve actuellement la Société, notamment suite à la crise du Covid-19 ;*

- *l'Expert Indépendant a répondu à toutes les critiques de l'ASAMIS visant la méthode des comparables boursiers sur le terrain du choix du plan d'affaires, du retraitement des impacts liés à la norme comptable IFRS 16 et du caractère non-pertinent du ratio de « capitalisation boursière / fonds propres » ;*

- *les critiques de l'ASAMIS visant la méthode du DCF ont été analysées par l'Expert Indépendant qui a confirmé que cette méthode était pertinente, car permettant de modéliser un rythme de sortie de crise et de retour à une situation normale dans un sens d'ailleurs jugé par l'Expert Indépendant comme très favorable à la valeur et donc à l'actionnaire. Pour les travaux de l'Expert Indépendant, le CMPC s'établirait à 8,2% en utilisant une prime de taille réduite à 2,1% et la valeur centrale issue du DCF après pris en compte de l'abandon de créance s'établit à 0,77€ par action. L'Expert Indépendant a constaté que les comptes semestriels au 30 juin 2020 ont confirmé par ailleurs les prévisions retenues dans le cadre de ses travaux initiaux au titre de l'exercice 2020 ;*

- *sur l'absence de synergies, l'Expert Indépendant a rappelé qu'aucune synergie de coût ou de revenu significative n'était attendue dans le cadre de la présente opération ;*

- *si le cours de bourse s'est situé 83 jours de bourse consécutifs au-dessus du prix initial de l'Offre (0,73 €), l'Expert Indépendant a noté que le cours de bourse a clôturé seulement à deux reprises à un prix supérieur au Prix d'Offre Relevé de 0,90€ (les 20 et 21 juillet 2020). L'Expert Indépendant a précisé sur ce point que les volumes d'échanges étaient limités en nombre et ne semblent donc pas représentatifs.*

Le Comité Ad Hoc relève, au final, que :

- *selon l'Expert Indépendant, ses analyses complémentaires n'ont pas remis en cause ses travaux d'évaluation, ni sa conclusion sur le caractère équitable du prix d'Offre figurant dans son attestation d'équité initiale du 21 juillet 2020, seuls les pourcentages de primes et de décotes résultant du Prix d'Offre Relevé à 0,90€ par action étant modifiés ;*

- *le Prix d'Offre Relevé est supérieur à toutes les références et méthodes d'évaluation retenues dans le cadre des travaux d'expertise indépendante (à l'exception du CMPV 24 mois, étant précisé que la référence au cours de bourse semble peu pertinente selon l'Expert Indépendant) ;*

- *pour l'addendum remis par l'Expert Indépendant, après restructuration financière, la valorisation de l'action Antalis est comprise entre 0,51€ et 1,03€ avec une valeur centrale de 0,77€ ;*

- *le Prix d'Offre Relevé extérioriserait une prime de +77,0% par rapport à la borne basse et une décote de -13% par rapport à la borne haute et de +17% par rapport à la valeur centrale.*

L'Expert Indépendant conclut son addendum en ces termes :

"En conclusion, les compléments et développements exposés supra ne modifient pas notre opinion quant au caractère équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires d'Antalis du prix d'Offre relevé de 0,90€."

Après une discussion avec l'Expert Indépendant et parmi ses membres, le Comité Ad Hoc observe que :

- *le relèvement du prix de l'Offre a été décidé à l'initiative de KPP ;*

- *le Prix d'Offre Relevé conforte les recommandations initiales du Comité Ad Hoc, adoptées le 21 juillet 2020 ;*

- *le relèvement du prix de l'Offre de 0,73 € à 0,90 €, de plus de 23,3%, est significatif.*

Le Comité Ad Hoc a décidé ainsi de recommander unanimement au conseil d'administration de considérer que le Prix d'Offre Relevé est plus favorable aux actionnaires minoritaires actuels d'Antalis et propose par conséquent au conseil d'administration de réitérer son avis motivé en considérant que ce relèvement du prix de l'Offre est conforme aux intérêts de la société, de ses salariés et de ses actionnaires. »

3.3.2. Réunion du conseil d'administration du 23 septembre 2020 sur les conséquences du Prix d'Offre Relevé

Point sur le projet d'offre publique d'achat simplifiée :

« *Depuis ses courriers adressés au cabinet Finexsi, agissant en qualité d'expert indépendant et représenté par Messieurs Olivier Peronnet et Christophe Lambert (l' « **Expert Indépendant** »), les 14 et 23 avril 2020, le 22 mai et le 10 juin 2020, son entretien avec celui-ci le 8 juin 2020, l'ASAMIS a fait à nouveau part de ses critiques sur le caractère inéquitable, selon elle, de l'Offre. Ainsi :*

- *le 29 juillet 2020, l'ASAMIS a saisi l'AMF d'un prétendu manquement à la réglementation boursière dans le cadre de l'Offre (concernant en particulier le communiqué d'Antalis du 31 mars 2020 prenant acte de l'Offre et dont la teneur constiturait, selon l'ASAMIS, un avis favorable sur l'Offre). L'ASAMIS a présenté une conte-expertise contestant le rapport de l'Expert Indépendant et l'attestaton d'équité du prix de l'Offre qui devrait, selon elle, se situer à un niveau compris dans une fourchette de 1,33 € à 1,53 € par action Antalis. L'ASAMIS a publié deux autres courriers adressés à l'AMF sur son site internet, le 30 août 2020 et le 7 septembre 2020, demandant à l'AMF de s'opposer à l'Offre en refusant d'apposer son visa sur l'Offre, libelée alors à 0,73€, telle que présentée dans le projet d'Offre. demandant en substance à l'AMF ;*

- *la Société a répondu le 31 août 2020 à l'AMF sur les critiques de l'ASAMIS relatives à l'annonce du projet d'Offre et le déroulement de la mission de l'Expert Indépendant, en rappelant que ce dernier était intervenu aux termes d'un processus de sélection mené par le conseil d'administration sur proposition de son comité ad hoc et que cette désignation a été décidée à l'unanimité des membres de ces deux organes. Le choix de Finexsi, qui n'est d'ailleurs pas contesté par l'ASAMIS, a été dicté par la réputation, la compétence et les moyens de ce cabinet. L'avis motivé du conseil d'administration, a été rendu postérieurement à la remise du rapport de l'Expert Indépendant, dans les conditions prévues à l'article 231-19 du RGAMF ;*

- *le 21 septembre 2020, l'ASAMIS a publié un communiqué en réaction au Prix d'Offre Relevé : le conseil d'administration a pris note de ce document, qui ne modifie en rien les conclusions de l'Expert Indépendant.*

*Le 16 septembre 2020, KPP a décidé de relever le prix d'Offre et de le fixer à 0,90 euro par action (contre 0,73 euro auparavant) (le « **Prix d'Offre Relevé** »).*

Dans ce contexte, le conseil d'administration de la société s'est réuni immédiatement afin de prendre acte de la décision de KPP de relever le prix proposé pour l'acquisition des actions Antalis. Lors de cette même réunion du conseil d'administration d'Antalis, il a été décidé que celui-ci se réunirait en vue d'examiner les conséquences de relèvement du prix de l'Offre sur son avis motivé et sa recommandation en date du 21 juillet 2020 relatifs à l'Offre après la remise d'un rapport complété de l'Expert Indépendant. La cotation de l'action Antalis a été suspendue par Euronext depuis le 17 septembre 2020, avant l'ouverture des négociations et jusqu'à nouvel ordre.

M^me^ Delphine Drouets présente les recommandations du Comité Ad Hoc sur le Prix d'Offre Relevé.

Le représentant des salariés au conseil d'administration souligne l'importance et l'intérêt de l'Offre pour les salariés d'Antalis. »

Conséquence du relevément du prix d'Offre sur l'avis motivé du conseil d'administration d'Antalis du 21 juillet 2020 :

« *Le Conseil d'administration d'Antalis s'est réuni ce jour en vue d'examiner les conséquences du Prix d'Offre Relevé sur l'avis motivé du Conseil d'administration d'Antalis en date du 21 juillet 2020. L'Expert Indépendant a complété son précédent rapport par un rapport modifié (l' « **Addendum** »), dont les administrateurs ont pu prendre connaissance.*

Le 22 septembre 2020, il a été décidé de reconduire le Comité Ad Hoc, chargé de la revue des travaux de Finexsi sur le Prix d'Offre Relevé. Sa composition est inchangée, à l'exception de Mme Cécile Helme-Guizon, qui a démissionné le 21 juillet 2020. Le Comité Ad Hoc est désormais composé de trois membres incluant l'ensemble des membres indépendants (au sens du Code Afep-Medef) du conseil d'administration :

- *M^me^ Delphine Drouets, administrateur (indépendante), qui en assure la présidence par décision unanime des membres dudit comité ;*

- *M^me^ Clare Chatfield, administrateur (indépendante) ;*

- *M^me^ Christine Mondollot, administrateur (indépendante).*

Le 23 septembre (à 8h), après avoir pris connaissance de l'Addendum, le Comité Ad Hoc s'est réuni en présence de l'Expert Indépendant et a relevé que :

- *selon l'Expert Indépendant, ses analyses complémentaires n'ont pas remis pas en cause ses travaux d'évaluation, ni sa conclusion sur le caractère équitable du prix d'Offre figurant dans son attestation d'équité du 21 juillet 2020, seuls les pourcentages de primes et de décotes résultant du Prix d'Offre Relevé à 0,90€ par action Antalis étant modifiés ;*

- *le Prix d'Offre Relevé est supérieur à toutes les références et méthodes d'évaluation retenues dans le cadre des travaux d'expertise indépendante (à l'exception du CMPV 24 mois, étant précisé que la référence au cours de bourse semble peu pertinente pour l'Expert Indépendant) ;*

- *pour l'Expert Indépendant, après restructuration financière, la valorisation de l'action Antalis est comprise entre 0,51€ et 1,03€ avec une valeur centrale de 0,77€ ;*

- *le Prix d'Offre Relevé extérioriserait une prime de +77,0% par rapport à la borne basse et une décote de -13% par rapport à la borne haute et de +17% par rapport à la valeur centrale.*

Le Comité Ad Hoc a décidé de recommander unanimement au conseil d'administration d'Antalis de considérer que le Prix d'Offre Relevé est plus favorable aux actionnaires minoritaires actuels d'Antalis et de réitérer par conséquent son avis motivé en considérant que ce relèvement du prix de l'Offre est conforme aux intérêts de la société, de ses salariés et de ses actionnaires.

M. Hervé Poncin propose de s'en remettre à l'avis du conseil d'administration statuant dans une formation restreinte (hors présence des représentants de KPP), c'est-à-dire composé des trois administrateurs indépendants et de l'administrateur représentant les salariés.

Les administrateurs constatent que :

- *comme observé par le Comité Ad Hoc, le relèvement du prix de l'Offre a été décidé à l'initiative de KPP ;*

- *le caractère équitable du Prix d'Offre Relevé est attesté par l'Expert Indépendant dans les termes suivants : "les compléments et développements exposés [dans l'Addendum] ne modifient pas notre opinion quant au caractère équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires d'Antalis du prix d'Offre relevé de 0,90€" ;*

- *le Prix d'Offre Relevé conforte les recommandations du Comité Ad Hoc et l'avis motivé du Conseil d'administration remis le 21 juillet 2020 ;*

- *le relèvement du prix de l'Offre de 0,73 € à 0,90 €, de plus de 23,3%, est significatif ;*

- *les actionnaires d'Antalis qui apporteront leurs actions Antalis au Prix d'Offre Relevé bénéficieraient d'une liquidité immédiate et d'une prime significative égale à (aux termes du projet de note d'information établi par KPP) :*

    - *132,0% par rapport au cours de clôture de l'action Antalis, de 0,39 €, au dernier jour de négociation précédant l'annonce de l'Offre, soit le 30 mars 2020 ;*

    - *113,6% par rapport à la moyenne des cours pondérés par les volumes des vingt jours précédant l'annonce de l'Offre qui s'établit à 0,42 € ;*

    - *69,1% par rapport à la moyenne des cours pondérés par les volumes des 60 jours précédant l'annonce de l'Offre de 0,53 € et ;*

    - *46,1% par rapport à la moyenne des cours pondérés par les volumes des 120 jours précédant l'annonce de l'Offre s'élevant à 0,62 €.*

Le Conseil d'Administration, après en avoir délibéré, décide à l'unanimité (M. Hervé Poncin ne prenant pas part au vote) de :

- *confirmer et faire sienne la recommandation du 23 septembre 2020 émise par le Comité Ad Hoc, tel que reconduit dans ses fonctions et missions initiales, selon laquelle le projet d'Offre, désormais libelé au prix de 0,90 euro est conforme, sans restriction, ni réserve, aux intérêts de la société, de ses actionnaires et de ses salariés ;*

- *réitérer sa recommandation aux actionnaires d'Antalis d'apporter leurs actions à l'Offre, telle qu'elle figure expressément dans le procès-verbal du Conseil d'administration du 21 juillet 2020 ;*

- *confirmer que les 499 942 actions Antalis figurant au bilan du contrat de liquidité seront conservées par Oddo BHF, pour le compte d'Antalis, jusqu'à la clôture de l'Offre.*

Le Conseil d'Administration constate que les administrateurs actuels ont maintenu leur intention d'apporter la totalité de leurs actions Antalis qu'ils détiennent à l'Offre (à l'exception des 300 actions qu'ils sont tenus de détenir conformément à l'article 13 des statuts de la Société). »

4. Intention des membres du conseil d'administration vis-à-vis de l'Offre

M. Hervé Poncin, administrateur et Directeur général, ainsi que M^mes^ Clare Chatfield, Christine Mondollot et Delphine Drouets, ont fait part de leur intention de ne pas apporter à l'Offre la fraction des actions de la Société qu'ils détiennent n'excédant pas 300 actions, dans la mesure où cette détention est exigée statutairement pour pouvoir exercer les fonctions d'administrateur (détention minimale imposée par les statuts d'Antalis[21] aux administrateurs de la Société pendant la durée de leur mandat[22]). Pour les actions dépassant ce seuil, M. Hervé Poncin et M^me^ Clare Chatfield ont indiqué avoir l'intention de les présenter intégralement à l'Offre.

En revanche, les membres du conseil d'administration amenés à démissionner dès le 21 juillet 2020 après la délivrance de l'avis motivé[23], c'est-à-dire MM. Pascal Lebard et Bruno Basuyaux, ainsi que M^me^ Cécile Helme-Guizon, ont indiqué avoir l'intention d'apporter à l'Offre l'intégralité des actions de la Société qu'ils détiennent.

5. Intention de la Société concernant la présentation à l'Offre des actions auto-détenues

A la date de la présente Note en Réponse, la Société détient 499 942 de ses propres actions.

Le conseil d'administration de la Société, lors de sa réunion en date du 21 juillet 2020, a décidé, à l'unanimité de ses membres, que les 499 942 actions auto-détenues ne seront pas apportées à l'Offre, pour les raisons indiquées dans l'avis motivé ci-dessus.

6. Observations du comité d'entreprise européen d'Antalis sur le rapprochement avec KPP et le projet d'Offre

Le 14 avril 2020, le comité d'entreprise européen d'Antalis a émis un avis favorable au projet de Changement de Contrôle devant intervenir dans le cadre du processus de rapprochement entre Antalis et KPP et sur le projet d'Offre annoncé le 31 mars 2020.

7. Accords susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'appréciation du projet d'Offre ou de son issue

L'Accord Relatif à l'Offre conclu le 19 mai 2020 entre la Société et KPP prévoit diverses dispositions concernant la coopération de KPP et d'Antalis en cours d'Offre et le changement de gouvernance d'Antalis :

7.1.1. Coopération entre KPP et Antalis dans le cadre de leur rapprochement

L'Accord Relatif à l'Offre comporte divers engagements d'Antalis applicables jusqu'au transfert des Blocs :

- un engagement de la Société de ne pas encourager un projet d'offre publique concurrente (*no shop clause*) ;

- des dispositions encadrant la gestion de la période intérimaire entre le 19 mai 2020 et le transfert des Blocs (soit le 21 juillet 2020) nécessitant pour certaines opérations telles qu'une modification du périmètre du groupe Antalis, l'accord préalable de KPP.

Cet accord prévoit également des engagements d'Antalis relatifs au projet d'Offre :

[21] Article 13 des statuts de la Société.
[22] Voir paragraphe 8.8.1 de la présente Note en Réponse.
[23] Voir paragraphe 3.1 de la présente Note en Réponse.

- un engagement lui imposant que son conseil d'administration émette un avis motivé sur l'Offre, après obtention du rapport de l'Expert Indépendant et de l'avis rendu dans le cadre du processus de consultation des instances représentatives du personnel. Il est précisé que cet engagement n'emportait aucune autre obligation pour le conseil d'administration d'Antalis, notamment sur la teneur et le contenu de son avis motivé ;

- des engagements obligeant la Société à (i) établir et déposer auprès de l'AMF les documents imposés par la réglementation boursière dans le cadre de l'Offre (c'est-à-dire le Projet de Note en Réponse et les informations relatives aux caractéristiques juridiques, financières et comptables de la Société conformément aux articles 231-19 et 231-26 et 231-28 du RGAMF) et (ii) à collaborer avec KPP dans le cadre de la préparation et du dépôt du projet d'Offre ainsi que du Retrait Obligatoire.

Plus généralement, l'Accord Relatif à l'Offre inclut des engagements mutuels de KPP et d'Antalis en matière de rémunérations des dirigeants de la Société (régime de *say on pay*), prévoyant le respect par Antalis de la politique de rémunération adoptée antérieurement à la date du Changement de Contrôle et l'approbation par KPP dans les organes d'Antalis (conseil d'administration et assemblée générale) des rémunérations attribuées ou versées au titre des exercices 2019 et 2020 aux dirigeants mandataires sociaux postérieurement au Changement de Contrôle.

7.1.2. Règles de gouvernance

L'Accord Relatif à l'Offre a fixé la nouvelle composition du conseil d'administration d'Antalis, mise en place après le Changement de Contrôle dans le cadre d'une procédure dite de démission-cooptation (article L. 225-24 du code de commerce). Cette nouvelle composition est décrite ci-dessus au paragraphe 3.1.2 de la présente Note en Réponse. Elle est applicable tant que les actions Antalis seront admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext Paris. En cas de radiation du marché réglementé d'Euronext Paris, l'Accord Relatif à l'Offre prévoit une évolution de la gouvernance d'Antalis.

A l'exception de l'Accord Relatif à l'Offre et des autres accords décrits à la section 1.2 de la présente Note en Réponse, il n'existe aucun accord susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.

8. Informations relatives à la Société

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du RGAMF, le présent paragraphe contient les éléments, dont la Société a connaissance, mentionnés à l'article L. 225-100-3 du code de commerce lorsque ceux-ci sont susceptibles d'avoir une incidence en cas d'offre publique, actualisés à la date de la présente Note en Réponse.

8.1. Structure et répartition du capital de la Société

A la date de la présente Note en Réponse, le montant du capital était de 213 000 000 euros divisé en 71 000 000 actions, de 3 (trois) euros de valeur nominale chacune.

Antérieurement au transfert effectif de propriété des Blocs, au 30 juin 2020, la répartition du capital de la Société était la suivante :

Actionnaires	Nombre d'Actions	% du capital	Nombre de droits de vote théoriques[24]	% des droits de vote
Sequana	53 395 148	75,20%	106 790 296	82,47%
Bpifrance Participations	6 064 946	8,54%	11 073 989	8,55%

[24] Sur une base non-diluée, au 30 juin 2020, conformément à l'article 223-16 du RGAMF (y compris les 499 942 actions auto-détenues).

Auto-détention	499 942	0,70%	499 942	0,39%
Flottant	11 039 964	15,55%	11 129 057	8,59%
Total	**71 000 000**	**100,00%**	**129 493 284**	**100,00%**

A la date de la présente Note en Réponse, c'est-à-dire postérieurement au transfert de propriété des Blocs, la répartition du capital social et des droits de vote de la Société est la suivante :

Actionnaires	Nombre d'Actions	% du capital	Nombre de droits de vote théoriques[25]	% des droits de vote
KPP	59 460 094	83,75%	59 460 094	83,64%
Auto-détention	499 942	0,70%	499 942	0,70%
Flottant	11 039 964	15,55%	11 128 979	15,65%
Total	**71 000 000**	**100,00%**	**71 089 015**	**100,00%**

A la date de la présente Note en Réponse et à la connaissance de la Société, aucun autre actionnaire ne détient plus de 5% du capital ou des droits de vote de la Société.

Il n'existe aucun droit, titre de capital ou instrument financier pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société.

8.2. Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions

8.2.1. Obligation de déclaration des franchissements de seuils à la Société

En sus du respect de la réglementation relative aux déclarations de franchissement de seuils légaux (5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 30 %, 1/3, 50 %, 2/3, 90 % et 95 % du capital ou des droits de vote), toute personne physique ou morale qui vient à détenir directement ou indirectement, par l'intermédiaire d'une ou plusieurs personnes morales qu'elle contrôle au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce, 0,5 % du capital social et des droits de vote, est tenue de déclarer à la Société le nombre total d'actions qu'elle possède et ce, par lettre recommandée avec accusé de réception adressée dans les cinq jours de bourse suivant le franchissement du seuil de participation[26].

Ces déclarations doivent être renouvelées dans les conditions ci-dessus prévues chaque fois qu'un nouveau seuil de 0,5% est franchi, à la hausse ou à la baisse, même si les seuils franchis sont supérieurs ou inférieurs aux seuils prévus par la loi.

L'intermédiaire inscrit comme détenteur d'actions conformément aux dispositions légales et réglementaires est tenu, sans préjudice des obligations des propriétaires des actions, d'effectuer les déclarations prévues au présent article pour l'ensemble des actions au titre desquelles il est inscrit en compte.

Pour la mise en œuvre de cette obligation, il est désormais fait application des cas d'assimilation et modalités de calcul prévus par les articles L. 233-7 et L. 233-9 du code de commerce ou par le RGAMF conformément à une modification de l'article 12 des statuts adoptée par l'assemblée générale mixte le 30 juin 2020 (17ème résolution).

8.2.2. Transferts d'actions

Aucune restriction statutaire n'est applicable aux transferts d'actions, celles-ci étant librement négociables, sous réserve des dispositions législatives ou réglementaires en vigueur.

[25] Sur une base non-diluée conformément à l'article 223-16 du RGAMF (y compris les 499 942 actions auto-détenues) au 30 septembre 2020.
[26] Article 12 des statuts d'Antalis

8.2.3. Droits de vote double

L'article 21 des statuts de la Société prévoit l'attribution d'un droit de vote double à toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il sera justifié d'une inscription nominative depuis deux ans au moins au nom du même actionnaire.

8.3. Clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application des dispositions de l'article L. 233-11 du code de commerce

Néant.

8.4. Participations directes et indirectes au capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuils ou d'une déclaration d'opération sur titres

En application des dispositions des articles L. 233-7 et suivants du code de commerce et consécutivement au transfert des Blocs, plusieurs franchissements de seuils ont été déclarés à l'AMF ainsi qu'à Antalis. Ces déclarations sont rappelées au paragraphe 1.2.9 de la présente Note en Réponse.

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

Il n'existe pas de détenteurs de titres comportant des droits de contrôle spéciaux autres que le droit de vote double décrit au paragraphe 8.2.3 ci-dessus.

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

Néant.

8.7. Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance pouvant entraîner des restrictions aux transferts d'actions et à l'exercice des droits de vote

A la date de la présente Note en Réponse et à la connaissance de la Société, il n'existe pas d'accord entre actionnaires pouvant entraîner des restrictions aux transferts d'actions et à l'exercice des droits de vote.

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

En vertu de l'article 13 des statuts, la Société est administrée par un conseil d'administration.

Les statuts ne prévoient pas de dispositions différentes de celles prévues par la loi et les règlements concernant la nomination et le remplacement des membres du conseil d'administration ou la modification des statuts.

8.8.1. Nomination et remplacement des administrateurs

Le nombre des membres du conseil d'administration fixé par l'article 13 des statuts doit être de trois au moins et de dix-huit personnes au plus. Les membres du conseil d'administration sont des personnes physiques, propriétaire au moins de trois cents (300) actions de la Société. Ils sont nommés par l'assemblée générale ordinaire pour une durée maximale de quatre années.

Le mandat des membres du conseil d'administration est renouvelable.

Les membres du conseil d'administration peuvent être révoqués, à tout moment, par l'assemblée générale.

Le Directeur général assure sous sa responsabilité la direction générale de la Société. Il est investi des pouvoirs les plus étendus pour agir en toute circonstance au nom de la Société, dans la limite de l'objet social et sous réserve des pouvoirs expressément attribués par la loi aux assemblées générales et au conseil d'administration. Il ne peut être âgé de plus de 75 ans.

8.8.2. Modification des statuts de la Société

L'assemblée générale extraordinaire est seule habilitée à modifier les statuts dans toutes leurs dispositions.

Elle statue à la majorité des deux-tiers (2/3) des voix dont disposent les actionnaires présents ou représentés, y compris les actionnaires ayant voté par correspondance.

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

8.9.1. Pouvoirs du conseil d'administration d'Antalis

Selon la rédaction des statuts d'Antalis mis à jour lors de l'assemblée générale mixte du 30 juin 2020 (21ème résolution), le conseil d'administration détermine les orientations de l'activité de la Société et veille à leur mise en œuvre, conformément à son intérêt social, en prenant en considération les enjeux sociaux et environnementaux de son activité. Sous réserve des pouvoirs expressément attribués par la loi aux assemblées d'actionnaires et dans la limite de l'objet social, il peut se saisir de toute question intéressant la bonne marche de la Société et régler par ses délibérations les affaires qui la concernent.

8.9.2. Délégations et les autorisations conférées au conseil d'administration d'Antalis par l'assemblée générale extraordinaire

A la date de la présente Note en Réponse, l'assemblée générale mixte des actionnaires de la Société, lors de ses réunions des 23 mai 2018, 28 mai 2019 et 30 juin 2020, a accordé au conseil d'administration de la Société les délégations et les autorisations suivantes en matière d'émission ou de rachat d'actions :

Objet de la délégation ou de l'autorisation	Montant nominal maximal autorisé	Echéance / Durée de la délégation ou de l'autorisation	Date de la délégation / résolution
Délégation de compétence au conseil d'administration pour émettre, avec maintien du droit préférentiel de souscription, des actions ou des valeurs mobilières donnant accès au capital et/ou à l'attribution de titres de créance	Actions : 100 millions d'euros Titres de créance : 600 millions d'euros	juillet 2021 (26 mois)	28 mai 2019 11ème résolution
Délégation de compétence au conseil d'administration pour émettre, avec suppression du droit préférentiel de souscription, des actions ou des valeurs mobilières donnant accès au capital, par offre au public, avec possibilité de conférer un délai de priorité	Actions : 80 millions d'euros Titres de créance : 600 millions d'euros	juillet 2021 (26 mois)	28 mai 2019 12ème résolution
Délégation de compétence au conseil d'administration pour émettre, avec suppression du droit préférentiel de souscription, des actions ou des valeurs mobilières donnant accès au capital, dans le cadre d'une offre visée au II de l'article L. 411-2 du code monétaire et financier	Actions : 15 % du capital Titres de créance : 600 millions d'euros	juillet 2021 (26 mois)	28 mai 2019 13ème résolution
Autorisation au conseil d'administration pour augmenter le nombre de titres à émettre en cas d'augmentation de capital avec ou sans droit préférentiel de souscription en application des deux délégations visées ci-dessus	15 % du montant de l'émission	juillet 2021 (26 mois)	28 mai 2019 14ème résolution
Délégation de compétence au conseil d'administration pour émettre, avec suppression du droit préférentiel de	Actions : 80 millions d'euros	juillet 2021 (26 mois)	28 mai 2019

Objet de la délégation ou de l'autorisation	Montant nominal maximal autorisé	Echéance / Durée de la délégation ou de l'autorisation	Date de la délégation / résolution
souscription, des actions ou des valeurs mobilières donnant accès au capital en conséquence de l'émission par une société liée de valeurs mobilières donnant accès au capital de la société	Titres de créance : 600 millions d'euros		15ème résolution
Délégation de compétence au conseil d'administration pour émettre des actions ou des valeurs mobilières donnant accès au capital pour rémunérer des apports de titres en cas d'offre publique d'échange ou d'opération assimilée	Actions : 80 millions d'euros Titres de créance : 600 millions d'euros	juillet 2021 (26 mois)	28 mai 2019 16ème résolution
Autorisation au conseil d'administration pour fixer le prix d'émission des titres à émettre en cas d'augmentation de capital sans droit préférentiel de souscription	10 % du capital par an	juillet 2021 (26 mois)	28 mai 2019 17ème résolution
Délégation de compétence au conseil d'administration pour émettre des actions ou des valeurs mobilières donnant accès au capital pour rémunérer des apports en nature consentis à la société revêtant la forme d'actions ou de valeurs mobilières donnant accès au capital de sociétés tierces	10 % du capital	juillet 2021 (26 mois)	28 mai 2019 18ème résolution
Délégation de compétence au conseil d'administration à l'effet de procéder à l'augmentation du capital par incorporation de primes, réserves, bénéfices ou autres	Montant global des sommes susceptibles d'être incorporées	juillet 2021 (26 mois)	28 mai 2019 20ème résolution
Émission d'actions et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital, réservée aux salariés adhérents d'un plan d'épargne entreprise	5 % du capital[27]	juillet 2021 (26 mois)	28 mai 2019 21ème résolution
Émission d'actions et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital, réservée aux salariés de filiales étrangères du groupe	5 % du capital[28]	novembre 2020 (18 mois)	28 mai 2019 22ème résolution
Actions attribuées gratuitement	5 % du capital[29]	juillet 2021 (38 mois)	23 mai 2018 13ème résolution
Rachat d'actions	10 % du capital	décembre 2021 (18 mois)*	30 juin 2020 14ème résolution
Réduction de capital	10 % du capital	décembre 2021 (18 mois)*	30 juin 2020 15ème résolution

** Autorisation expirant en tout état de cause à la date de l'assemblée générale appelée à statuer sur les comptes 2020.*

8.10. Accords conclus par la Société étant modifiés ou prenant fin en cas de changement de contrôle

Néant.

8.11. Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration, les dirigeants ou les principaux salariés de la Société en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique

En cas de cessation de ses fonctions, le Directeur général est susceptible, selon une décision du conseil d'administration du 7 juin 2017, de percevoir une indemnité, soumise à l'approbation de l'assemblée générale des actionnaires de la Société au titre des conventions réglementées, et qui ne peut être versée que dans certains cas, et notamment en cas de départ contraint.

[27] Le nombre total d'actions et de valeurs mobilières émises en faveur de salariés de filiales étrangères s'impute sur ce plafond.
[28] Le nombre total d'actions et de valeurs mobilières émises en faveur de salariés adhérents d'un plan d'épargne entreprise s'impute sur ce plafond.
[29] Le nombre total des options de souscription ou d'achat d'actions octroyées par le conseil d'administration s'impute sur ce plafond.

Le montant de cette indemnité et ses conditions sont rappelés dans le rapport financier annuel de la Société pour l'exercice 2019, aux pages 64 et 71.

9. Modalités de mise à disposition des informations relatives à la Société

Les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société requises en application de l'article 231-28 du RGAMF seront mises à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre. Elles seront disponibles sur les sites Internet de la Société (www.antalis.com) et de l'AMF (www.amf-france.org), la veille de l'ouverture de l'Offre et pourront être obtenues sans frais auprès de la Société.

10. Personne assumant la responsabilité de la présente Note en Réponse

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

Monsieur Hervé Poncin, Directeur général

Annexe 1 - Rapport de l'Expert Indépendant et addendum à l'attestation d'équité

FINEXSI
EXPERT & CONSEIL FINANCIER

antalis
Just ask Antalis

ATTESTATION D'EQUITE

Offre Publique d'Achat Simplifiée initiée par KOKUSAI PULP AND PAPER CO., LTD visant les actions ANTALIS SA

21 juillet 2020

Sommaire

1. Présentation de l'opération 5

1.1. Sociétés concernées par l'opération 5

1.1.1. Présentation de la société initiatrice 5

1.1.2. Présentation de la société objet de l'Offre 5

1.2. Présentation de l'Offre 6

1.2.1. Contexte de l'Offre 6

1.2.2. Motifs de l'Offre 10

1.2.3. Nombre et nature des titres visés par l'Offre 10

1.2.4. Synergies – Gains économiques 10

1.2.5. Intentions concernant la politique de dividendes 11

1.2.6. Retrait obligatoire 11

1.2.7. Accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou sur son issue 11

2. Déclaration d'indépendance 12

3. Diligences effectuées 12

4. Présentation du secteur d'activité de la société ANTALIS 14

4.1. Le marché de la distribution de papiers 14

4.2. Le marché de la distribution d'emballages 17

4.3. Le marché de la communication visuelle 19

5. Présentation de la société ANTALIS 21

5.1. Rappel de l'historique 21

5.2. Présentation des activités d'ANTALIS 22

5.3. Données financière d'ANTALIS 25

5.3.1. Compte de résultat 26

5.3.2. Bilan 30

5.3.3. Impact de la crise économique sur le premier semestre 2020 32

5.4. Matrice SWOT 33

6. Evaluation des actions de la société ANTALIS 34

6.1. Méthodes d'évaluation écartées 34

6.1.1. Actif Net Comptable consolidé 34

6.1.2. Actif Net comptable Réévalué 34

6.1.3. Actualisation des dividendes futurs 35

6.1.4. Valeur liquidative 35

6.2. Méthodes d'évaluation retenues 35
6.2.1. Transactions récentes intervenues sur le capital de la Société 36
6.2.2. Actualisation des flux de trésorerie futurs (ou DCF) 36
6.2.3. Cours de bourse de la Société (à titre secondaire) 37
6.2.4. Comparables boursiers (à titre indicatif) 39
6.2.5. Transactions comparables (à titre indicatif) 39
6.2.6. Objectifs de cours des analystes (à titre indicatif) 39
6.3. Données de référence de la société ANTALIS 40
6.3.1. Nombre de titres retenu 40
6.3.2. Endettement financier net 40
6.4. Mise en œuvre de la valorisation de la Société ANTALIS 43
6.4.1. Transactions récentes intervenues sur le capital de la Société 43
6.4.2. L'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels 45
Evaluation avant mise en œuvre de la restructuration financière 47
Evaluation après mise en œuvre de la restructuration financière (à titre indicatif) 49
6.4.3. La référence au cours de bourse (à titre secondaire) 51
6.4.4. Comparables boursiers (à titre indicatif) 52
6.4.5. Transactions comparables (à titre indicatif) 54
6.4.6. Objectifs de cours des analystes (à titre indicatif) 56
6.5. Scénario alternatif d'une augmentation de capital réservée 57
7. Analyse des éléments d'appréciation du prix établi par l'établissement présentateur 58
7.1. Choix des critères d'évaluation 58
7.2. Mise en œuvre des différents critères 59
7.2.1. Données financières 59
7.2.2. Transactions récentes intervenues sur le capital de la Société 59
7.2.3. Actualisation des flux de trésoreries futurs 59
7.2.4. Analyse du cours de bourse 60
8. Remarques reçues d'actionnaires minoritaires 61
9. Synthèse et appréciation sur le caractère équitable du prix d'Offre 64
9.1. Synthèse de nos travaux d'évaluation avant restructuration financière 64
9.2. Synthèse de nos travaux d'évaluation après restructuration financière 64
9.3. Attestation sur le caractère équitable du prix de l'Offre 65
Annexe unique 67

Contexte de l'Offre

Dans le cadre du projet d'Offre Publique d'Achat Simplifié (ci-après « l'OPAS » ou « l'Offre ») initiée par la société KOKUSAI PULP & PAPER CO., LTD (ci-après « KPP » ou « l'Initiateur ») visant l'intégralité des actions ANTALIS SA (ci-après « ANTALIS » ou « la Société ») non détenues par elle à la date de la présente Offre, à l'exclusion des 499.942 actions auto-détenues, soit un nombre total maximum de 11.039.964 actions représentant environ 15,55% du capital, au prix de 0,73€, nous avons été chargés, en qualité d'expert indépendant désigné par le Conseil d'Administration d'ANTALIS du 5 mars 2020, d'apprécier le caractère équitable des conditions financières de l'Offre. Notre nomination, a été effectuée sur le fondement des articles 261-1 I 1° et II du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers (« AMF »), compte tenu (i) du fait que la société visée est déjà contrôlée par l'Initiateur au sens de l'article L.233-3 du code de commerce avant le lancement l'opération et (ii) de l'intention de l'Initiateur de demander la mise en œuvre d'un Retrait Obligatoire à l'issue de la présente Offre.

La présente Offre fait suite à la conclusion d'une promesse d'achat, par laquelle KPP a octroyé une option de vente à SEQUANA, actionnaire majoritaire d'ANTALIS, portant sur l'intégralité des 53.395.148 actions ANTALIS détenues par cette dernière, représentant 75,20% du capital et 82,47% des droits de vote, au prix de 0,10€ par action, ainsi qu'à la conclusion d'un contrat d'acquisition portant sur l'intégralité des 6.064.946 actions ANTALIS détenues par BPIFRANCE PARTICIPATIONS, représentant 8,54% du capital et 8,55% des droits de vote, au prix de 0,40€ par action.

Concomitamment KPP, la Société et ses créanciers ont conclu un accord de restructuration du crédit syndiqué prévoyant le refinancement de 100M€ au moyen d'un nouveau financement consenti par la banque japonaise MIZUHO, ainsi que l'abandon du solde du crédit syndiqué par les créanciers. Cet abandon de créances est notamment conditionné à la réalisation préalable de la cession des actions ANTALIS détenues par SEQUANA et BPIFRANCE PARTICIPATIONS à KPP.

L'option de vente a été exercée le 15 mai 2020 par SEQUANA et a abouti à la signature, le 19 mai 2020, d'un contrat de cession et d'acquisition par lequel SEQUANA s'est engagée à céder l'intégralité des actions ANTALIS qu'elle détient.

Le transfert effectif des 59.460.094 actions ANTALIS détenues par SEQUANA et BPIFRANCE PARTICIPATIONS au bénéfice de KPP est intervenu le 21 juillet 2020.

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé la documentation publique ainsi que les informations qui nous ont été transmises par la Société et ses conseils, GOLDMAN SACHS, ainsi qu'ODDO BHF en qualité de Banque Présentatrice de l'Offre. Ces documents 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 que nous avons collectés pour les seuls besoins de notre mission.

Il nous a par ailleurs été confirmé qu'il n'existait pas d'accords connexes susceptibles de générer des conflits d'intérêts dans le cadre de la présente Offre.

1. Présentation de l'opération

1.1. Sociétés concernées par l'opération

1.1.1. Présentation de la société initiatrice

KPP est un groupe japonais leader de la distribution de papiers présent au Japon, en Asie et en Australie.

Depuis sa création en 1924, le Groupe s'est développé au travers d'une stratégie de diversification de ses métiers et de ses implantations géographiques, notamment via des opérations de croissance externe.

À ce jour, le Groupe compte plus de 1.200 collaborateurs. Il distribue des papiers sous différentes formes (papier d'impression, papier spécialisé, journaux, etc.), ainsi que des matériaux périphériques tels que des films plastiques, des emballages en carton. Il a réalisé un chiffre d'affaires d'environ 3,2Mds€ en 2019.

KPP est une société de droit japonais, dont le siège social est situé à Tokyo. Son capital social s'élève à 4.723.535.000¥ (soit environ 38.993.064€).

Les actions de KPP sont admises aux négociations sur le Tokyo Stock Exchange (KABUTOCHO, Tokyo, code ISIN JP3293350009).

Suite à l'acquisition hors marché, le 21 juillet 2020, des blocs d'actions détenus par SEQUANA et BPIFRANCE PARTICIPATIONS, KPP détient, à la date du présent rapport, 59.460.094 actions représentant environ 83,75% du capital et 83,64% des droits de vote théoriques[1] d'ANTALIS.

1.1.2. Présentation de la société objet de l'Offre

Créée en 2000, ANTALIS est une société anonyme de droit français. Elle est la société mère du Groupe éponyme. Avec près de 4.700 collaborateurs, le groupe ANTALIS se positionne comme le *leader* européen de la distribution de papiers. Il est également le deuxième groupe sur le marché des emballages industriels et le deuxième sur le marché de la communication visuelle en Europe. Le Groupe dispose d'implantations dans 41 pays sur 5 continents.

La société ANTALIS est immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Nanterre, sous le numéro 410 336 069 et son siège social est situé 8 rue de Seine à Boulogne-Billancourt (92100).

Au 31 décembre 2019, le capital social d'ANTALIS s'élève à 213M€ et est composé de 71.000.000 actions d'une valeur nominale de 3€, toutes de même catégorie. Les actions ANTALIS ont été introduites sur le compartiment B d'Euronext Paris le 12 juin 2017 (code ISIN FR0013258589), puis transférées vers le compartiment C le 26 janvier 2018.

[1] Sur une base non-diluée et sur la base des informations publiées par la Société sur son site Internet au 30 juin 2020 conformément à l'article 223-16 du règlement général de l'AMF, y compris les 499.942 Actions autodétenues, et en prenant en compte la perte de droits de vote double dans le cadre de l'acquisition des blocs.

Selon le projet de note d'information, la répartition du capital et des droits de vote d'ANTALIS se présente comme suit au 30 juin 2020 :

Tableau 1 - Actionnariat au 30 juin 2020

Actionnaires	Capital		Droits de vote théoriques	
	Nombre	%	Nombre	%
Sequana	53 395 148	75,20%	106 790 296	82,47%
BPI Paricipations	6 064 946	8,54%	11 073 989	8,55%
Public	11 039 964	15,55%	11 129 057	8,59%
Auto-détention	499 942	0,70%	499 942	0,39%
Total	**71 000 000**	**100,00%**	**129 493 284**	**100,00%**

Source : Projet de note d'information

Les actions auto-détenues sont privées de droit de vote.

La Société a par ailleurs mis en place, le 23 mai 2018, un plan d'attribution d'actions gratuites en faveur de 40 bénéficiaires du Groupe. Ce plan porte sur un nombre global maximal de 720.000 actions pouvant être acquises en 2020, au terme d'une période d'acquisition de deux ans et sans période de conservation.

Toutefois, les conditions de performance définies par le plan n'ayant pas été satisfaites, le Conseil d'administration du 20 mai 2020 a décidé qu'aucune action ne pourrait être attribuée au titre de ce plan.

1.2. Présentation de l'Offre

L'Offre est présentée comme suit dans le projet de note d'information en date du 20 juillet 2020 établi par la société KPP :

1.2.1. Contexte de l'Offre

« Le projet d'Offre fait suite à un processus ouvert et concurrentiel engagé par Antalis en février 2019 en vue de la recherche, en concertation avec ses principaux partenaires financiers, d'une nouvelle structure actionnariale afin de lui permettre d'assurer son développement et la mise en œuvre de son plan stratégique, lequel prévoit la mise en place d'une structure de capital lui assurant la flexibilité financière nécessaire pour consolider ses positions stratégiques dans la distribution de papier et poursuivre sa transformation vers l'emballage et la communication visuelle ».

Déroulement du processus ouvert et concurrentiel de recherche d'un repreneur pour Antalis :

« Il est rappelé que Sequana, l'actionnaire majoritaire d'Antalis, a été placé en procédure de sauvegarde en 2017, puis en redressement judiciaire en mars 2019, avant d'être finalement mis en liquidation judiciaire par un jugement en date du 15 mai 2019. Face à la situation de son actionnaire de référence et dans un contexte difficile de contraction continue du marché du papier en Europe, le 6 février 2019, à l'occasion de l'annonce des résultats opérationnels 2018 de la Société, le Conseil d'administration d'Antalis, en accord avec Sequana, a annoncé avoir pris la décision de mandater une banque d'affaires pour mettre en place une nouvelle structure actionnariale qui lui permettrait d'assurer son développement et la mise en œuvre de son plan stratégique.

A cet effet, Antalis a mandaté la banque d'affaires Goldman Sachs afin de mener un processus d'enchères compétitif. Ce processus a été placé également sous le contrôle (i) du juge-commissaire chargé par le tribunal de commerce de Nanterre de superviser la liquidation de Sequana et (ii) de la Selarl C Basse, représentée par Me Christophe Basse et désignée en qualité de liquidateur de Sequana par un jugement en date du 15 mai 2019 du tribunal de commerce de Nanterre.

Au cours de ce processus qui a duré plus d'un an, plus de 80 acquéreurs potentiels, fonds d'investissement, industriels et fonds de retournement, ont été contactés par Goldman Sachs ».

Phase 1 du processus :

« L'objectif de la phase 1 était d'aboutir à la remise d'offres indicatives. Cette phase devait permettre une présélection d'un ou plusieurs investisseurs potentiels afin d'apprécier la qualité de leur offre et son caractère sérieux avant d'accéder à une data-room virtuelle (électronique) incluant des informations relatives à Antalis.

Tous les acquéreurs potentiels ayant répondu à Goldman Sachs en manifestant une marque d'intérêt (15 marques d'intérêts ont été reçues) ont été invités à participer à la phase 1 du processus.

La phase 1 de ce processus a abouti à la réception de quatre (4) offres non-engageantes au cours de l'été 2019.

Ces offres indicatives ont été soumises au Conseil d'administration d'Antalis et aux organes désignés par le tribunal de commerce de Nanterre pour superviser la liquidation de Sequana, c'est-à-dire (i) au juge-commissaire et (ii) à la Selarl C Basse représentée par Me Christophe Basse, en sa qualité de liquidateur de Sequana qui ont considéré que :

- *trois (3) offres indicatives qui respectivement n'accordait aucune valeur au capital de la Société et impliquait un abandon de créances significatif de la part des établissements prêteurs, parties au contrat de crédit syndiqué d'Antalis (ensemble les « Etablissements Prêteurs ») ou consistait en un échange d'actifs ne permettant pas à la Société de se doter d'un nouvel actionnaire de référence. Elles n'ont par conséquent pas été retenues ;*

- *l'offre indicative reçue de KPP le 20 août 2019 répondait quant à elle aux attentes du processus ; il fut décidé d'engager avec celui-ci des discussions bilatérales avancées ».*

Phase 2 du processus :

« Les discussions avec KPP n'ayant finalement pas permis d'aboutir à la réception d'une d'offre ferme entièrement financée et inconditionnelle prévoyant un remboursement au pair du crédit syndiqué d'Antalis à ses prêteurs, la décision fut prise d'impliquer les établissements prêteurs dans le processus afin d'évaluer l'intérêt potentiel d'investisseurs pour une opération impliquant, désormais, un abandon de créances de la part des établissements prêteurs.

En conséquence le 20 décembre 2019, Antalis a annoncé au marché la poursuite de son processus de recherche d'une nouvelle structure actionnariale incluant également des discussions avec ses principaux partenaires financiers.

A la suite de cette annonce, des discussions ont toutefois été réengagées non seulement avec KPP, mais également avec 17 autres investisseurs potentiels, parmi lesquels dix avaient été précédemment contactés dans le cadre du processus, et ont abouti à la réception d'une unique Lettre d'Offre Ferme entièrement financée et inconditionnelle remise le 30 mars 2020 par KPP à Antalis. Aux termes de cette lettre KPP s'est engagée à acquérir l'intégralité des Actions Antalis détenues par Sequana, actionnaire majoritaire d'Antalis, et par Bpifrance Participations, sous réserve de :

- *la conclusion entre KPP, Antalis et ses principaux créanciers d'un accord de restructuration portant sur le crédit syndiqué d'Antalis sous réserve de la réalisation préalable de la cession des actions Antalis détenues par Sequana et Bpifrance Participations à KPP ;*

- *la conclusion d'un contrat d'acquisition et de cession en vue de l'achat par KPP de l'intégralité des Actions Antalis détenues par Bpifrance Participations ;*

- *la conclusion d'une promesse d'achat ferme par KPP portant sur l'intégralité des Actions Antalis détenues par Sequana.*

Prenant acte de la réception de cette Lettre d'Offre Ferme, le conseil d'administration d'Antalis, réuni le 30 mars 2020, a décidé d'accueillir favorablement le rapprochement envisagé avec KPP en ce qu'il s'inscrit dans le processus de recherche d'une nouvelle structure actionnariale lancé antérieurement par Antalis et destiné à conforter la mise en œuvre de son plan stratégique. Le Conseil d'administration a également constitué, en son sein un comité ad hoc composé d'une majorité d'administrateurs indépendants[2], en vue de désigner, conformément à l'article 261-1 I et II du règlement général de l'AMF, un expert indépendant et de superviser sa mission. Ce comité ad hoc a désigné le cabinet Finexsi, représenté par Messieurs Olivier Peronnet et Christophe Lambert, en qualité d'expert indépendant.

<u>La signature des accords définitifs avec KPP</u> :

« Le 31 mars 2020, la Promesse d'Achat, le Contrat d'Acquisition BPI et l'Accord de Restructuration ont été signés selon des termes et conditions qui peuvent être résumés comme suit :

- *aux termes de la Promesse d'Achat conclue par KPP et Sequana représentée par la Selarl C Basse[3], KPP a octroyé à Sequana une option de vente portant sur les 53 395 148 Actions Antalis détenues par Sequana, représentant 75,2% du capital social d'Antalis pour un prix total ferme et définitif de 5 339 514,80 €, soit un prix unitaire de 0,10 € par Action. L'exercice de l'option au titre de la Promesse d'Achat était notamment conditionné à (i) l'obtention de l'avis du comité d'entreprise européen d'Antalis et (ii) à la délivrance d'une ordonnance judiciaire par le juge-commissaire chargé par le tribunal de commerce de Nanterre de superviser la liquidation de Sequana ;*

---

[2] Le 5 mars 2020, un comité ad hoc, composé d'une majorité d'administrateurs indépendants, a été mis en place au sein du conseil d'administration dans le cadre du processus de changement actionnarial et de la désignation d'un expert indépendant. Le comité ad hoc est composé des membres suivants, qui ont été nommés pour la durée de leurs mandats d'administrateurs et pour la durée nécessaire à l'accomplissement de la mission dudit comité :
- *M^me^ Delphine Drouets, administratrice indépendante, Présidente dudit comité ;*
- *M^me^ Clare Chatfield, administratrice indépendante ;*
- *M^me^ Christine Mondollot, administratrice indépendante ;*
- *M^me^ Cécile Helme-Guizon, administratrice non indépendante.*

[3] En sa qualité de liquidateur judiciaire de Sequana.

- *aux termes du Contrat d'Acquisition BPI conclu entre KPP et Bpifrance Participations, KPP s'est engagée à acquérir et Bpifrance Participations s'est engagée à céder l'intégralité de ses 6 064 946 Actions Antalis, représentant 8,5% du capital d'Antalis, pour un prix total ferme et définitif de 2 425 978,40 €, soit un prix unitaire par Action de 0,40 €, sous condition du transfert effectif par Sequana à KPP de ses Actions Antalis ;*

- *l'Accord de Restructuration conclu entre KPP, Antalis et les Etablissements Prêteurs, prévoit le remboursement par Antalis de 100 millions d'euros du crédit syndiqué au moyen d'un nouveau financement consenti par la banque japonaise Mizuho, ainsi que l'abandon par les Etablissements Prêteurs du montant restant du crédit syndiqué[4], cet abandon de créance étant conditionné notamment à la réalisation préalable de la cession des Blocs à KPP dont il est un élément indétachable ».*

[…]

<u>La levée de la totalité des conditions suspensives aboutissant au rapprochement entre Antalis et KPP</u> :

« Conformément à l'article L. 2312-47 du code du travail, le 14 avril 2020, le comité d'entreprise européen d'Antalis a émis un avis favorable au projet de changement de contrôle devant intervenir dans le cadre du processus de rapprochement entre Antalis et KPP.

Le 22 avril 2020, une ordonnance a été rendue par le juge-commissaire du tribunal de commerce de Nanterre autorisant la cession des Actions Antalis détenues par Sequana à KPP conformément à l'article L. 642-19 du code de commerce. Par ailleurs, les 28 avril 2020 et 12 mai 2020, la Selarl C Basse, représentée par Me Christophe Basse et désignée en qualité de liquidateur de Sequana, a reçu d'Impala Security Solutions B.V. et de Bpifrance Participations leur renonciation individuelle à toute attribution judiciaire des actions nanties à leur profit.

Le 15 mai 2020, Sequana a notifié à KPP l'exercice de son option de vente prévue par la promesse d'achat conclue le 31 mars 2020. En outre, Sequana et KPP ont finalisé la signature du contrat de cession et d'acquisition portant sur les actions Antalis détenues par Sequana, le 19 mai 2020. Le transfert de propriété des actions Antalis détenues par Sequana était soumis à différentes conditions suspensives dont l'absence de tout recours sur l'ordonnance du juge-commissaire en date du 22 avril 2020.

Concomitamment à la signature du contrat de cession et d'acquisition, Antalis et KPP ont signé une convention fixant, entre autres, les modalités du projet d'Offre devant être déposé auprès de l'AMF après le transfert effectif des Actions Antalis à KPP. […]

Compte tenu de la réalisation de l'ensemble des conditions suspensives prévues audit contrat, la levée des nantissements susvisés et le transfert effectif des 59 460 094 Actions Antalis détenues par Sequana et Bpifrance Participations au bénéfice de KPP sont intervenus le 21 juillet 2020 ».

[4] *Pour rappel, le montant total du crédit syndiqué d'Antalis s'élevait à 287,1 millions d'euros au 31 décembre 2019.*

1.2.2. Motifs de l'Offre

[…]

« KPP a souhaité se rapprocher d'Antalis afin de combiner leurs expériences et savoir-faire en matière de papeterie et de réseaux de distribution tout en bénéficiant également des relations pérennes que chacun a su établir avec ses clients sur ses marchés respectifs.

Le rachat d'Antalis par KPP devrait permettre de créer un leader mondial de la distribution de papiers, emballage et communication visuelle sur quatre continents (Asie, Europe, Australie et Amérique Latine), avec une offre de produits et services étendue pour ses clients et fournisseurs dans tous ses secteurs d'activité et géographies. Le nouveau groupe ainsi formé devrait représenter un chiffre d'affaires annuel de plus de 5,3 milliards d'euros, incluant 3,3 millions de tonnes de papier vendues ».

1.2.3. Nombre et nature des titres visés par l'Offre

« A la date du Projet de Note d'Information, l'Initiateur détient 59 460 094 Actions, représentant environ 83,75% du capital et 83,64%% des droits de vote théoriques[5] de la Société.

L'Offre porte sur la totalité des Actions existantes Antalis non détenues par l'Initiateur à la date du Projet de Note d'Information à l'exclusion des 499 942 actions auto-détenues, soit, à la connaissance de l'Initiateur, un nombre total maximum de 11 039 964 Actions représentant 11 129 057 droits de vote, soit environ 15,55% du capital et 15,66% des droits de de vote[6]. »

[…]

1.2.4. Synergies – Gains économiques

[…]

« Une complémentarité géographique existe entre Antalis dont la base commerciale est située dans les pays européens, et KPP, qui a une base commerciale en Asie-Pacifique.

Grâce à ce projet d'Offre, KPP souhaite combiner les expériences et savoir-faire des deux groupes en matière de papeterie et de réseaux de distribution tout en bénéficiant également des relations pérennes que chacun a su établir avec ses clients sur ses marchés respectifs.

Compte tenu d'une présence géographique et d'une base de clients et fournisseurs quasi-totalement différente, KPP n'anticipe pas de synergie particulière dans le cadre du rapprochement ».

---

[5] Sur une base non-diluée et sur la base des informations publiées par la Société sur son site Internet au 30 juin 2020 conformément à l'article 223-16 du règlement général de l'AMF, y compris les 499.942 Actions auto- détenues, et en prenant en compte la perte de droits de vote double dans le cadre de l'Acquisition des Blocs.
[6] Sur la base des informations publiées par la Société sur son site Internet au 30 juin 2020 conformément à l'article 223-16 du règlement général de l'AMF, y compris les 499.942 Actions auto- détenues, et en prenant en compte la perte de droits de vote double dans le cadre de l'Acquisition des blocs.

1.2.5. Intentions concernant la politique de dividendes

« Aucun dividende n'a été versé aux actionnaires de la Société au titre des exercices 2018 et 2019.

Compte tenu des besoins de financement de la Société, il est envisagé qu'aucun dividende ne soit versé à court et moyen terme. »

1.2.6. Retrait obligatoire

« Dans l'hypothèse où, à la clôture de l'Offre, les actionnaires n'ayant pas apporté leurs Actions à l'Offre ne représenteraient pas plus de 10% du capital et des droits de vote de la Société, l'Initiateur demandera à l'AMF, dès la clôture de l'Offre ou au plus tard dans les trois mois suivant sa clôture, la mise en œuvre d'un retrait obligatoire dans les conditions de l'article L. 433-4, II du code monétaire et financier et des articles 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, afin de se voir transférer les Actions Antalis non apportées à l'Offre moyennant une indemnisation en numéraire égale au Prix d'Offre (soit 0,73 euro par Action) étant précisé que cette procédure de retrait obligatoire entraînera la radiation des Actions Antalis du marché réglementé d'Euronext Paris. »

[…]

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

« Un accord a été conclu le 19 mai 2020 entre KPP et Antalis prévoyant notamment :

➢ ***<u>Modalités de l'Offre et de coopération entre KPP et Antalis</u> :***

- *les principaux termes et conditions de l'Offre ;*
- *l'engagement de la Société que son Conseil d'administration émette un avis motivé sur l'Offre, après la remise du rapport de l'expert indépendant et de l'avis rendu dans le cadre du processus de consultation des instances représentatives du personnel ;*
- *l'engagement d'Antalis d'établir et de déposer auprès de l'AMF un projet de note en réponse et le document d'information relatif aux caractéristiques juridiques, financières et comptables de la Société conformément aux articles 231-19 et 231-26 et 231-28 du règlement général de l'AMF ;*
- *l'engagement d'Antalis et de KPP de collaborer dans le cadre de la préparation et du dépôt de l'Offre, du retrait obligatoire le cas échéant, et de la documentation y afférente.*

➢ ***<u>Règles de gouvernance</u> :***

- *une nouvelle composition du Conseil d'administration d'Antalis à compter du transfert effectif à KPP des Blocs et tant que les actions d'Antalis seront admises à la négociation sur le marché réglementé d'Euronext Paris : à savoir trois (3) administrateurs (en ce inclus le Président du Conseil d'administration) choisis par KPP et cinq (5) autres administrateurs comprenant trois (3) administratrices indépendantes, Monsieur Hervé Poncin et Monsieur Frédéric Richard (administrateur représentant les salariés) ;*
- *une nouvelle composition des comités spécialisés du Conseil d'administration d'Antalis (Comité d'audit et Comité des nominations et des rémunérations) à compter du transfert effectif à KPP des Blocs et tant que les actions d'Antalis seront admises à la négociation sur le marché réglementé d'Euronext Paris ;*

- *le droit pour KPP de désigner le Président du Conseil d'administration d'Antalis depuis le jour du transfert effectif à KPP des Blocs. »*

[…]

2. Déclaration d'indépendance

Nous vous confirmons que le cabinet FINEXSI, ainsi que ses associés :

- Sont indépendants au sens des articles 261-1 et suivants du Règlement Général de l'AMF, sont en mesure à ce titre d'établir la déclaration d'indépendance prévue par l'article 261-4 dudit Règlement Général, ne se trouvent notamment dans aucun des cas de conflit d'intérêts visés à l'article 1 de l'instruction AMF 2006-08 et n'entretiennent aucun lien juridique ou en capital avec les sociétés concernées par l'Offre, ou leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance ;
- 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.

3. Diligences effectuées

Le détail de nos diligences figure en Annexe.

Nos diligences ont principalement consisté à :

- Appréhender le contexte dans lequel se situe l'opération envisagée, ainsi que les modalités de l'Offre ;
- Examiner les transactions intervenues précédemment sur le capital de la société ANTALIS, et notamment l'acquisition hors marché, par KPP, de blocs d'actions auprès de SEQUANA et de BPIFRANCE PARTICIPATIONS, intervenue le 21 juillet 2020 ;
- Prendre connaissance des termes de la restructuration financière de la Société et de la documentation juridique s'y rapportant *;*
- Analyser les risques et opportunités identifiés susceptibles d'affecter la valorisation d'ANTALIS ;
- Analyser les comptes et le plan d'affaires du groupe ANTALIS, identifier les hypothèses clés considérées et apprécier leur pertinence ;

- Procéder à l'évaluation multicritère du groupe ANTALIS avant la mise en œuvre de la restructuration financière, et à des analyses de sensibilité sur les hypothèses structurantes de valorisation ;
- Procéder, sur la base de la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie, à l'évaluation du groupe ANTALIS après la mise en œuvre de la restructuration financière ;
- Procéder à une revue critique du rapport d'évaluation préparé par l'établissement présentateur de l'Offre ;
- Etablir un rapport présenté sous forme d'une attestation d'équité exposant les travaux d'évaluation des actions ANTALIS et notre opinion quant au caractère équitable du prix offert.

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

Nous nous sommes entretenus à différentes reprises avec le management de la Société tant pour appréhender le contexte de l'Offre que pour comprendre les perspectives d'activité et les prévisions financières qui en découlent.

Nous avons procédé à l'appréciation des hypothèses économiques sur lesquelles se fondent les données prévisionnelles sous-tendant le plan d'affaires de la Société puis, sur la base de ces prévisions, modélisé les flux de trésorerie afin de mettre en œuvre une approche fondée sur l'actualisation de ces flux futurs.

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.

Enfin, nous avons pris connaissance des travaux d'ODDO BHF tels que présentés dans le rapport d'appréciation du prix d'Offre et résumés dans le projet de note d'information. Nous avons, dans ce cadre, tenu plusieurs réunions de travail avec les représentants de l'établissement présentateur.

Nous avons tenu 7 réunions avec le Comité ad hoc des indépendants, désigné pour la supervision de nos travaux.

Une revue qualité a été effectuée par Monsieur Jean-Marc BRICHET, associé du cabinet, qui n'est pas intervenu sur le dossier.

4. Présentation du secteur d'activité de la société ANTALIS

La présentation qui suit résulte notamment de l'étude XERFI, « *La fabrication et le négoce de papiers à usage graphique* » parue en janvier 2020, de l'étude XERFI « *Le négoce d'emballages* » parue en octobre 2019, du site internet d'ANTALIS, ainsi que du Rapport Financier Annuel 2019 (ci-après « RFA 2019 ») du groupe ANTALIS.

La société ANTALIS opère dans trois secteurs d'activité différents que sont la distribution de papiers, de produits d'emballages et de communication visuelle.

4.1. Le marché de la distribution de papiers

Les différents types de papiers

Le marché de la distribution de papiers à usage graphique recouvre deux segments d'activité sur lesquels ANTALIS est positionné :

- Les papiers d'impression :
    - Destinés à la communication d'entreprise (imprimés publicitaires, catalogues commerciaux, etc.) comme par exemple les papiers couchés et les papiers numériques ;
    - Destinés à l'édition (papiers de presse, papiers journal, magazines, etc.).
- Les papiers de bureau pour photocopieuses et imprimantes comme par exemple les ramettes de papiers, les papiers de haute blancheur, les papiers à faible grammage ou les papiers recyclés et teintés.

Le marché européen des papiers à usage graphique représente environ 5,8 millions de tonnes par an. Les papiers d'impression destinés à la communication d'entreprise et les papiers de bureau représentent environ 77% de la consommation en volume en 2017. Les 23% restants concernent les papiers d'impression destinés à l'édition.

Les produits de billetterie, les papiers peints, les chèques, les papiers d'emballages sont généralement exclus du périmètre des papiers à usage graphique.

La clientèle finale

Les papiers à usage graphique sont destinés à trois grands types de clients :

- Les ménages avec la consommation de ramettes et papiers d'écritures ;
- Les professionnels, principaux clients d'ANTALIS, tels que les imprimeurs, les reprographes, les éditeurs de journaux, les agences de publicité, et les entreprises, etc. ;
- Les collectivités et les administrations.

L'évolution de la production

La majorité de la production est directement commercialisée par les fabricants aux clients finaux (79% des tonnages en 2017). Le reste de la production transite par les distributeurs comme ANTALIS.

Depuis plusieurs années, la production européenne de papiers est en net recul, en raison notamment de la hausse du coût de la pâte à papier. En ce qui concerne la France, ce déclin a été accéléré en 2019 avec la liquidation d'ARJOWIGGINS, filiale du groupe SEQUANA, qui représentait près de 19% de la production française de papiers graphiques en 2018, à laquelle s'est ajoutée l'arrêt de l'une des deux lignes de production de papiers du groupe LECTA. La production française de papiers à usage graphique a ainsi reculé de -23% en 2019 pour s'établir à son plus bas niveau historique. Ceci a également eu un impact sur les exportations françaises de papiers à usage graphique (-14% en 2019).

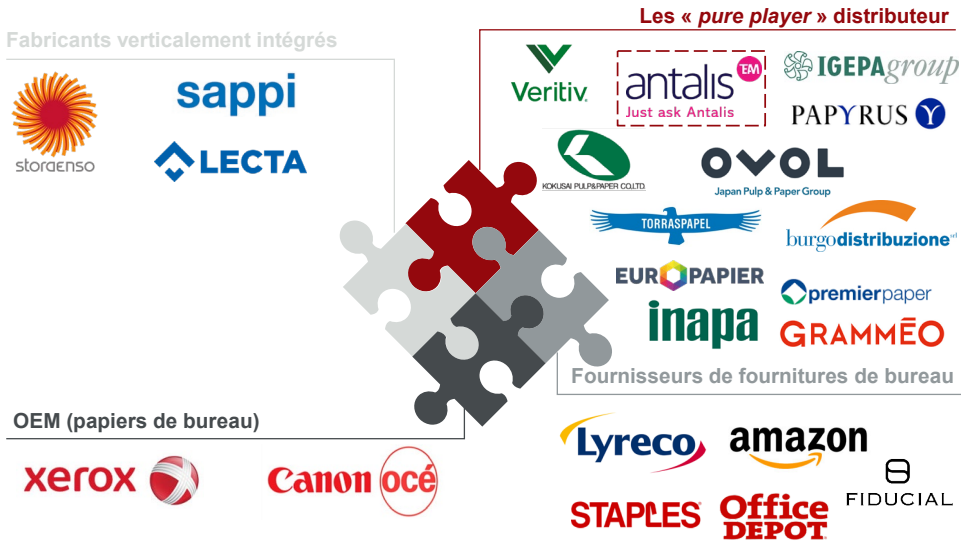
Les forces en présence

Le marché de la distribution de papiers à usage graphique s'est fortement concentré à partir des années 2000.

ANTALIS a été l'un des acteurs clé de la consolidation avec notamment l'acquisition de MAP MERCHANT GROUP en 2007 et l'acquisition de l'activité de papiers de bureau de XEROX en 2013. La faillite du groupe PAPERLINX Europe en 2015, deuxième acteur du marché à l'époque, a également contribué à cette concentration. D'autres opérations sont intervenues par la suite comme le rachat par ANTALIS de l'activité de distribution de papier du groupe IGEPA en Suède et en Norvège en 2018.

D'autres acteurs ayant également une activité de fabrication ainsi que les fournisseurs de fournitures de bureau (comme STAPLES et OFFICE DEPOT) sont également présents sur ce marché.

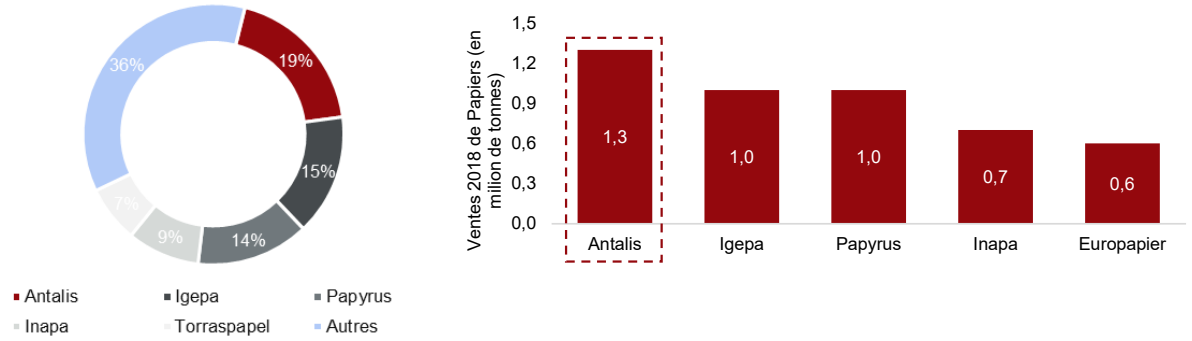
Figure 1 - Présentation résumée des catégories d'intervenants sur le marché de la distribution de papiers



Sources : Informations publiques, Société

Le groupe ANTALIS est le *leader* européen de la distribution de papiers avec environ 115.000 clients et 19% de parts de marché.

Figure 2 - Parts de marchés 2018 en volumes sur le marché européen - Ventes de papiers en 2018 en Europe



Source : Société

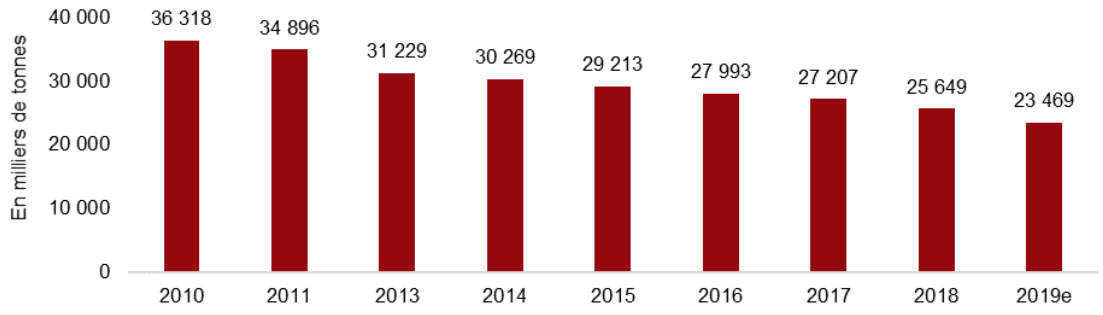
En dehors de l'Europe, VERITIV CORPORATION est un distributeur principalement présent sur le continent américain. KPP et JAPAN PULP AND PAPER COMPANY LIMITED (ci-après « JPP »), exercent principalement leurs activités sur le continent asiatique.

Un marché en déclin structurel

La consommation européenne de papiers à usage graphique apparaît en déclin depuis 2010 avec une décroissance annuelle moyenne de -4,7%, qui s'est accélérée en 2019, avec une baisse d'environ -8% (plus fort recul depuis 2009). La consommation de papiers couchés légers utilisés pour les catalogues, les magazines et le matériel publicitaire est celle qui a le plus souffert.

Cette baisse des volumes s'explique notamment par la généralisation des nouveaux moyens de communication numérique et par la digitalisation croissante des entreprises. À titre d'exemple, les factures papiers laissent progressivement place aux factures électroniques et les journaux et magazines se transforment peu à peu en sites, applications et offres d'abonnements numériques. Elle s'explique également par une volonté des clients de réduire leurs coûts en se reportant vers des papiers moins chers ainsi que par l'adoption d'une démarche plus responsable au niveau environnemental. D'autres facteurs tels que le ralentissement économique peuvent aussi avoir des effets sur les dépenses des entreprises en communication visuelle notamment.

Figure 3 - Consommation de papiers à usage graphique en Europe (hors Russie)



Source : XERFI

La baisse des volumes devrait se poursuivre au cours des prochaines années à un rythme d'environ -5% à -6% par an.

4.2. Le marché de la distribution d'emballages

La distribution d'emballages

Les emballages peuvent être classés en six grandes catégories selon leur matériau de fabrication (papier, carton, bois, matières plastiques, métal et verre).

Il existe trois types d'emballages :

- Les emballages « primaires » se trouvant en contact direct avec le produit ;
- Les emballages « secondaires » servant à conditionner les biens protégés par un emballage primaire au moyen notamment de bandes adhésives, de films étirables, etc. ;
- Les emballages « tertiaires » servant à conditionner les biens protégés par un emballage secondaire au moyen notamment de palettes, cornières, produits de calage, machines de cerclage, d'agrafage, de banderolage, etc.

Les matériaux et les types d'emballages étant variés, leurs utilisations finales le sont également. Les produits sont ainsi destinés à une variété de clients dans l'agroalimentaire (notamment lorsqu'il s'agit de sacs, de cartons et de caisses), l'industrie manufacturière, la construction, les transports, la chimie ou encore le e-commerce.

Selon SMITHERS PIRA, le marché mondial de l'emballage s'établissait à 851Mds$ en 2017 dont 53Mds$ pour les emballages industriels.

Tirée par la Chine et l'Inde, l'Asie constitue le principal marché avec environ 40% de la consommation mondiale, devant l'Amérique du Nord (24%) et l'Europe de l'Ouest (18%).

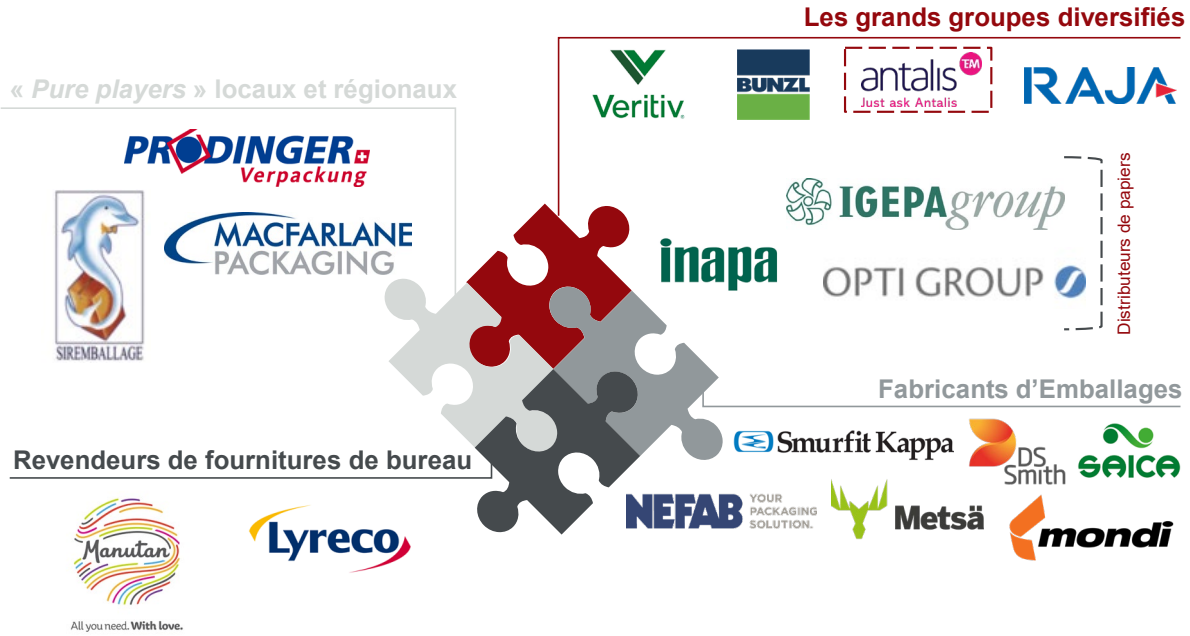
Les forces en présence

En France, le marché des emballages représente plus de 600 entreprises. L'implantation des sociétés est nationale voire régionale et leur chiffre d'affaires est souvent inférieur à 10M€. Seuls quelques groupes disposent d'une couverture internationale.

À l'échelle internationale le secteur est également très fragmenté et offre de nombreuses opportunités de consolidation. Depuis une dizaine d'années les principaux acteurs du secteur comme VERITIV CORPORATION, OPTI GROUP, SMURFIT KAPPA, DS SMITH ou encore MACFARLANE ont réalisé de nombreuses acquisitions, notamment aux Etats-Unis et en Europe.

Enfin, face à la baisse structurelle du marché du papier, certains grands distributeurs de papiers comme ANTALIS, INAPA ou IGEPA GROUP ont diversifié leurs activités afin de se positionner sur des marchés en croissance et présentant une meilleure rentabilité.

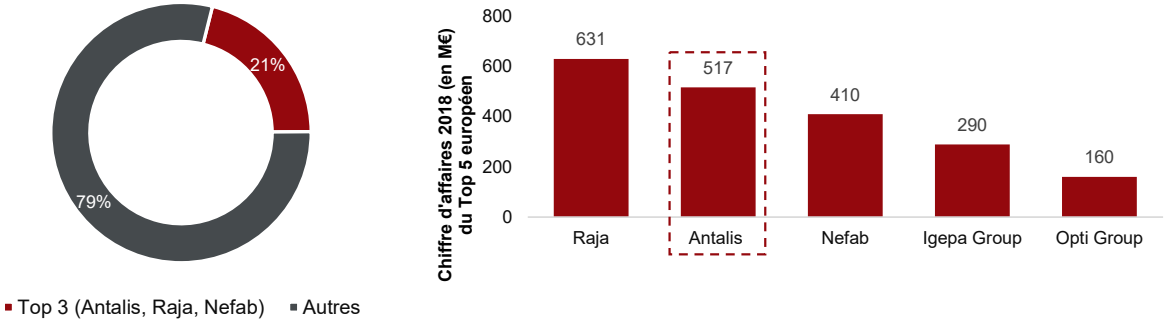
Figure 4 - Présentation résumée des catégories d'intervenants sur le marché de la distribution d'emballages



Sources : Informations publiques, Société

ANTALIS estime être un des *leaders* européens avec 7% à 8% de parts de marché dans les 24 pays européens dans lesquels le groupe exerce ses activités.

Figure 5 - Parts de marchés 2018 en Europe en fonction du chiffre d'affaires - Chiffre d'affaires du Top 5 européen



Source : Société

Le modèle économique et les tendances de marché

La demande d'emballages est fortement liée aux flux commerciaux.

Depuis plusieurs années, le développement important des échanges internationaux, avec des chaînes de production et d'assemblages situées dans des zones géographiques différentes, a favorisé le marché des emballages qui a vu émerger une demande nouvelle de la part des industriels pour des produits plus résistants et capables de supporter des transports longues distances dans des conditions parfois difficiles.

Le développement de la vente en ligne génère aussi d'importants besoins en produits d'emballages.

Avant la crise économique liée au Covid-19, le marché des emballages en Europe était attendu en croissance d'environ 3% par an sur les prochaines années, selon SMITHERS PIRA. Du fait de la crise, la croissance du marché sera moindre que prévu en 2020, sans qu'il soit possible d'en quantifier précisément les effets à ce jour. Le marché des emballages devrait toutefois connaitre une évolution plus favorable que ceux du papier et de la communication visuelle en 2020.

4.3. Le marché de la communication visuelle

La distribution de produits de communication visuelle

Les produits et services de communication visuelle offrent une grande variété d'applications allant des projets d'habillage de voitures, d'affichage de publicités et de signalétiques, mais aussi de plus en plus d'applications de décoration intérieure personnalisée, à plus forte valeur ajoutée.

L'écosystème de la communication visuelle est composé de distributeurs, d'agences spécialisées en architecture commerciale, de cabinets d'architectes, de responsables de marques, d'installateurs, de fabricants d'enseignes et d'imprimeurs grand format.

L'impression grand format est le segment le plus dynamique du marché. De nouvelles gammes de matériel d'impression grand format font régulièrement leur apparition sur le marché avec des capacités toujours plus grandes en termes de qualité, de vitesse d'impression et de polyvalence. L'impression textile est également un marché particulièrement porteur, avec notamment l'essor de l'impression numérique.

Le marché « adressable » par les distributeurs est d'environ 3Mds€ en Europe et se répartit entre les supports souples et rigides pour environ 2Mds€ et les équipements d'impression et de finition grand format, l'encre et les accessoires pour environ 1Md€.

Les forces en présence

Le secteur de la communication visuelle se compose de plus de 500 distributeurs indépendants à l'échelle européenne. Les acteurs réalisent généralement moins de 10M€ de chiffre d'affaires et ont une couverture locale, à l'exception des groupes comme SPANDEX, VINK, IGEPA et ANTALIS, qui ont une couverture internationale.

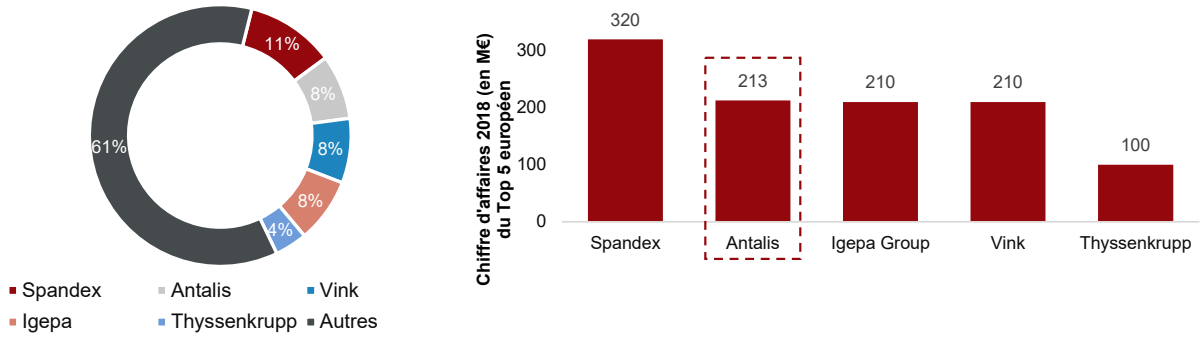
La fragmentation du marché offre de nombreuses opportunités de consolidation.

Figure 6 - Présentation résumée des catégories d'intervenants sur le marché de la distribution de produits de communication visuelle

Sources : Informations publiques, Société

ANTALIS détient une part de marché d'environ 7% à 8% en Europe et se positionne comme le deuxième distributeur européen, après SPANDEX.

Figure 7 - Parts de marchés 2018 en Europe en fonction du chiffre d'affaires - Chiffre d'affaires du Top 5 européen



Source : Société

Les perspectives de marché

L'apparition des nouvelles technologies telles que les écrans plats, a nettement favorisé la croissance de ce marché.

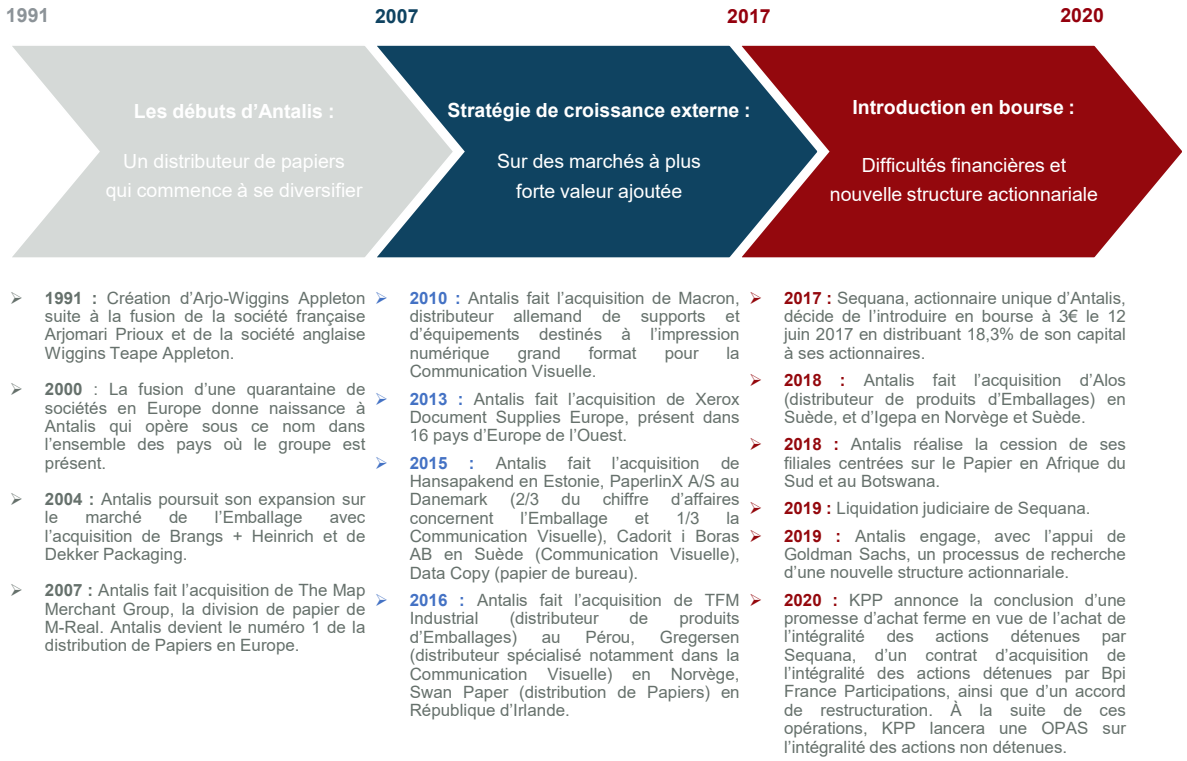
Avant la crise sanitaire liée au Covid-19, la croissance du secteur de la communication visuelle était estimée à environ +1% par an sur les prochaines années et à environ +2% sur le segment grand format d'impression.

La crise sanitaire a cependant eu un impact immédiat sur les activités de communication visuelle des grands groupes et pour ANTALIS, dont une part de l'activité est axée sur les salons et les rassemblements publics qui ont été interrompus pendant plusieurs semaines, et dont la reprise devrait être très progressive.

5. Présentation de la société ANTALIS

5.1. Rappel de l'historique

Figure 8 - Historique de la société ANTALIS



Sources : RFA 2019 et communiqués de presse

La société ANTALIS est née en 2000 de la fusion d'une quarantaine de sociétés en Europe, en se développant initialement dans la distribution de Papiers. ANTALIS a par la suite entrepris une diversification de ses activités dans des secteurs à plus forte valeur ajoutée, notamment l'emballage et la communication visuelle, tout en consolidant ses positions sur son marché historique.

L'année 2004 marque le début de la stratégie de diversification dans l'emballage avec l'acquisition de BRANGS + HEINRICH en Allemagne, suivie en 2006 de celle de DEKKER PACKAGING présent en Belgique, aux Pays-Bas et au Luxembourg, puis de celle de PAXOR en France en 2007.

Fin 2007, ANTALIS réalise une acquisition structurante dans la distribution de papiers au travers de MAP MERCHANT GROUP, devenant ainsi le *leader* en Europe. Cette acquisition lui permet d'étendre sa présence à de nouveaux pays, notamment la Scandinavie, les pays baltes et l'Europe de l'Est.

ANTALIS poursuit sa stratégie de diversification sur le marché de la communication visuelle dans le segment de l'impression grand format (LFP) et acquiert le distributeur allemand MACRON (2010).

En 2013, le groupe consolide à nouveau ses positions dans la distribution de papiers et fait l'acquisition de l'activité XEROX DOCUMENT SUPPLIES EUROPE (distribution de papiers de bureau), présente dans seize pays d'Europe de l'Ouest et acquiert la licence exclusive pour le marketing et la distribution de papiers bureautiques et numériques à marque XEROX® dans ces pays.

En 2015 et 2016, ANTALIS accélère son développement dans l'emballage et la communication visuelle avec l'acquisition de plusieurs sociétés, principalement en Europe.

En février 2017, SEQUANA, actionnaire historique d'ANTALIS, décide de distribuer 18,3% du capital d'ANTALIS à ses actionnaires, sous forme de dividende. Dans le cadre de cette distribution, la Société est introduite en bourse et ses actions cotées sur Euronext Paris à partir du 12 juin 2017.

La même année, SEQUANA est placée en procédure de sauvegarde, puis en redressement judiciaire en mars 2019, avant d'être mise en liquidation judiciaire par décision du le Tribunal de Commerce de Nanterre le 15 mai 2019.

Dans ce contexte d'incertitude pouvant affecter les opérations et les perspectives du groupe, ANTALIS initie en février 2019, avec l'appui de la banque d'affaires GOLDMAN SACHS, un processus de recherche d'une nouvelle structure actionnariale lui permettant d'assurer son développement et la mise en œuvre de son plan stratégique.

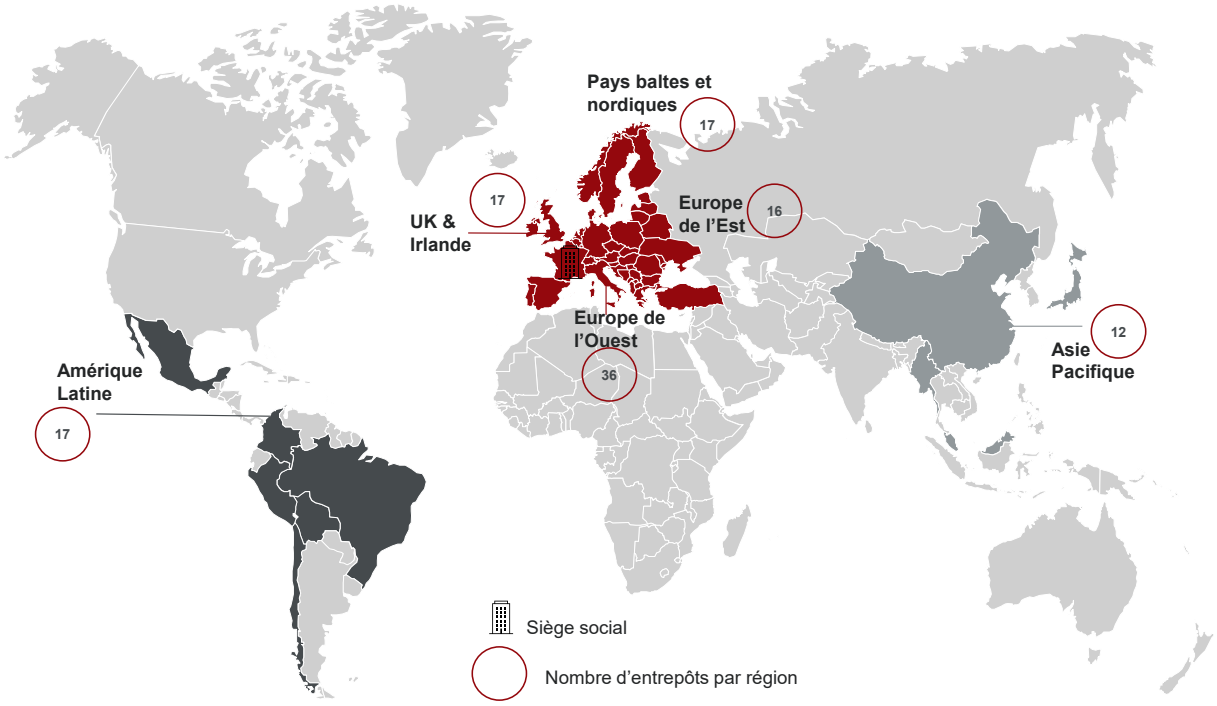
Le 31 mars 2020 ANTALIS annonce la finalisation de la recherche d'une nouvelle structure actionnariale et la conclusion d'une promesse d'achat ferme par KPP en vue de l'acquisition de l'intégralité des actions détenues par SEQUANA, d'un contrat d'acquisition en vue de l'achat de l'intégralité des actions détenues par BPIFRANCE PARTICIPATIONS, ainsi que d'un accord de restructuration financière portant sur le crédit syndiqué de la Société.

5.2. Présentation des activités d'ANTALIS

ANTALIS est un groupe de distribution de Papiers, de produits d'Emballage et de supports pour la Communication Visuelle. ANTALIS a réalisé un chiffre d'affaires de 2.074M€ en 2019 et emploie environ 4.700 personnes au service de plus de 115.000 clients, imprimeurs et entreprises.

ANTALIS est le seul opérateur de son secteur à disposer d'une présence internationale dans 41 pays. Disposant d'une couverture équilibrée en Europe, ANTALIS est également implanté de façon limitée en Amérique Latine (Bolivie, Brésil, Chili, Colombie, Mexique, Pérou) et en Asie Pacifique (Chine, Hong Kong, Japon, Malaisie, Singapour et Thaïlande).

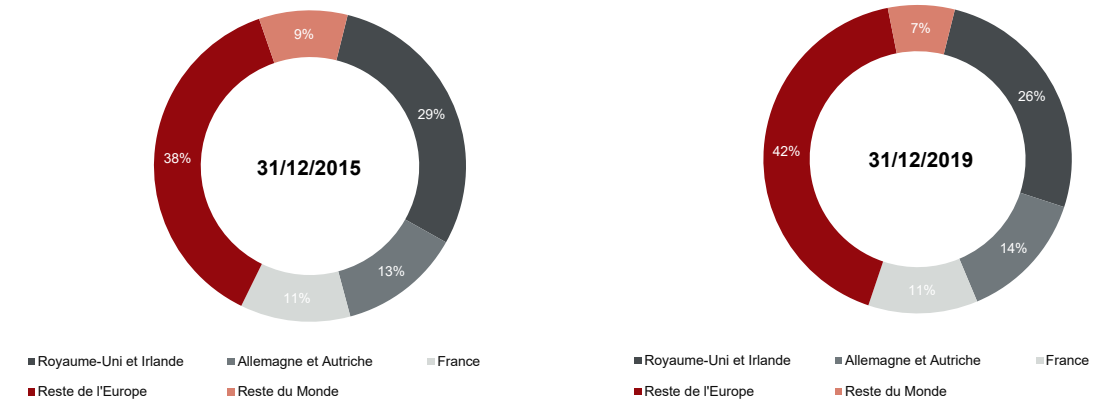
Figure 9 - Présence géographique du groupe



Source : Société

Au 31 décembre 2019, ANTALIS réalise 93% de son chiffre d'affaires en Europe (contre 90,8% en 2015). Les premiers pays contributeurs au chiffre d'affaires du groupe sont le Royaume-Uni, l'Irlande, l'Allemagne, l'Autriche et la France. La contribution du reste du monde représente 7% en 2019 contre 9% en 2015. Cette baisse s'explique principalement par les cessions d'ANTALIS SOUTH AFRICA PTY LTD et d'ANTALIS BOTSWANA en juillet 2018, dans le cadre de la stratégie de recentrage des activités d'ANTALIS vers les zones géographiques et les secteurs les plus dynamiques.

Figure 10 - Evolution du chiffre d'affaires par région entre 2015 et 2019



Sources : Document de Référence 2015 de SEQUANA, Prospectus IPO, Rapports Financiers Annuels 2017 et 2019 d'ANTALIS

Présentation du secteur opérationnel papiers

La valeur ajoutée du groupe réside dans sa capacité à trouver les meilleurs produits et fournisseurs pour satisfaire les besoins de ses clients quelle que soit leur taille et leurs délais de livraison. ANTALIS propose une distribution rapide et sur mesure (11.000 livraisons par jour en moyenne) grâce à un modèle logistique organisé autour de 42 centres de distribution nationaux et de 75 centres de distribution régionaux en France et à l'international.

Le Groupe livre ses clients selon deux modèles de distribution :

- Les ventes « sur stock », qui représentent environ 70% de l'activité d'ANTALIS et pour lesquelles la Société achète ses produits auprès des fabricants, les entrepose et les livre au client final ;
- Les ventes « sur fabrication » pour lesquelles ANTALIS passe la commande auprès du fabricant qui se charge lui-même de l'expédition au client final depuis ses usines. En général, les ventes « sur fabrication » portent soit sur des volumes importants et/ou des délais de livraison plus longs que pour les produits standards, soit sur des produits spécifiques, voire personnalisés (formats, assemblages spécifiques, couleurs, etc.).

En termes de mix produits, ANTALIS est l'un des groupes qui propose l'offre la plus diversifiée du marché. Les papiers d'impression dits « *Print* » destinés à une clientèle d'imprimeurs, graphistes, éditeurs et agences de communication, couvrent diverses applications :

- Les papiers couchés dont la surface est traitée à l'aide de minéraux permettent d'améliorer le rendu de l'impression ainsi que la blancheur du papier ;
- Les papiers de création sont des papiers texturés aux surfaces diverses et aux effets multiples, procurant une image haut de gamme pour différents supports de communication (impression de publicités, calendrier, reproduction d'œuvre d'art, etc.) ;
- Les cartes graphiques blanchies en triple-jet, couchées sur une ou deux faces ou contrecollées, disposent d'une excellente qualité d'impression avec une reproduction fidèle des illustrations les plus sophistiquées ;
- Les papiers recyclés sont des papiers naturels et écologiques qui existent en version blanche ou écru (pour un rendu plus "brut") ;
- Les papiers de spécialité parmi lesquels figurent les papiers autocopiants, les étiquettes à bagages, les cartes de fidélité, etc.

Au sein du segment des papiers de bureau dits « *Office* », ANTALIS distribue soit aux grandes entreprises et administrations soit aux revendeurs (groupements et centrales d'achats, fourniturists de bureau, détaillants), notamment :

- Les papiers couchés correspondent à des supports d'impression opaques et blancs assurant un très bon passage en imprimante (couché classique, chrome, recyclé, sans ou avec trace de bois, bouffant, impression numérique, grand format, etc.) ;
- Les papiers non couchés dits de « bureautique » (ramettes de papiers pour photocopieuses ou imprimantes) sont amidonnés mais leur surface n'est pas lisse comme pour les papiers couchés. On peut facilement écrire dessus et il dispose d'un faible grammage (80 à 90 grammes) ;
- Les enveloppes.

Présentation du secteur opérationnel emballage

Depuis 2004, ANTALIS s'est diversifiée vers des produits à plus forte valeur ajoutée, dont les produits d'emballages.

ANTALIS distribue des solutions pour assurer la protection des biens durant leur transport et leur stockage. Il s'agit principalement d'emballages secondaires (film rétractable, étirable ou à bulles, matelassage, mousse, bande adhésive, etc.) ou tertiaires (palette, cornière, produit de calage, machine de cerclage, d'agrafage, de banderolage, etc.) qui, contrairement aux emballages primaires, ne se trouvent pas en contact direct avec les produits et servent ainsi à conditionner les biens protégés par un emballage primaire.

ANTALIS fournit également dans une moindre proportion des emballages primaires comme des caisses en carton ondulé.

La clientèle est principalement composée de groupes industriels de différents secteurs (automobile, industrie mécanique, électronique, logistique, e-commerce, etc.).

Présentation du secteur opérationnel communication visuelle

Les activités de communication visuelle d'ANTALIS reposent sur l'offre de supports nécessaires à la réalisation de campagnes publicitaires (sur le lieu de vente ou à l'extérieur) et à la décoration intérieure d'espaces professionnels ou privés (salons).

ANTALIS propose à ses clients professionnels un échantillon de produits diversifiés allant des machines d'impression et de finition à des accessoires de communication (vinyles auto-adhésifs pour la personnalisation des flottes de véhicules, supports pour l'impression numérique grand format destinés à la décoration intérieure ou à la communication extérieure, du mobilier urbain, des décors de vitrines, mais également des présentoirs de comptoirs, etc.).

Un large choix de services à forte valeur ajoutée complète également l'offre de produits et de supports de communication visuelle, comme notamment l'accompagnement du client dans la maitrise de sa production (choix des supports, gestion partagée des stocks, pose d'adhésifs, etc.).

5.3. Données financière d'ANTALIS

Les états financiers consolidés d'ANTALIS, tels que présentés dans le prospectus d'introduction en bourse et les Rapports Financiers Annuels 2017 à 2019, sont reproduits ci-après.

Les comptes consolidés des exercices 2015 à 2019 ont été certifiés sans réserve par les commissaires aux comptes[7]. Il est toutefois précisé que dans leur rapport sur les comptes consolidés 2019, les commissaires aux comptes attirent l'attention du lecteur sur l'hypothèse de continuité d'exploitation retenue pour l'arrêté des comptes, laquelle se fonde notamment sur « *le rachat d'ANTALIS par le groupe japonais KOKUSAI PULP AND PAPER CO LTD (« KPP »), dont la finalisation est prévue courant juillet 2020* ».

[7] Les cabinets PRICEWATERHOUSECOOPERS AUDIT et CONSTANTIN ASSOCIES.

5.3.1. Compte de résultat

Tableau 2 - Compte de résultat consolidé

	Historique					
Au 31/12 - En M€	**2015R**	**2016R**	**2017R**	**2018R**	**2019R***	**2019R****
Chiffre d'affaires	**2 625,0**	**2 458,5**	**2 377,4**	**2 311,0**	**2 074,0**	**2 074,0**
Croissance %	*nd*	*-6,3%*	*-3,3%*	*-2,8%*	*-10,3%*	*-10,3%*
Marge brute	**631,0**	**596,5**	**582,4**	**560,2**	**505,6**	**505,6**
Croissance %	*nd*	*-5,5%*	*-2,4%*	*-3,8%*	*-9,7%*	*-9,7%*
% du chiffre d'affaires	*24,0%*	*24,3%*	*24,5%*	*24,2%*	*24,4%*	*24,4%*
Coûts de personnel	(296,0)	(287,0)	(275,4)	(266,0)	(248,2)	(248,2)
Autres frais administratifs et commerciaux	(267,0)	(245,1)	(241,2)	(241,6)	(226,3)	(221,8)
Résultat opérationnel courant	**68,0**	**64,4**	**65,8**	**52,6**	**31,1**	**35,6**
Croissance %	*nd*	*-5,3%*	*2,2%*	*-20,1%*	*-40,9%*	*-32,3%*
% du chiffre d'affaires	*2,6%*	*2,6%*	*2,8%*	*2,3%*	*1,5%*	*1,7%*
Autres produits opérationnels	10,0	1,9	6,5	27,3	0,4	0,4
Autres charges opérationnelles	(33,0)	(28,7)	(33,0)	(71,7)	(58,4)	(58,4)
Résultat opérationnel	**45,0**	**37,6**	**39,3**	**8,2**	**(26,9)**	**(22,4)**
% du chiffre d'affaires	*1,7%*	*1,5%*	*1,7%*	*0,4%*	*-1,3%*	*-1,1%*
Coût de l'endettement financier net	(32,0)	(25,4)	(22,5)	(35,6)	(35,3)	(43,6)
Autres produits et charges financiers	(1,0)	(2,8)	(2,9)	(3,0)	(2,5)	(2,5)
Résultat financier	**(33,0)**	**(28,2)**	**(25,4)**	**(38,6)**	**(37,8)**	**(46,1)**
% du chiffre d'affaires	*-1,3%*	*-1,1%*	*-1,1%*	*-1,7%*	*-1,8%*	*-2,2%*
Impôt sur le résultat	(4,0)	(4,1)	(4,4)	0,8	(7,4)	(7,4)
Intérêts minoritaires	--	(0,1)	(0,1)	(0,2)	--	--
Résultat net part du groupe	**8,0**	**5,1**	**9,4**	**(29,8)**	**(72,1)**	**(75,9)**
% du chiffre d'affaires	*0,3%*	*0,2%*	*0,4%*	*-1,3%*	*-3,5%*	*-3,7%*

Sources : Prospectus d'introduction en bourse, RFA 2017, 2018 et 2019

* Exercice 2019 pro-forma, avant application de la norme IFRS 16.

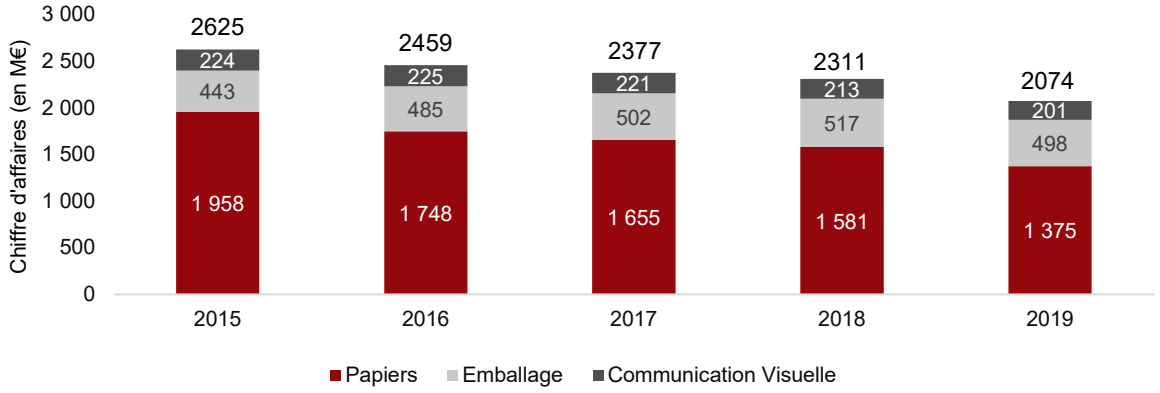
** Exercice 2019 tel que publié, après prise en compte de la norme IFRS 16.

- **Chiffre d'affaires et marge brute par secteur :**

Depuis plusieurs années le marché du papier apparaît en décroissance structurelle, ce qui s'est traduit par une baisse continue du poids de cette activité dans le chiffre d'affaires total du Groupe (74,6% en 2015 contre 66,3% en 2019).

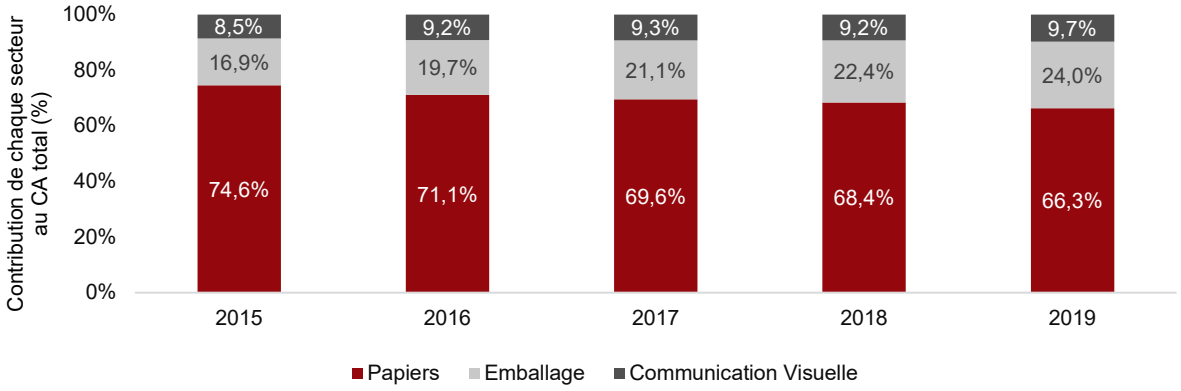
Pour tenter de compenser cette décroissance du papier, ANTALIS a fait le choix de diversifier ses activités vers les produits d'emballages et les solutions de communication visuelle, à plus forte valeur ajoutée. D'une manière générale ces nouvelles activités ne sont pas parvenues à compenser le déclin du papier puisque le chiffre d'affaires du groupe apparaît en baisse continue depuis 2015 avant une évolution accentuée en 2019, passant de 2.625M€ à 2.074M€ en 2019, soit une diminution annuelle moyenne de -5,7%.

Figure 11 - Ventilation du chiffre d'affaires par secteur opérationnel depuis 2015



Sources : Prospectus d'introduction en bourse, RFA 2017 et 2019 d'ANTALIS

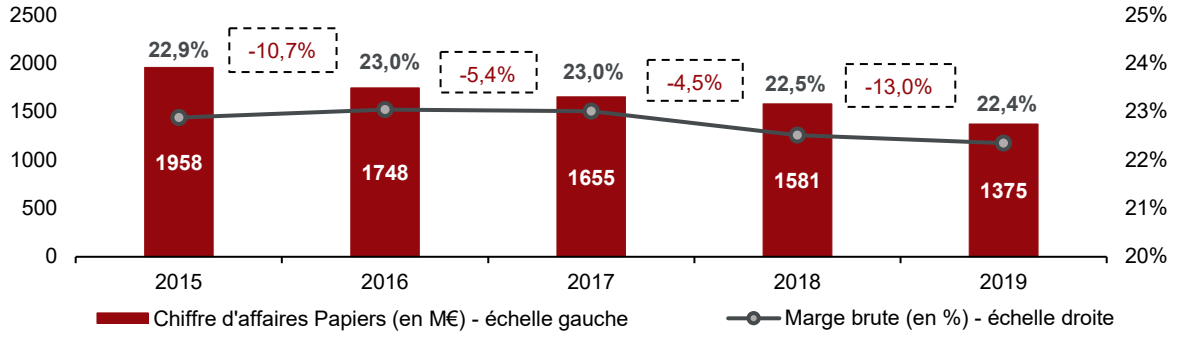
Figure 12 - Contribution de chaque secteur opérationnel au chiffre d'affaires total depuis 2015



Sources : Prospectus d'introduction en bourse, RFA 2017 et 2019 d'ANTALIS

Performance du secteur opérationnel papiers

Figure 13 - Evolution du chiffre d'affaires et de la marge brute entre 2015 et 2019



Sources : Prospectus d'introduction en bourse, RFA 2017, 2018 et 2019

Le chiffre d'affaires du secteur opérationnel papiers a diminué en moyenne de -8,5%[8] par an entre 2015 et 2019, passant de 1.958M€ en 2015 à 1.375M€ en 2019.

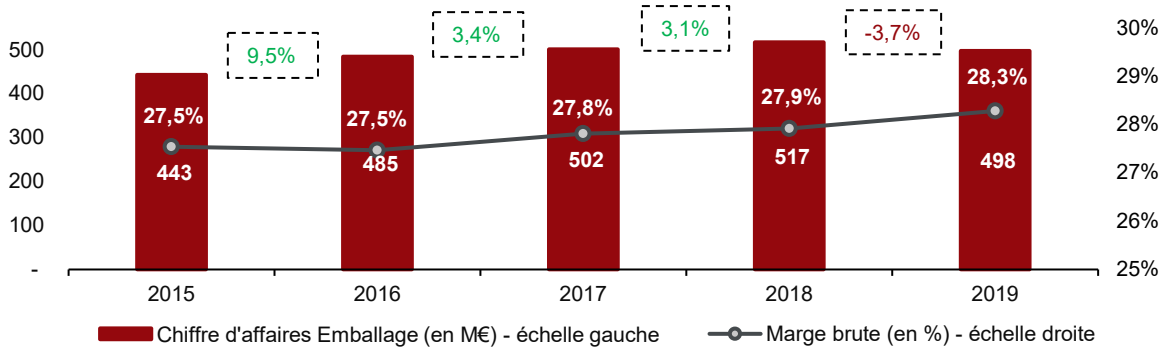
Le ralentissement observé en 2019 (-13,0% par rapport à 2018), plus important que celui observé lors des exercices précédents, est à mettre en regard avec la baisse significative du marché de la distribution de papiers en Europe (environ -8% en volumes), accentuée par une diminution des prix de l'ordre de -6% entre le premier et le dernier trimestre 2019. ANTALIS a également fait face à des problèmes d'approvisionnement en 2019 suite aux difficultés rencontrées par deux de ces fournisseurs (ARJOWIGGINS GRAPHIC et ARJOWIGGINS CREATIVE PAPERS[9]) qui représentaient environ 8% des achats du groupe.

La marge brute est passée de 448,0M€ en 2015 à 307,3M€ et le taux de marge ressort en baisse limitée de 0,5 point sur la période (22,4% en 2019).

En 2019, la marge brute du secteur opérationnel papiers représente 60,8% de la marge brute totale du Groupe.

Performance du secteur opérationnel emballage

Figure 14 - Evolution du chiffre d'affaires et de la marge brute entre 2015 et 2019



Sources : Prospectus d'introduction en bourse, RFA 2017, 2018 et 2019

Le chiffre d'affaires du secteur opérationnel emballage a enregistré une croissance annuelle moyenne de +3,0% entre 2015 et 2019.

L'amélioration de la marge brute de 0,8 point sur la période reflète le déploiement de la stratégie axée sur des produits et services à plus forte valeur ajoutée. Cela ressort particulièrement en 2019, avec un chiffre d'affaires en baisse de -3,7% mais une amélioration de la marge brute de 0,4pt par rapport à 2018.

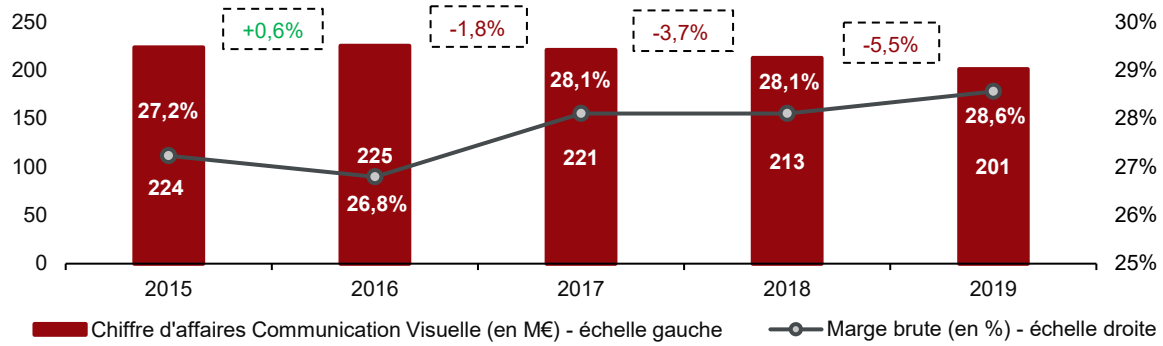
En 2019, la marge brute du secteur opérationnel emballage s'établit à 140,8M€ et représente 27,8% de la marge brute totale du groupe.

[8] Taux de Croissance Annuel Moyen (ci-après « TCAM ») entre 2015 et 2019.

[9] Sociétés sœurs d'ANTALIS. ARJOWIGGINS GRAPHIC a été mise en liquidation fin mars 2019 et ARJOWIGGINS CREATIVE PAPERS a fait l'objet d'une offre de reprise par son management annoncée le 25 septembre 2019.

Performance du secteur opérationnel de communication visuelle

Figure 15 - Evolution du chiffre d'affaires et de la marge brute entre 2015 et 2019



Sources : Prospectus d'introduction en bourse, RFA 2017, 2018 et 2019

Le chiffre d'affaires communication visuelle a diminué en moyenne de -2,6% par an entre 2015 et 2019, passant de 224M€ en 2015 à 201M€ en 2019 avec une accentuation de la baisse en 2018 et en 2019.

Les années 2018 et 2019 ont notamment été marquées par le recul des ventes au Royaume-Uni, important marché pour les clients du groupe en signalétique, dans le contexte du Brexit.

Dans un contexte de marché difficile, ANTALIS s'est davantage concentrée sur l'amélioration de sa marge brute et de sa profitabilité, plus que sur le gain de parts de marché. La marge brute est ainsi passée de 27,2% en 2015 à 28,6% en 2019.

En 2019, la marge brute du secteur opérationnel communication visuelle s'établit à 57,5M€ et représente 11,4% de la marge brute totale du groupe.

D'une manière générale, la marge brute totale du groupe apparait en baisse depuis 2015 (-125,4M€) en lien avec la baisse du chiffre d'affaires, alors que le taux de marge brute est pour sa part resté relativement stable sur la période (entre 24,0% et 24,5%).

- **Résultat opérationnel :**

Le résultat opérationnel est en diminution constante depuis l'exercice 2015, passant de 45,0M€ à -26,9M€ en 2019 (avant application de la norme IFRS 16).

Le taux de marge suit la même tendance puisque celui-ci est passé de 1,7% en 2015 à -1,3% en 2019 (avant application de la norme IFRS 16).

Les deux derniers exercices clos ont été marqués par des autres charges opérationnelles très significatives, qui expliquent pour partie la dégradation du résultat opérationnel. En 2018, celles-ci incluaient notamment des dépréciations de *goodwill* (-22,0M€), des coûts liés au refinancement (-9,4M€) ainsi que des coûts de restructuration (-21,3M€).

En 2019, les autres charges opérationnelles ont représenté -58,0M€ et incluaient notamment des coûts de restructuration (-25,2M€), des cessions et dépréciations d'actifs (-24,6M€) et des coûts de mise en œuvre de la nouvelle structure actionnariale (-4,0M€).

La forte chute du résultat opérationnel entre 2018 et 2019 (-30,6M€) est à mettre en regard avec (i) le déclin structurel du papier, (ii) le ralentissement économique général en Asie puis en Europe, notamment au Royaume-Uni sous l'effet du Brexit, et avec (iii) les difficultés rencontrées par ANTALIS au cours de l'exercice écoulé suite aux défaillances de son actionnaire de contrôle et de deux de ses fournisseurs.

À titre informatif l'EBITDA[10], qui correspond au résultat opérationnel avant prise en compte des dotations aux amortissement et provisions, s'établit à 54,2M€ avant IFRS16, en baisse de -27,6% par rapport à 2018. Sur la période 2015-2019, l'EBITDA ressort en décroissance annuelle moyenne de -12,9% avec un taux de marge qui est passé de 3,6% du chiffre d'affaires en 2015 à 2,6% du chiffre d'affaires en 2019 (avant IFRS 16).

5.3.2. Bilan

Tableau 3 - Bilan consolidé

	Historique				
Au 31/12 - En M€	**2015R**	**2016R**	**2017R**	**2018R**	**2019R***
Actifs non courants					
Immobilisations incorporelles	195,0	192,5	182,8	162,8	145,1
Goodwill	*147,0*	*149,8*	*141,1*	*120,0*	*106,8*
Autres	*48,0*	*42,7*	*41,7*	*42,8*	*38,3*
Immobilisations corporelles	50,0	48,8	42,3	38,7	30,4
Droits d'utilisation des actifs en location	--	--	--	--	108,7
Actifs financiers non courants	3,0	2,9	4,4	5,9	5,6
Actifs d'impôts différés	8,0	8,0	7,6	6,6	4,4
Autres actifs non courants	18,0	19,0	13,1	59,6	75,1
Actifs courants					
Stocks	217,0	207,8	212,1	194,2	175,1
Clients et comptes rattachés	447,0	411,4	400,5	369,5	317,6
Autres débiteurs	89,0	88,1	75,1	71,0	61,9
Actifs financiers courants	2,0	1,3	3,6	3,0	2,8
Trésorerie et équivalents de trésorerie	138,0	134,2	116,6	125,0	164,7
Total Actif	**1 167,0**	**1 114,0**	**1 058,1**	**1 036,3**	**1 091,4**
Fonds propres part du groupe	**156,0**	**141,3**	**123,8**	**112,7**	**48,1**
Intérêts minoritaires	-	0,6	0,5	0,7	0,2
Passifs non courants					
Provisions	68,0	70,5	55,2	42,7	45,5
Emprunts et dettes financières	196,0	235,0	1,0	257,9	79,3
Passifs d'impôts différés	3,0	0,6	0,8	0,8	0,9
Autre passifs non courants	--	--	--	--	0,4
Passifs courants					
Provisions	11,0	11,3	5,9	11,4	8,6
Emprunts et dettes financières	174,0	153,5	363,2	154,9	431,0
Dettes de loyers	--	--	--	--	114,6
Fournisseurs et comptes rattachés	361,0	378,4	386,0	336,6	257,3
Autres créditeurs	198,0	122,8	121,7	118,6	105,5
Total Passif	**1 167,0**	**1 114,0**	**1 058,1**	**1 036,3**	**1 091,4**
Ratio* de levier financier*	**2,5x**	**2,9x**	**2,9x**	**3,9x**	**6,4x**
Gearing***	**149%**	**180%**	**200%**	**255%**	**719%**

Sources : Document de Référence 2015 de SEQUANA, Prospectus d'introduction en bourse, RFA 2017, 2018 et 2019

* Le bilan de l'exercice 2019 tient compte de l'application de la norme IFRS 16.
** Le *ratio* le levier financier correspond au ratio endettement financier net / EBITDA. Nous précisons le *ratio* extériorisé en 2019 (6,4x) s'entend avant application de la norme IFRS 16.
*** Le *Gearing* correspond au *ratio* de l'endettement financier net (hors dettes de loyers en application de la norme IFRS 16) sur les capitaux propres comptables part du groupe.

[10] Earnings Before Interests, Tax, Depreciation and Amortization

- **Immobilisations :**

Les immobilisations incorporelles (145,1M€ au 31 décembre 2019) sont majoritairement composées des *goodwill* liés aux acquisitions (106,8M€ au 31 décembre 2019).

Les immobilisations corporelles sont pour leur part relativement faibles (30,4M€ au 31 décembre 2019), dans la mesure où les locaux utilisés par ANTALIS sont loués. .

Compte tenu de la dégradation des perspectives d'activité, les tests de dépréciation d'actifs mis en œuvre en 2019 se sont traduits par des dépréciations de 15,0M€, portant sur les *goodwill* des UGT en Amérique du Sud (7,0M€ comptabilisés au premier semestre), en Pologne, Finlande (4,0M€) ainsi qu'aux Pays Baltes, Russie (4,0M€).

Les tests portant sur les immobilisations corporelles et incorporelles (hors *goodwill*) ont pour le part conduit à comptabiliser des dépréciations d'un montant total de 6,4M€, principalement sur les UGT au Benelux (3,4M€ comptabilisée au premier semestre) et Hongrie (2,5M€).

- **Besoin en Fonds de Roulement (BFR) :**

La saisonnalité de l'activité d'ANTALIS se traduit par des « pics » de BFR en avril et en octobre et des points bas en juin et en décembre de chaque année. La position de BFR telle qu'elle ressort des comptes consolidés au 31 décembre ne peut donc pas être considérée comme normative.

On observe de plus des besoins de financements intra-mensuels qui peuvent être significatifs (35M€ en moyenne), rendant une partie de la trésorerie non disponible pour le financement du développement de la Société ou, le cas échéant, pour la remontée de la trésorerie aux actionnaires sous forme de dividendes.

- **Structure financière :**

Après affectation de la perte de l'exercice (75,9M€), les capitaux propres part du groupe s'élèvent à 48,1M€ au 31 décembre 2019, soit 0,68€ par action.

L'endettement financier net avant application de la norme IFRS 16 s'établit à 345,6M€ au 31 décembre 2019, soit une hausse de 57,8M€ par rapport à 2018 en lien avec la dégradation de la performance opérationnelle en 2019. Après application de la norme IFRS 16, l'endettement financier net s'établit à 460,2M€.

On relève par ailleurs qu'avant IFRS16, l'endettement financier net a augmenté de plus de 114M€ depuis 2015 alors que dans le même temps les résultats de la Société se sont dégradés de manière significative (baisse de 71,9M€ du résultat opérationnel sur la même période).

Le levier financier[11] s'établit à 6,4x avant application de la norme IFRS 16 au 31 décembre 2019 (contre 3,9x en 2018) et le *gearing* à 719%.

[11] Correspondant au ratio d'endettement financier net / EBITDA. Ce ratio permet de mesurer la capacité de remboursement d'ANTALIS avec la trésorerie générée par son activité.

Il est également précisé que les *ratios* (ou covenants bancaires) des lignes de crédit syndiqué testés au 31 décembre 2019 n'ont pas été respectés[12], rendant théoriquement les lignes de crédit syndiqué immédiatement exigibles. Cependant, aux termes de l'accord conclu avec les parties au contrat de crédit syndiqué, ces derniers ont renoncé à exercer leurs droits au titre de tout cas de défaut, potentiel ou avéré, jusqu'à la finalisation de la transaction avec KPP.

En d'autres termes, en l'absence d'offre de reprise par KPP, les parties au contrat de crédit syndiqué auraient eu la faculté de prononcer l'exigibilité immédiate et intégrale des lignes de crédit syndiqué, ce qui aurait *de facto* placé la Société en situation de cessation des paiements.

5.3.3. Impact de la crise économique sur le premier semestre 2020[13]

L'impact de la crise économique liée à la pandémie du Covid-19 a commencé à se matérialiser fortement dès les mesures de confinement annoncées à partir du mois de mars 2020, en particulier en Europe du Sud et de l'Ouest, après l'Asie impactée dès le mois de janvier. La baisse de la demande a particulièrement affecté l'activité Papiers dans un marché européen en décroissance en volume d'environ -25 % au premier semestre 2020 par rapport à la même période en 2019.

Le chiffre d'affaires du premier semestre 2020 s'établit ainsi à 817,1M€, en recul de -23,8% en données publiées et de -23,3% en données comparables[14] par rapport au premier semestre 2019.

La marge brute s'établit à 201,7M€, en retrait de -22,8% en données publiées et de -22,5% en données comparables. Le taux de marge brute progresse à 24,7% (+0,3 point en données publiées), notamment grâce au renforcement de la contribution des secteurs à plus forte valeur ajoutée que sont l'emballage et la communication visuelle.

La Société s'attend à voir son taux de marge d'EBITDA (hors incidence de la norme IFRS 16) baisser d'environ 2 points par rapport à celui de 2,8% au premier semestre 2019.

[12] Le ratio de levier financier (endettement financier net / EBITDA) s'établit à 6,4x alors qu'il devait être inférieur ou égal à 4,4x et le ratio de couverture d'intérêts (résultat opérationnel courant consolidé / charge d'intérêts nette consolidée) s'établit à 1,56x alors qu'il devait être supérieur ou égal à 2,35x.

[13] Les agrégats présentés dans cette section sont non audités à la date du présent rapport.

[14] La variation en données comparables retraite les impacts de change, calendaires et de périmètre.

5.4. 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 16 - Matrice SWOT

Source : analyses FINEXSI

6. Evaluation des actions de la société ANTALIS

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 ANTALIS dont les modalités et résultats sont exposés ci-après.

Nos travaux d'évaluation ont été menés avant et après la prise de contrôle par KPP et la restructuration financière de la Société.

Le prix d'Offre de 0,73€ par action ANTALIS est ainsi apprécié sur une base *standalone*, avant la prise de contrôle par KPP et la mise en œuvre de la restructuration financière (abandon de créances et refinancement d'une partie de la dette existante) dans la mesure où ces deux opérations s'analysent comme un tout indissociable. En effet, l'abandon de créances et le refinancement d'une partie de la dette existante d'ANTALIS sont notamment subordonnés à la réalisation de l'acquisition par KPP des actions ANTALIS détenues par SEQUANA et BPIFRANCE PARTICIPATIONS, ce qui implique qu'en l'absence de prise de contrôle par KPP, l'abandon de créances ne serait pas acquis à la Société.

Les travaux d'évaluation après restructuration financière, menés uniquement sur la base de la méthode des flux de trésorerie prévisionnels actualisés (DCF), permettront d'apprécier la part de l'abandon de créances intégrée dans le prix d'Offre proposé aux actionnaires minoritaires.

6.1. Méthodes d'évaluation écartées

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes suivantes :

6.1.1. Actif Net Comptable consolidé

L'Actif Net Comptable (ci-après « ANC ») n'est généralement pas considéré comme représentatif de la valeur intrinsèque de la Société dans la mesure où il n'intègre pas les perspectives de croissance et de rentabilité, ni les éventuelles plus-values sur les éléments d'actifs.

Pour information, l'ANC consolidé (part du groupe) au 31 décembre 2019 s'établit à 48,1M€, soit une valeur par action de 0,68€ sur une base diluée.

6.1.2. Actif Net comptable Réévalué

La méthode de l'Actif Net comptable Réévalué (ci-après « ANR ») consiste à corriger l'ANC 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*, foncières) est particulièrement adaptée aux entreprises dont les principaux actifs ont une valeur sur un marché et que les acquisitions et cessions de tels actifs constituent son processus d'exploitation, ce qui n'est pas le cas d'ANTALIS.

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 et présente le biais de mieux valoriser les sociétés dont les taux de distribution sont les plus élevés, sans tenir compte de l'impact à moyen terme des arbitrages entre distribution, autofinancement et investissement.

La Société n'ayant pas eu une politique de dividendes stable au cours des 3 derniers exercices[15], et n'ayant pas non plus annoncé au marché de prévisions en matière de distribution, cette méthode ne sera pas retenue.

6.1.4. Valeur liquidative

Nous n'avons pas considéré devoir retenir cette méthode, non pertinente dans le contexte de la prise de contrôle par KPP et de la restructuration financière, qui devraient permettre le maintien des activités d'ANTALIS en continuité d'exploitation.

Nous rappelons toutefois, comme cela est mentionné au §5.3.2 que les ratios des lignes de crédit syndiqué n'ont pas été respectés au 31 décembre 2019. Cela implique qu'en l'absence de prise de contrôle par KPP, et donc sans mise en œuvre de la restructuration financière qui lui est subordonnée (abandon de créances et refinancement d'une partie de la dette existante), les parties au contrat de crédit syndiqué auraient eu la faculté de prononcer l'exigibilité immédiate et intégrale des lignes de crédit syndiqué, ce qui aurait *de facto* placé la Société en situation de cessation des paiements.

Dans ces conditions, l'évaluation de la Société en continuité d'exploitation n'apparaît pertinente que dans le contexte de la prise de contrôle par KPP et de la mise en œuvre de la restructuration financière qui lui est subordonnée.

6.2. Méthodes d'évaluation retenues

Nous avons retenu une approche multicritère qui comprend les références et méthodes d'évaluation suivantes, à titre principal :

- Les transactions récentes intervenues sur le capital d'ANTALIS ;
- La méthode intrinsèque de l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels.

En complément, nous avons examiné, à titre secondaire, la référence suivante :

- Le cours de bourse de la Société.

À titre indicatif, nous présenterons également :

- La méthode d'évaluation analogique fondée sur les multiples observés sur des sociétés cotées comparables ;

[15] Les termes des accords de financement du groupe ne permettent pas à la Société de verser de dividende au titre des années 2018 à 2020 afin de favoriser son développement et son plan de transformation.

- La méthode d'évaluation analogique fondée sur les multiples observés sur des transactions comparables ;
- Les objectifs de cours de bourse des analystes.

6.2.1. Transactions récentes intervenues 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).

Concernant ANTALIS, nous nous référons :

- à l'acquisition, le 21 juillet 2020, d'un bloc de 53.395.148 actions auprès de SEQUANA, représentant 75,20% du capital de la Société ;
- à l'acquisition, le 21 juillet 2020, d'un bloc de 6.064.946 actions auprès de BPIFRANCE PARTICIPATIONS, représentant 8,54% du capital de la Société.

Ces acquisitions de blocs constituent selon nous des références directes, récentes et représentatives.

Nous ne retiendrons pas la référence à l'introduction en bourse (IPO) de 2017, compte tenu de son ancienneté et surtout du contexte très différent qui prévalait à la date de cette opération (la Société ne rencontrait pas les difficultés financières qu'elle connaît aujourd'hui).

6.2.2. Actualisation des flux de trésorerie futurs (ou DCF[16])

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.

Cette méthode permet de reconnaître la valeur attribuable aux perspectives de développement de la Société et nous paraît adaptée à la situation d'ANTALIS dans le contexte de la prise de contrôle par KPP et de la restructuration financière. Elle est de plus adaptée pour rechercher la pleine valeur de l'actif dans la mesure où elle suppose d'avoir l'accès et la maîtrise des flux générés par celui-ci, donc le contrôle.

[16] *Discounted Cashflow*

Les flux de trésorerie prévisionnels ont été établis sur la base du plan d'affaires transmis par la Société. Ce plan d'affaires a été élaboré par le management d'ANTALIS sur la période 2020e-2023e.

Il convient de noter que les prévisions sur lesquelles se fondent nos travaux ont été établies alors que la crise liée au Covid-19 n'était pas prévisible. L'année 2020e a donc fait l'objet d'une mise à jour par le management pour intégrer les effets prévisibles de cette crise sur l'activité de la Société lors de l'exercice en cours. Les années 2021e et suivantes du plan d'affaires n'ont pour leur part pas fait l'objet d'une actualisation, ce qui implique une forte croissance de l'activité entre 2020e et 2021e et un retour sur un taux de marge d'EBITDA proche de celui réalisé en 2018 (avant la crise liée au Covid-19 et avant l'exercice 2019 difficile pour les raisons évoquées ci-avant au §5.3.1), ce qui apparait être une hypothèse volontariste.

Les principales hypothèses du plan d'affaires figurent au paragraphe 6.4.2 présentant la mise en œuvre du critère du DCF.

Les flux de trésorerie ont été actualisés au coût des fonds propres avant restructuration financière et au coût moyen pondéré du capital (ou « CMPC ») après restructuration financière, déterminés en fonction des caractéristiques d'ANTALIS.

La valeur terminale est calculée, après extrapolation de l'horizon explicite du plan d'affaires, sur la base d'un flux de trésorerie normatif actualisé à l'infini (selon la formule de GORDON SHAPIRO) en tenant compte d'un taux de croissance estimé à long terme de ce dernier flux.

6.2.3. Cours de bourse de la Société (à titre secondaire)

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

Introduite le 12 juin 2017 sur le compartiment B d'EURONEXT PARIS, l'action ANTALIS a été transférée vers le compartiment C le 26 janvier 2018 (code ISIN FR0013258589).

Selon les informations qui ressortent du tableau présenté au paragraphe 1.1.2, la part du capital flottant s'établit à 15,55%.

Sur la base du dernier cours de bourse avant annonce de l'Offre, soit celui du 30 mars 2020 (l'annonce est intervenue le 31 mars 2020 avant bourse), les volumes échangés sur le titre et les taux de rotation qui en découlent se présentent comme suit sur une période de 24 mois :

Figure 17 - Analyse de la liquidité du titre ANTALIS

Cours moyens pondérés par les volumes 30 mars 2020	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 (30/3/2020)	4	4	2	2	0,01 %	0,01 %	0,04 %	0,04 %
CMPV 1 mois	29	618	12	261	0,04 %	0,88 %	0,27 %	5,61 %
CMPV 60 jours	35	2 109	19	1 123	0,05 %	2,99 %	0,32 %	19,15 %
CMPV 3 mois	34	2 149	18	1 154	0,05 %	3,05 %	0,30 %	19,51 %
CMPV 6 mois	27	3 408	17	2 136	0,04 %	4,83 %	0,24 %	30,94 %
CMPV 12 mois	21	5 271	15	3 861	0,03 %	7,48 %	0,19 %	47,65 %
CMPV 24 mois	24	12 471	26	13 288	0,03 %	17,69 %	0,22 %	111,61 %

Sources : CAPITAL IQ, analyses FINEXSI

Sur les six derniers mois (antérieurs au 30 mars 2020) le volume des actions ANTALIS échangées est de 3.408 milliers d'actions (soit environ 27 milliers d'actions par jour de cotation). Sur cette même période, la rotation du capital flottant s'est établie à 30,94%.

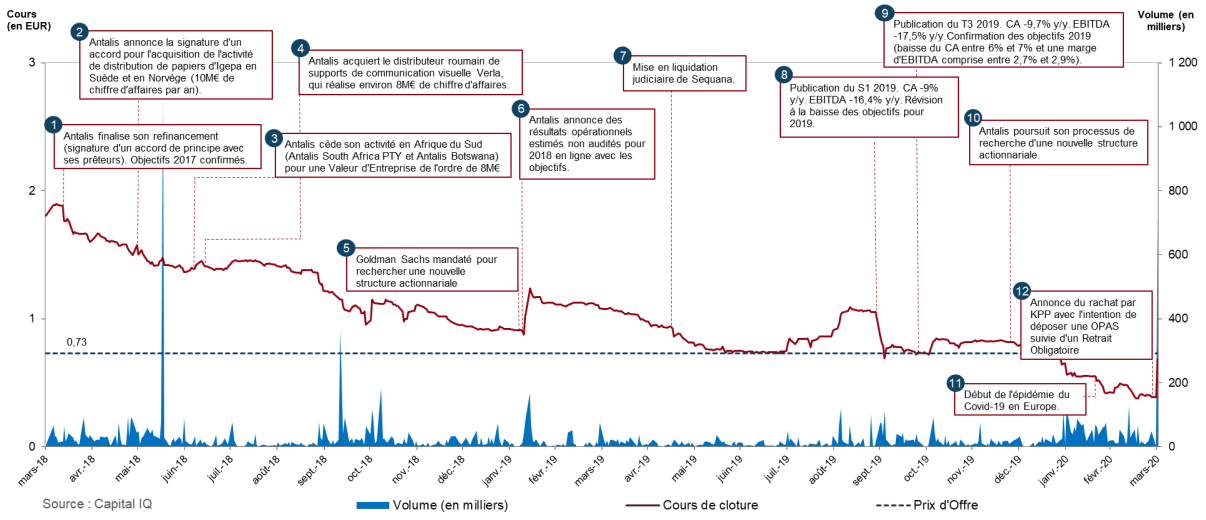
Sur douze mois d'observation, le volume des actions échangées passe à 5.271 milliers d'actions (soit environ 21 milliers d'actions par jour de cotation) et la rotation du capital flottant s'établit à 47,65%.

Nous considérons que ces constats démontrent que le cours de bourse apparaît peu représentatif en raison d'un flottant et de volumes limités. Par ailleurs, la Société ayant annoncé en février 2019 sa « *décision de mandater une banque d'affaires pour mettre en place dans les prochains mois, dans l'intérêt social de la société, une nouvelle structure actionnariale qui lui permettra d'assurer son développement et la mise en œuvre de son plan stratégique* », nous considérons que le cours de bourse intègre depuis cette date la perspective d'une restructuration financière, sous une forme ou sous une autre, de la Société.

Nous présentons donc les résultats de cette référence à titre secondaire.

Le cours de bourse d'ANTALIS a évolué comme suit sur les 24 derniers mois (antérieurs au 30 mars 2020) :

Figure 18 - Evolution du cours de l'action ANTALIS sur deux ans depuis le 30 mars 2018



Sources : Capital IQ, analyses FINEXSI

Depuis la fin du mois de mars 2018 jusqu'à la veille de l'annonce de l'Offre (soit le 30 mars 2020 au cours de bourse de 0,39€), la performance du titre ANTALIS s'établit à -78,5%. Sur cette période, le cours du titre ANTALIS a évolué entre 1,90€ et 0,38€, atteints respectivement le 5 avril 2018 et le 18 mars 2020.

A titre d'information, le cours de bourse a évolué dans une fourchette de 0,69€ à 0,928€[17] (cours de clôture) entre le 31 mars 2020, date de l'annonce de l'Offre de KPP, et le 20 juillet 2020.

[17] Le cours de bourse a atteint un plus haut à 0,97€ (cours *intraday*) lors de la séance du 20 juillet 2020.

6.2.4. Comparables boursiers (à titre indicatif)

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, aux agrégats jugés pertinents.

Nous avons retenu l'EBITDA qui est l'agrégat le plus pertinent, tel que communément admis par les évaluateurs et les analystes pour les activités d'ANTALIS. L'EBITDA est calculé avant les dotations aux amortissements et provisions, et permet de limiter l'impact des distorsions résultant des politiques d'investissement différentes entre les sociétés de l'échantillon.

Nous avons appliqué aux EBITDA 2020e (scénario optimiste) et 2021e d'ANTALIS issus du plan d'affaires du management, les multiples observés sur les mêmes périodes pour l'échantillon de comparables retenu.

Il convient toutefois de noter que nous n'avons pas identifié de sociétés cotées pleinement comparable à ANTALIS, en raison notamment de la répartition des activités du Groupe, de sa taille et de son positionnement géographique. Dans ces conditions, les résultats ressortant de la mise en œuvre de ce critère sont présentés à titre indicatif uniquement.

6.2.5. Transactions comparables (à titre indicatif)

La méthode des transactions comparables repose sur l'analyse des multiples extériorisés lors des opérations de rachats total ou partiel d'entreprises intervenues dans le secteur d'activité de l'entité évaluée. Pour les mêmes raisons que précédemment, nous avons considéré les multiples d'EBITDA.

Compte tenu du peu d'informations publiques disponibles et fiables sur des transactions comparables intervenues récemment dans le secteur, cette méthode est présentée à titre indicatif.

6.2.6. Objectifs de cours des analystes (à titre indicatif)

Cette méthode consiste à déterminer la valeur d'une société sur la base des objectifs de cours publiés par les analystes financiers.

La Société ANTALIS ne fait pas l'objet d'un suivi régulier de la part de plusieurs analystes puisque seul ODDO BHF publie un objectif de cours. De plus, le dernier objectif de cours publié avant l'annonce de la présente Offre date du 28 octobre 2019.

Dans ces conditions, nous ne présentons cette référence qu'à titre indicatif.

6.3. Données de référence de la société ANTALIS

6.3.1. Nombre de titres retenu

Nos calculs sont réalisés sur la base du nombre d'actions composant le capital social au 31 décembre 2019 (71.000.000 actions), diminué du nombre d'actions auto-détenues (501.062 actions) à cette même date. Il est précisé qu'aucune dilution n'est retenue au titre du plan d'actions gratuites mis en place en mai 2018 et portant sur un nombre maximal de 720.000 actions, dans la mesure où les conditions de performance définies par ledit plan n'ont pas été satisfaites.

Le nombre d'actions ainsi retenu s'établit à 70.498.938.

6.3.2. Endettement financier net

Avant prise en compte de la restructuration financière (abandon de créances et refinancement d'une partie de la dette existante)

Les ajustements permettant le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres ont été déterminés sur la base des comptes consolidés du groupe au 31 décembre 2019 et des éléments de trésorerie et de dette financière tels qu'ils ressortent des analyses communiquées par le management de la Société.

La dette financière nette ajustée au 31 décembre 2019 a été déterminée comme suit :

Figure 19 - Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres au 31 décembre 2019 avant restructuration financière

en M€	31/12/2019
Trésorerie moyenne fin de mois 2019	99,7
Consommation moyenne de trésorerie intra mensuelle	(35,0)
Autres emprunts auprès des établissements de crédit (position moyenne)	(285,0)
Dettes d'affacturage (position moyenne)	(172,4)
Autres dettes financières : local facilities (position moyenne)	(2,3)
Endettement financier net moyen sur l'année 2019	**(395,0)**
Provisions pour engagements de retraite	(28,2)
Provisions pour litiges et risques environnementaux	(2,5)
Autres provisions	(8,3)
Crédits d'impôts (CICE)	1,5
Créances sur cessions d'immobilisations (bâtiment Pérou, *earnout* Afrique du Sud)	3,9
Pertes fiscales reportables activés et non activés actualisées	9,5
Autres	(5,6)
Ajustements	**(29,7)**
Passage de la VE à la VFP	**(424,7)**

Sources : Rapport Financier Annuel 2019, analyses FINEXSI

Compte tenu de la saisonnalité du BFR d'ANTALIS (cf. §5.3.2) et en particulier du point bas observé au mois de décembre, les positions de trésorerie, d'affacturage et d'emprunts bancaires au 31 décembre 2019 ne peuvent pas être considérées comme normatives, raison pour laquelle nous avons retenu les positions moyennes de l'exercice 2019, communiquées par le management. Nous avons également intégré dans nos calculs les besoins de financement intra-mensuels, qui ne sont pas reflétés dans les positions moyennes fin de mois et correspondent à de la trésorerie non disponible.

Hormis ces ajustements, nous avons inclus dans notre passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres les principaux éléments suivants :

- Les provisions pour engagements de retraite d'un montant de -28,2M€, se composant de la position nette des régimes de retraite à prestations définies au Royaume-Uni ainsi que des engagements de retraites dans les autres zones géographiques ;
- Les provisions pour litiges et risques environnementaux d'un montant de -2,5M€ incluant notamment une provision au titre de litiges fiscaux au Chili et au Brésil ;
- Les autres provisions d'un montant de -8,3M€ incluant en particulier les coûts estimés de remise en état future de certains sites du groupe au Royaume-Uni pour -5,0M€. Nous nous sommes assurés que ces provisions ne figurent pas par ailleurs dans les flux du plan d'affaires ;
- Les déficits fiscaux activés et non activés au 31 décembre 2019 pour lesquels le management considère comme probable leur consommation sur un horizon long terme, en fonction des résultats attendus dans les différents pays d'implantation du groupe (9,5M€). Ces déficits fiscaux ont ensuite été actualisés en fonction de leur horizon de consommation et ne sont donc pas retenus en diminution de la charge d'impôt dans le DCF.

Après retraitements, l'endettement financier net ajusté ressort à -424,7M€.

Après prise en compte de la restructuration financière

KPP, ANTALIS et les créanciers d'ANTALIS ont signé un accord de restructuration financière prévoyant le remboursement de 100M€ du crédit syndiqué au moyen d'un nouveau financement consenti par la banque japonaise MIZUHO, ainsi que l'abandon du solde du crédit syndiqué.

La dette financière nette au 31 décembre 2019 après prise en compte de l'abandon de créances d'un montant de 187,1M€[18] se présente comme suit :

[18] L'abandon de créances, d'un montant de 187,1M€ au 31 décembre 2019, devrait s'élever, à la date du *closing* de l'opération, à un montant total d'environ 193,2M€ incluant les intérêts capitalisés jusqu'à cette date. Nous avons retenu dans nos calculs le solde des emprunts après prise en compte de l'abandon de créance, soit 100M€ correspondant au montant refinancé par la banque japonaise MIZUHO.

Figure 20 - Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres au 31 décembre 2019 après restructuration financière

en M€	31/12/2019
Trésorerie moyenne fin de mois 2019	99,7
Consommation moyenne de trésorerie intra mensuelle	(35,0)
Autres emprunts auprès des établissements de crédit (refinancement Mizuho)	(100,0)
Estimation du coût fiscal de l'abandon de créances	(44,7)
Dettes d'affacturage (position moyenne)	(172,4)
Autres dettes financières : local facilities (position moyenne)	(2,3)
Endettement financier net moyen sur l'année 2019	**(254,7)**
Provisions pour engagements de retraite	(28,2)
Provisions pour litiges et risques environnementaux	(2,5)
Autres provisions	(8,3)
Crédits d'impôts (CICE)	1,5
Créances sur cessions d'immobilisations (bâtiment Pérou, *earnout* Afrique du Sud)	3,9
Pertes fiscales reportables activés et non activés actualisées	8,2
Autres	(10,6)
Ajustements	**(36,0)**
Passage de la VE à la VFP	**(290,6)**

Sources : RFA 2019, Société, analyses FINEXSI

Nous avons estimé le coût fiscal de l'abandon de créances sur la base d'un taux d'imposition à 28%, après prise en compte de l'économie d'impôt générée par l'imputation des déficits fiscaux reportables dont dispose le groupe en France. S'agissant d'un produit taxable en France, les déficits fiscaux relatifs aux autres géographies du groupe ne sont pas imputables.

Après prise en compte de l'abandon de créances et de la fiscalité qui en résulte, l'endettement financier net moyen au titre de l'année 2019 s'établit à -254,7M€.

Les autres modifications concernent uniquement le montant des pertes fiscales activées et non activées au 31 décembre 2019 qui n'intègrent plus les déficits fiscaux français, déjà imputés sur le produit taxable généré par l'abandon de créances, ainsi que certains coûts liés à la restructuration financière.

Sur ces bases, l'endettement financier net ajusté ressort à -290,6M€.

Il est par ailleurs précisé que, pour nos différents calculs et analyses, nous avons considéré des agrégats ne tenant pas compte de l'application de la norme IFRS 16 dans la mesure où (i) ces agrégats avant retraitements IFRS 16 permettent de mieux refléter la situation patrimoniale et la performance financière réelle de la Société, et (ii) l'incidence de cette norme n'est pas non plus prise en compte dans le plan d'affaires du management sur lequel se fondent nos analyses. En conséquence, l'endettement financier net présenté ci-avant n'intègre pas la dette relative aux loyers d'un montant de 114,5M€ au 31 décembre 2019.

6.4. Mise en œuvre de la valorisation de la Société ANTALIS

6.4.1. Transactions récentes intervenues sur le capital de la Société

Concernant ANTALIS, nous nous référons aux transactions suivantes :

- L'acquisition d'un bloc d'actions auprès de SEQUANA intervenue le 21 juillet 2020 ;
- L'acquisition d'un bloc d'actions auprès de BPIFRANCE PARTICIPATIONS intervenue le 21 juillet 2020.

Processus de recherche d'une nouvelle structure actionnariale

SEQUANA est l'actionnaire de contrôle historique d'ANTALIS. Le 15 mai 2019, le Tribunal de Commerce de Nanterre a prononcé la liquidation judiciaire de SEQUANA en raison de l'impossibilité de présenter un plan de redressement lui permettant d'apurer son passif, notamment lié à un litige avec BRITISH AMERICAN TOBACCO.

Dans ce contexte d'incertitude pouvant affecter les opérations et les perspectives du groupe, ANTALIS a initié en 2019 un premier processus de recherche d'une nouvelle structure actionnariale. La Société et son conseil, GOLDMAN SACHS, ont dans ce cadre contacté un nombre important d'investisseurs potentiels (industriels et financiers) parmi lesquels seulement quatre ont remis une offre non engageante. À l'issue de la phase de *due diligences*, aucune offre ferme n'a été reçue par la Société.

Début 2020, un second processus de recherche a été initié à la demande des prêteurs de la Société. Dans ce cadre, certains investisseurs contactés en 2019 ont de nouveau été approchés ainsi qu'un certain nombre de nouveaux investisseurs potentiels, principalement des fonds de *private equity* et des fonds spécialisés dans la restructuration et le retournement d'entreprises en difficulté. À l'issue de ce second processus, quatre investisseurs ont marqué leur intérêt et une offre ferme a été remise.

KPP est donc le seul investisseur à avoir remis une offre ferme à l'issue de deux processus de recherche menés de façon élargie depuis 2019. Ces constats démontrent le peu d'intérêt de la part des investisseurs aussi bien financiers (en ce compris les fonds spécialisés dans le retournement d'entreprises en difficulté) qu'industriels pour une société en difficulté financière, évoluant dans un marché en déclin structurel.

Concernant l'acquisition du bloc d'actions auprès de SEQUANA

Dans le cadre de l'offre formulée par KPP, une promesse d'achat a été conclue, le 31 mars 2020, par KPP et SEQUANA, représentée par son liquidateur. Aux termes de la promesse d'achat, KPP a octroyé une option de vente à SEQUANA qui l'a exercée le 15 mai 2019 et a abouti à la signature, le 19 mai 2020, d'un contrat de cession et d'acquisition par lequel SEQUANA s'est engagée à céder l'intégralité des actions ANTALIS qu'elle détient, soit 53.395.148 actions, représentant 75,2% du capital et 82,5% des droits de vote d'ANTALIS[19] au prix de 0,10€ par action.

La finalisation de cette acquisition hors marché est intervenue le 21 juillet 2020.

En sa qualité d'actionnaire de contrôle d'ANTALIS, nous considérons que SEQUANA, représenté par son liquidateur, disposait d'un accès complet à l'information concernant la Société, ses risques et opportunités, et se trouvait par conséquent en position d'apprécier en toute connaissance de cause le prix proposé de 0,10€.

De plus, la mise en œuvre d'un processus élargi de recherche d'une nouvelle structure actionnariale lui a permis de rechercher le meilleur prix de cession pour son bloc de contrôle.

Il est par ailleurs précisé que le contrat de cession et d'acquisition ne contient aucune clause d'ajustement de prix ni aucun complément de prix de quelque nature que ce soit au bénéfice de SEQUANA.

Dans ces conditions, le prix de 0,10€ par action constitue donc une référence de valorisation des titres de la société ANTALIS.

Sur ces bases, le prix de l'Offre extériorise une prime de +630% par rapport au prix d'acquisition du bloc de contrôle.

Concernant l'acquisition du bloc d'actions auprès de BPIFRANCE PARTICIPATIONS

Le 31 mars 2020, KPP et BPIFRANCE PARTICIPATIONS ont signé un contrat d'acquisition par lequel BPIFRANCE PARTICIPATIONS s'est engagée à céder l'intégralité des actions ANTALIS qu'elle détient, soit 6.064.946 actions représentant 8,5% du capital et des droits de vote d'ANTALIS, pour un prix de 0,40€ par action. Cette cession est subordonnée au transfert effectif des actions détenues par SEQUANA à KPP.

La finalisation de cette acquisition hors marché est intervenue le 21 juillet 2020.

Nous considérons que BPIFRANCE PARTICIPATIONS, en tant qu'actionnaire de long terme de la Société, disposait des informations nécessaires pour apprécier en toute connaissance de cause le prix proposé de 0,40€.

Il est précisé que le contrat d'acquisition ne contient aucune clause d'ajustement de prix ni aucun complément de prix de quelque nature que ce soit au bénéfice de BPIFRANCE PARTICIPATIONS.

[19] Sur la base d'un capital composé de 71.000.000 d'actions et de 129.490.457 de droits de vote au 30 avril 2020.

Dans ces conditions, le prix de 0,40€ par action constitue donc une référence de valorisation des titres de la société ANTALIS.

Sur ces bases, le prix de l'Offre extériorise une prime de +82,5% par rapport au prix d'acquisition du bloc détenu par BPIFRANCE PARTICIPATIONS.

Les différentes transactions récentes et représentatives observées sur le capital d'ANTALIS extériorisent une fourchette de prix par action comprise entre 0,10€ (prix du bloc de contrôle) et 0,40€ (rachat du bloc BPIFRANCE PARTICIPATIONS). Le prix d'Offre fait ainsi ressortir une prime de +630,0% par rapport à la borne basse et une prime de +82,5% par rapport à la borne haute.

6.4.2. L'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels

Présentation du plan d'affaires du management

Nous avons mené nos travaux sur la base du plan d'affaires « *standalone* » 2020e-2023e, communiqué par le management de la Société. Ce plan d'affaires a été approuvé par le Conseil d'administration de la Société le 10 janvier 2020.

Ce plan d'affaires a été construit selon une approche « *bottom-up* » par pays et par secteur opérationnel. Il s'appuie sur une évolution du mix produits de la Société vers des secteurs à plus forte valeur ajoutée comme les produits d'emballages et de communication visuelle.

Le plan d'affaires n'intègre pas les effets de la norme IFRS 16 ni aucune hypothèse de croissance externe ou de cession d'actif significatif.

Ces prévisions ayant été établies avant la survenue de la crise sanitaire, l'année 2020e a fait l'objet d'une mise à jour sur la base de deux scénarios (optimiste et pessimiste). L'atterrissage au 30 juin 2020 qui nous a été communiqué montre que la Société se situe sur une trajectoire médiane entre ces deux scénarios. Le management nous a par ailleurs indiqué que la visibilité sur le niveau d'activité à moyen terme était insuffisante à ce stade pour établir de nouvelles prévisions suffisamment fiables au-delà de 2020, raison pour laquelle les années 2021e à 2023e du plan d'affaires n'ont fait l'objet d'aucun ajustement. Cela nous semble être une hypothèse volontariste compte tenu de la forte croissance de l'activité attendue en 2021e (après le repli enregistré en 2020), et de nature à donner la pleine valeur du plan d'affaires dans un contexte de retrait obligatoire.

Les principales hypothèses structurantes de ce plan d'affaires, sur la base du scénario optimiste, se présentent comme suit :

- Une évolution annuelle moyenne du chiffre d'affaires de -1,6% entre 2019 et 2023e pour atteindre environ 1.946M€ en fin de plan ;
- Une évolution du mix produits, avec une baisse du poids de l'activité papiers qui représentera 59,7% du chiffre d'affaires du groupe en fin de plan contre 66,3% en 2019 ;

- Un taux de marge d'EBITDA en amélioration constante, passant de 2,6% en 2020e à 3,5% en 2023e (avant application de la norme IFRS 16), soit un niveau proche des plus hauts historiques, en lien avec l'évolution attendue du mix produits vers des activités à plus forte valeur ajoutée ;
- Des coûts de restructuration opérationnelle récurrents compris entre 0,6% et 1,8% du chiffre d'affaires ;
- Des dépenses d'investissements (« capex ») comprises entre 0,5% et 0,9% du chiffre d'affaires sur l'horizon du plan ;
- Une évolution favorable du BFR.

Ce plan, dont les objectifs à l'horizon 2023e n'ont pas fait l'objet d'ajustement en raison de la crise sanitaire, repose donc sur l'hypothèse d'une reprise importante de l'activité dès 2021e après le repli enregistré notamment au premier semestre 2020, ainsi que sur une amélioration constante du taux de marge d'EBITDA, à des niveaux proches des plus hauts atteints par le passé. Ce plan d'affaires traduit les ambitions du management et apparait volontariste dans le contexte de déclin structurel du marché du papier, qui demeure la principale activité du groupe à l'horizon 2023e.

Extrapolation du plan d'affaires

Nous avons extrapolé le plan d'affaires du management jusqu'en 2029e afin de faire décroitre le poids relatif de l'activité papier, en déclin structurel, dans le chiffre d'affaires global, de sorte à tendre vers un taux de croissance à l'infini nul (en l'absence d'extrapolation, la prépondérance de l'activité papier dans le chiffre d'affaires 2023e aurait impliqué un taux de croissance à l'infini négatif).

Les principales hypothèses retenues sur la période d'extrapolation sont les suivantes :

- Une décroissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires de l'activité papier de -3,3% ;
- Une croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires des activités emballages et communication visuelle de respectivement +3,6% et +2,7% ;
- Un taux de marge d'EBITDA en ligne avec la moyenne des taux de marge observés sur l'horizon explicite du plan d'affaires du management ;
- Une diminution progressive des capex pour atteindre 0,5% du chiffres d'affaires en fin de période d'extrapolation ;
- Une variation de BFR positive, fixée à 0,3% du chiffre d'affaires ;
- Des coûts de restructuration opérationnelle récurrents en baisse par rapport à la période 2020e - 2023e.

Détermination des flux

Les flux de trésorerie ont été actualisés à mi-année.

Dans la mesure où le plan d'affaires ne présente pas les résultats par pays mais uniquement sur une base consolidée, nous avons modélisé l'impôt sur les sociétés en retenant les règles applicables en France. Par conséquent, l'impôt sur les sociétés a été modélisé conformément au projet de loi de finance 2020, prévoyant un taux d'imposition de 25,0% à l'horizon 2022.

Flux normatif

Le flux normatif a été construit sur la base d'un taux de marge d'EBITDA en ligne avec la moyenne des taux de marge observés sur l'horizon explicite du plan d'affaires.

Aucun coût de restructuration opérationnelle n'a été retenu.

Les dotations aux amortissements ont été fixées au niveau des investissements et une variation de BFR nulle a été retenue.

Un taux de croissance à l'infini nul a été appliqué au flux normatif afin de refléter l'évolution du mix produit, qui prévoit une baisse du poids de l'activité papier dans le chiffre d'affaires global et une hausse du poids des autres activités.

Evaluation avant mise en œuvre de la restructuration financière

Cette méthode est celle qui permet d'apprécier la situation de l'actionnaire au regard de la valeur en *standalone* de la Société.

Taux d'actualisation

Compte tenu de l'endettement très important d'ANTALIS avant la mise en œuvre de la restructuration financière et de capitaux propres relativement faibles, le *gearing* de la Société ressort à un niveau très élevé (supérieur à 700%).

La construction d'un coût moyen pondéré du capital (CMPC) selon la formule du MEDAF, usuel pour les sociétés endettées, aurait pour effet de surpondérer de manière très importante la composante coût de la dette, au détriment de la composante coût des fonds propres, dans le taux d'actualisation.

Cette approche, qui consiste à faire bénéficier la Société de l'effet de levier conféré par son endettement ne nous parait pas cohérente dans le cas d'ANTALIS qui aurait pu *de facto*, avant mise en œuvre de la restructuration financière, se trouver dans une situation de *quasi*-cessation des paiements (cf. §5.3.2).

Pour cette raison, nous avons retenu le coût des fonds propres de la Société pour actualiser les flux de trésorerie.

Celui-ci a été estimé à 10,6% sur la base :

- D'un taux sans risque de -0,09% correspondant au taux moyen de l'OAT 10 ans (moyenne 1 an calculée au 30 juin 2020 - Source : BANQUE DE FRANCE) ;
- D'une prime de risque du marché actions de 8,50% (moyenne un an des primes de risques ASSOCIES EN FINANCE à fin juin 2020), étant observé que le recours à la moyenne un an, permet de ne pas pénaliser l'actionnaire minoritaire du fait du relèvement brutal de la prime de risque depuis le 31 janvier 2020 ;
- D'un bêta désendetté de 0,86, correspondant à la moyenne des secteurs « *Packaging & Container* » (0,82) et « *Paper/Forest Products* » (0,91) de DAMODARAN. ;
- D'une prime de taille de 3,4% compte tenu des exigences de rendement supérieures attendues par les investisseurs pour les sociétés de moindre taille (Source : DUFF & PHELPS - « *31/12/2018 Valuation Handbook - Guide to Cost of Capital* » et analyse FINEXSI) ;

Ce taux d'actualisation de 10,6% apparait faible au regard de la situation financière très dégradée dans laquelle se trouve ANTALIS préalablement à la restructuration de sa dette. De plus, nous n'avons pas retenu de prime de risque spécifique pour tenir compte du risque de réalisation des prévisions dans un contexte macroéconomique incertain, ce qui est favorable à l'actionnaire minoritaire.

Résultats de l'évaluation

Sur la base du scénario optimiste du management, la valeur d'entreprise ressort à 259,4M€, dont 38,6% résulte de la valeur terminale au-delà de l'horizon explicite. Compte tenu de la dette financière nette, le montant des fonds propres s'établit à -165,2M€ et la valeur par action ANTALIS à -2,34€.

Les sensibilités de la valeur par action ANTALIS à une variation combinée du taux d'actualisation (de -0,5 point à +0,5 point), du taux de croissance à l'infini (de -0,5 point à +0,5 point) sont présentées ci-après.

Figure 21 - Analyse de sensibilité à une variation combinée du taux de croissance à l'infini et du coût des fonds propres

Croissance à l'infini (%)	Coût des fonds propres (%)				
	10,1%	**10,4%**	**10,6%**	**10,9%**	**11,1%**
0,5%	-2,06	-2,17	-2,26	-2,36	-2,44
0,3%	-2,11	-2,21	**-2,30**	-2,39	-2,48
0,0%	-2,16	**-2,25**	**-2,34**	**-2,43**	-2,52
-0,2%	-2,20	-2,29	**-2,38**	-2,47	-2,55
-0,5%	-2,24	-2,33	-2,42	-2,50	-2,58

Les sensibilités de la valeur par action ANTALIS à une variation combinée du taux d'actualisation (de -0,5 point à +0,5 point), de la marge d'EBITDA normative (de -0,5 point à +0,5 point) sont présentées ci-après.

Figure 22 - Analyse de sensibilité à une variation combinée de la marge d'EBITDA et du coût des fonds propres

Variation de la marge d'EBITDA normative (%)	Coût des fonds propres (%)				
	10,1%	**10,4%**	**10,6%**	**10,9%**	**11,1%**
+0,5pt	-1,75	-1,87	-1,98	-2,08	-2,18
+0,25pt	-1,95	-2,06	**-2,16**	-2,26	-2,35
-	-2,16	**-2,25**	**-2,34**	**-2,43**	-2,52
-0,25pt	-2,36	-2,44	**-2,53**	-2,61	-2,68
-0,5pt	-2,56	-2,64	-2,71	-2,78	-2,85

Nous retiendrons à l'issue de cette analyse une fourchette de valeurs comprises entre -2,53€ et -2,16€ par action ANTALIS, avec une valeur centrale de -2,34€.

Ces valeurs négatives sont selon nous représentatives de la valeur intrinsèque de la Société avant mise en œuvre de la restructuration financière, dans un contexte d'endettement très important de la Société et du non-respect de deux covenants bancaires au 31 décembre 2019, faisant peser un risque majeur sur la continuité d'exploitation.

Evaluation après mise en œuvre de la restructuration financière (à titre indicatif)

Afin d'apporter un éclairage complet de la situation nous avons également procédé à une évaluation post restructuration financière. Cette approche prend donc pour acquis l'abandon de créances qui a pour conséquence d'améliorer les capitaux propres de la Société. Son gearing se trouve également amélioré ce qui conduit à déterminer un coût de financement amélioré par le nouvel actionnaire.

Taux d'actualisation

Après l'abandon de créances, la dette d'ANTALIS se situe à un niveau très inférieur et ne remet plus en cause la continuité de son exploitation (gearing de 131,5%).

Dans ces conditions, nous avons retenu le CMPC pour actualiser les flux de trésorerie.

Celui-ci a été estimé à 8,8% sur la base :

- *D'un taux sans risque de -0,09% correspondant au taux moyen de l'OAT 10 ans (moyenne 1 an calculée au 30 juin 2020 - Source : BANQUE DE FRANCE) ;*
- *D'une prime de risque du marché actions de 8,50% (moyenne un an des primes de risques ASSOCIES EN FINANCE à fin juin 2020), étant observé que le recours à la moyenne un an, permet de ne pas pénaliser l'actionnaire minoritaire du fait du relèvement brutal de la prime de risque depuis le 31 janvier 2020 ;*
- *D'un bêta désendetté de 0,86, correspondant à la moyenne des secteurs « Packaging & Container » (0,82) et « Paper/Forest Products » (0,91) de DAMODARAN ;*

- *D'un coût de la dette avant impôts de 2,6% reflétant les conditions de financement favorables accordées par la banque japonaise MIZUHO et traduisant les synergies financières qui découlent du refinancement assuré par KPP ;*
- *D'un gearing estimé à environ 133,7%, calculé sur la base de l'actif net comptable consolidé post abandon de créances ;*
- *D'une prime de taille de 3,4% compte tenu des exigences de rendement supérieures attendues par les investisseurs pour les sociétés de moindre taille (Source : DUFF & PHELPS - « 31/12/2018 Valuation Handbook - Guide to Cost of Capital » et analyse FINEXSI).*

Résultats de l'évaluation

Sur la base du scénario optimiste du management, la valeur d'entreprise ressort à 345,0M€, dont 44,6% résulte de la valeur terminale au-delà de l'horizon explicite. Compte tenu de la dette financière nette, le montant des fonds propres s'établit à 54,4M€ et la valeur par action ANTALIS à 0,77€.

Les sensibilités de la valeur par action ANTALIS à une variation combinée du taux d'actualisation (de -0,5 point à +0,5 point), du taux de croissance à l'infini (de -0,5 point à +0,5 point) sont présentées ci-après.

Figure 23 - Analyse de sensibilité à une variation combinée du taux de croissance à l'infini et du CMPC

		CMPC (%)				
		8,3%	**8,5%**	**8,8%**	**9,0%**	**9,3%**
Croissance à l'infini (%)	*0,5%*	1,24	1,07	0,92	0,77	0,63
	0,3%	1,15	0,99	**0,84**	0,70	0,57
	0,0%	1,07	**0,92**	**0,77**	**0,63**	0,50
	-0,2%	0,99	0,84	**0,70**	0,57	0,45
	-0,5%	0,92	0,78	0,64	0,51	0,39

Les sensibilités de la valeur par action ANTALIS à une variation combinée du taux d'actualisation (de -0,5 point à +0,5 point), de la marge d'EBITDA normative (de -0,5 point à +0,5 point) sont présentées ci-après.

Figure 24 - Analyse de sensibilité à une variation combinée de la marge d'EBITDA et du CMPC

		CMPC (%)				
		8,3%	**8,5%**	**8,8%**	**9,0%**	**9,3%**
Variation de la marge d'EBITDA normative (%)	*+0,5pt*	1,65	1,46	1,29	1,13	0,97
	+0,25pt	1,36	1,19	**1,03**	0,88	0,74
	-	1,07	**0,92**	**0,77**	**0,63**	0,50
	-0,25pt	0,78	0,64	**0,51**	0,39	0,27
	-0,5pt	0,50	0,37	0,25	0,14	0,03

Nous retiendrons à l'issue de cette analyse une fourchette de valeurs comprises entre 0,51€ et 1,03€ par action ANTALIS, avec une valeur centrale de 0,77€.

Le prix d'Offre de 0,73€ par action proposé aux actionnaires minoritaires intègre donc 95% de notre valeur centrale après restructuration financière, c'est-à-dire après abandon de créances et après prise en compte des synergies financières découlant du refinancement assuré par KPP à un taux d'intérêt favorable.

Le prix d'Offre peut être considéré comme favorable puisqu'il valorise les principales synergies, sans risque d'exécution sur le plan d'affaires.

A ce sujet, et à titre purement informatif, nous avons procédé à une analyse de sensibilité afin d'estimer l'impact que pourrait avoir la crise sanitaire en cours dans l'hypothèse où les effets de celle-ci se feraient ressentir au-delà de 2020. Cette analyse s'appuie sur le scénario pessimiste du management pour l'exercice 2020, en plus du décalage d'une année des flux du plan d'affaires (l'année 2020e avant crise devient ainsi l'année 2021e, l'année 2021e est décalée en 2022e etc.).

Sur la base de cette analyse de sensibilité, la valeur des fonds propres après restructuration financière s'établit à 22,5M€ et la valeur par action ANTALIS à 0,32€.

6.4.3. La référence au cours de bourse (à titre secondaire)

Nous présentons ci-dessous les cours de bourse moyens pondérés par les volumes au 30 mars 2020 :

Figure 25 - Analyse des cours moyens pondérés par les volumes du titre ANTALIS

Cours moyens pondérés par les volumes 30 mars 2020	Cours (€)	Prime / (décote) induite par le prix d'offre de 0,73€
Spot (30/3/2020)	0,39	+88,1 %
CMPV 1 mois	0,42	+73,1 %
CMPV 60 jours	0,53	+37,1 %
CMPV 3 mois	0,54	+35,9 %
CMPV 6 mois	0,63	+16,4 %
CMPV 12 mois	0,73	(0,3)%
CMPV 24 mois	1,07	(31,5)%
Plus haut 12 mois (10/9/2019)	1,09	(33,0)%
Plus bas 12 mois (18/3/2020)	0,38	+92,1 %
Plus haut 24 mois (5/4/2018)	1,90	(61,6)%
Plus bas 24 mois (18/3/2020)	0,38	+92,1 %

Sources : CAPITAL IQ, analyses FINEXSI

Le prix d'Offre fait ressortir une prime de 88,1% par rapport au cours spot du 30 mars 2020 et des primes de 73,1% et 37,1% par rapport aux cours moyens pondérés par les volumes 1 mois et 60 jours.

Sur une période de 12 mois, le prix d'Offre apparait proche du cours moyen pondéré par les volumes, période qui n'est pas appropriée compte tenu de l'évolution de la situation et de l'activité d'ANTALIS qui s'est traduite par une dégradation de ses résultats, et du contexte actuel de crise sanitaire qui affecte l'économie depuis mars 2020.

6.4.4. Comparables boursiers (à titre indicatif)

Compte tenu des spécificités et de la diversification des activités d'ANTALIS, nous n'avons pas identifié de société qui lui soit pleinement comparable, en raison notamment de son mix produits, de sa taille et de son positionnement géographique.

Nous avons notamment écarté les sociétés ayant une activité de production significative en raison de différences importantes au niveau de la structure de coûts, de la rentabilité et de l'intensité capitalistique, ainsi que les sociétés ayant une faible liquidité ou ne faisant pas l'objet d'un suivi par les analystes (comme INAPA ou KPP).

Notre échantillon se limite ainsi à deux sociétés considérées comme comparables, bien que des différences subsistent notamment en termes de taille, de mix produits et de positionnement géographique :

- VERITIV CORPORATION, fondée en 2014, est un distributeur américain de produits et services d'emballages, de solutions d'installations, d'impression et d'édition à destination de professionnels. Le secteur *Packaging* offre des solutions d'emballage standard et personnalisées à plus forte valeur ajoutée. Le secteur *print* distribue des produits d'impression commerciale, des produits numériques, des produits spécialisés, et des équipements graphiques. Le secteur *édition* distribue des papiers d'impression commerciale couchés et non couchés aux éditeurs, aux imprimeurs et aux entreprises spécialisées. Elle opère principalement aux Etats-Unis et au Canada. Elle a réalisé en 2019 un chiffre d'affaires de 7.659M$ (environ 6.785M€), un EBITDA ajusté de 156M$ (environ 138M€) et compte environ 8.000 employés répartis dans plus de 150 centres de distribution ;

- JAPAN PULP AND PAPER COMPANY LIMITED (ci-après « JPP »), fondée en 1845, exerce principalement une activité de distribution et de vente en gros de papiers, de pâte à papier, de cartons, et de produits connexes notamment sur le continent asiatique. Elle propose des papiers traités, des papiers laminés, des cartons, des boîtes, des emballages en carton ondulé, et des films en papier, etc. La société fournit par ailleurs des services d'entreposage, de transport, de récupération et de recyclage de palettes ou de déchets papier. La société dispose également d'une activité de fabrication et de transformation mais celle-ci reste limitée puisqu'elle représente moins de 5% de son chiffre d'affaires. Le groupe réalise plus de 60% de son chiffre d'affaires au Japon, 12% sur le continent asiatique hors Japon, 11% en Amérique du Nord et le reste en Océanie et en Europe. Son chiffre d'affaires au 31 mars 2020 s'est élevé à 534.782M¥ (environ 4.358M€) pour un résultat net de 5.053M¥ (environ 41M€). La Société compte plus de 3.500 employés.

Nous présentons ci-après les perspectives de croissance et de rentabilité issues du consensus[20] des analystes suivant VERITIV CORPORATION et JPP.

[20] VERITIV CORPORATION et JPP sont toutes deux suivies par un seul analyste.

Figure 26 - Perspectives de croissance et taux de marge attendus par le *consensus* des analystes

Comparables	Pays	CA (mEUR)	Capi (mEUR)*	Croissance du CA		Marge d'EBITDA	
				2020e	2021e	2020e	2021e
Veritiv Corporation	Etats-Unis	6 825	229	(13,9)%	(2,0)%	2,2%	2,4%
Japan Pulp and Paper	Japon	4 523	430	(5,1)%	(2,2)%	3,7%	3,8%
Moyenne				**(9,5)%**	**(2,1)%**	**3,0 %**	**3,1 %**

Source : CAPITAL IQ

* Capitalisation boursière calculée sur la base du cours de bourse de clôture au 7 juillet 2020.

Le taux de croissance attendu du chiffre d'affaires pour l'échantillon de comparables boursiers apparait en ligne avec celui d'ANTALIS pour 2020e et sensiblement inférieur en 2021e.

Les taux de marges d'EBITDA apparaissent globalement en ligne avec ceux d'ANTALIS.

Nous obtenons, avant application de la norme IFRS 16, les multiples suivants sur la base des agrégats estimés issus des consensus d'analystes pour 2020e et 2021e :

Figure 27 - Multiples* observés sur les sociétés comparables

Comparables	Pays	CA (mEUR)	VE (mEUR)**	Taux d'EBITDA		xEBITDA*	
				2020e	2021e	2020e	2021e
Veritiv Corporation	Etats-Unis	6 825	1 229	2,2 %	2,4 %	6,6x	6,2x
Japan Pulp and Paper	Japon	4 523	1 546	3,7 %	3,8 %	7,6x	7,7x
Moyenne				**3,0 %**	**3,1 %**	**7,1x**	**7,0x**

Source : CAPITAL IQ

*Multiples induits par (i) une Valeur d'Entreprise calculée sur la base du CMPV trois mois au 7 juillet 2020 et d'un nombre moyen d'actions sur trois mois et (ii) des agrégats des comparables calendarisés sur la date de clôture de la société évaluée.

** Valeur d'entreprise calculée sur la base du cours de bourse au 7 juillet 2020.

EBITDA de référence de la Société

Nous avons appliqué les multiples moyens 2020e et 2021e, calculés sur la base de valeurs d'entreprises déterminées à partir des cours moyens pondérés par les volumes trois mois au 7 juillet 2020, aux prévisions d'EBITDA 2020e (scénario optimiste) et 2021e de la Société.

Il est précisé que les EBITDA d'ANTALIS, comme ceux des sociétés comparables, n'intègrent pas les effets de la norme IFRS 16.

Fourchette de valorisation avant mise en œuvre de la restructuration financière[21]

L'application des multiples moyens observés sur les comparables boursiers aux EBITDA 2020e (scénario optimiste du management) et 2021e fait ressortir une valeur par action ANTALIS comprise entre -1,15€ et 0,13€, avant mise en œuvre de la restructuration financière.

6.4.5. Transactions comparables (à titre indicatif)

Nous avons analysé des transactions intervenues depuis 2014 sur des cibles appartenant au secteur dans lequel évolue ANTALIS ainsi que dans le secteur de la fourniture de bureaux (hors *retail* et exploitation de grandes surfaces), qui présente un *business model* proche de celui d'ANTALIS. Il ressort un nombre limité de transactions comparables en termes de taille, de mix produits et de mix géographique pour lesquelles les informations publiques sont disponibles et fiables.

Nos analyses intègrent des transactions relativement anciennes en raison d'un manque d'informations publiques disponibles sur les transactions les plus récentes. Nous considérons que ces transactions reflètent un environnement de marché plus favorable que l'environnement actuel notamment pour le secteur du papier, raison pour laquelle ce critère est présenté à titre indicatif.

Les transactions retenues portent pour la plupart sur une part significative du capital et intègrent dans la majorité des cas une prime de contrôle ainsi que, le cas échéant, la valeur estimée des synergies par l'acquéreur.

Nous avons identifié les transactions suivantes, pour lesquelles des informations publiques étaient disponibles :

- Le rachat en mars 2020 par le fonds de *private equity* MONOMOY CAPITAL PARTNERS de MAC PAPERS, distributeur américain de solutions de papier et d'impression, de matériaux et d'équipements d'emballage, de fournitures et de produits de bureau ;
- Le rachat en juillet 2019 par KPP de SPICERS LIMITED, distributeur australien de produits et services d'impression commerciale, d'étiquetages, d'emballages industriels, de matériels de signalisation et d'affichage, de médias numériques, ainsi que d'offres architecturales ;
- Le rachat en avril 2019 par JPP de 49% du capital de BALL & DOGGETT GROUP PTY LTD (PAGEPACK), qui exerce une activité de distribution et de fourniture en gros de papier, de produits d'emballage et d'encres. Nous n'avons pas retenu la prise de participation majoritaire (51%) de septembre 2017 dans la mesure où le multiple d'EBITDA extériorisé ne nous parait pas représentatif des niveaux observés au sein du secteur ;
- Le rachat en décembre 2018 par JPP des activités asiatiques de SPICERS LIMITED (Malaisie et Singapour) ;
- Le rachat en mars 2016 par ORORA LIMITED d'INTEGRACOLOR LLC, fournisseur américain de solutions de communication visuelle. La société offre des services de création, de conception graphique, d'impression et de finition. Elle propose également des services d'impression, d'emballages, et de commercialisation de produits horticoles ;

[21] Le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres est le même que celui présenté pour la méthode du DCF, à l'exception de la prise en compte de provisions pour restructurations opérationnelles intégrées dans les flux du DCF pour un montant de 6,3M€.

- Le rachat en septembre 2015 par ORORA LIMITED de JAKAIT INC, fournisseur canadien d'emballages en carton ondulé, de services logistiques (entreposage et transport) et de produits d'étiquetage (autocollants, etc.) ;
- Le rachat en mai 2015 par ANTALIS de PAPERLINX DENMARK HOLDING APS, filiale danoise du distributeur de papier PAPERLINX EUROPE LIMITED ;
- Le rachat en mars 2015 par CENTRAL NATIONAL GOTTESMAN INC. de SPICERS CANADA LIMITED, distributeur canadien de papiers d'impression commerciale, de papiers spécialisés, de solutions graphiques, de produits de signalisation et d'affichage, ainsi que de produits d'emballage industriel ;
- Le rachat en juillet 2014 par le fonds d'investissement BETTER CAPITAL PCC LIMITED de OFFICETEAM GROUPE LIMITED, fournisseur anglais de services et de produits de bureautique (fournitures, mobilier de bureau, outils informatiques, solutions numériques, etc.) ;
- Le rachat en mars 2014 par WEINBERG CAPITAL PARTNERS de BRUNEAU GROUP, leader français de la vente en ligne de fournitures et mobiliers de bureau, de consommables, et d'équipements divers.

Les multiples extériorisés par ces transactions se présentent comme suit :

Figure 28 - Transactions comparables retenues sur les six dernières années

Date de clôture	Cible	Pays	Acquéreur	% acquis	VE (M CUR)	VE/EBITDA
12/03/2020	Mac Papers, Inc	Etats-Unis	Monomoy Capital Partners	100%	240	5,0x
16/07/2019	Spicers Limited	Australie	Kokusai Pulp & Paper Co., Ltd.	100%	91	12,3x
26/04/2019	Ball & Doggett Group Pty Ltd (PagePack)	Australie	Japan Pulp and Paper Company Ltd	49%	266	9,0x
11/12/2018	Spicers Limited (Malaisie, Singapour)	Asie	Japan Pulp and Paper Company Ltd	100%	15	6,0x
01/03/2016	IntegraColor, LLC (Orora Visual LLC)	Etats-Unis	Orora Limited	100%	77	6,9x
01/09/2015	Jakait Inc.	Canada	Orora Limited	100%	17	5,6x
02/03/2015	Spicers Canada Limited	Canada	Central National Gottesman Inc.	100%	63	3,6x
25/07/2014	OfficeTeam Group Limited	Angleterre	Better Capital PCC Limited	100%	80	6,2x
31/03/2014	Bruneau Group	France	Weinberg Capital Partners	100%	100	4,7x
Moyenne						**6,6x**
Médiane						**6,0x**

Sources : Publication des sociétés, CAPITAL IQ, MERGERMARKET, EPSILON, presse, et analyses FINEXSI

EBITDA de référence de la Société

Nous avons appliqué les multiples moyens aux EBITDA 2018 et 2019 (avant application de la norme IFRS 16).

L'EBITDA 2018 est sensiblement plus élevé que l'EBITDA 2019, raison pour laquelle la fourchette de valeurs est relativement large.

Nous considérons par ailleurs que l'EBITDA 2018 est moins représentatif de l'environnement de marché actuel et qu'il ne reflète pas la situation financière d'ANTALIS à la date de l'Offre initiée par KPP.

Fourchette de valorisation avant mise en œuvre de la restructuration financière[22]

L'application des multiples moyens observés sur les transactions comparables aux EBITDA 2018 et 2019 fait ressortir une valeur par action ANTALIS comprise entre -1,05€ et 0,88€, avant mise en œuvre de la restructuration financière.

6.4.6. Objectifs de cours des analystes (à titre indicatif)

Le titre ANTALIS fait l'objet d'un suivi très limité de la part des analystes financiers puisque seul ODDO BHF publie des objectifs de cours. La dernière publication avant l'annonce de l'Offre date du mois d'octobre 2019. Pour ces raisons, nous considérons ce critère à titre indicatif.

L'évolution des objectifs de cours publiés par ODDO BHF, avant l'annonce de l'Offre, est la suivante :

Figure 29 - Evolution des objectifs de cours d'ODDO BHF avant l'annonce de l'Offre

Date	Analyste	Prix cible	Cours de bourse à la date de publication	Recommandation
25/09/2018	Oddo BHF	1,30 €	1,29 €	Neutre
26/10/2018	Oddo BHF	1,10 €	0,96 €	Neutre
07/02/2019	Oddo BHF	0,90 €	0,88 €	Neutre
29/07/2019	Oddo BHF	0,80 €	0,75 €	Neutre
30/09/2019	Oddo BHF	0,70 €	0,87 €	Réduire
28/10/2019	Oddo BHF	0,70 €	0,73 €	Réduire

Source : CAPITAL IQ, notes d'ODDO BHF

En un an, entre le 25 septembre 2018 et le 30 septembre 2019, ODDO BHF a réduit son objectif de cours de 1,30€ à 0,70€.

La dernière révision de l'objectif de cours, intervenue le 30 septembre 2019, fait suite à l'annonce au marché de la révision à la baisse des objectifs financiers pour l'exercice 2019 (recul de 6% à 7% du chiffre d'affaires et marge d'EBITDA comprise entre 2,7% et 2,9% pour 2019). Cette révision de l'objectif de cours s'accompagne d'une modification de la recommandation qui passe de « neutre » à « réduire », dans un contexte où « *Les perspectives restent moroses pour l'activité Papiers (forte baisse des volumes et des prix) et la relative résilience des pôles Emballages et Communication visuelle ne suffira pas à compenser ce déclin* ».

À titre informatif, ODDO BHF a ajusté son objectif de cours sur le prix d'Offre suite à l'annonce intervenue le 31 mars 2020 avant bourse. L'analyste d'ODDO BHF considère que « *le deal industriel trouvé avec KPP est un beau projet pour ANTALIS. Le prix de l'OPA est très légèrement supérieur à notre objectif de cours, nous recommanderons donc d'apporter à l'offre lorsque celle-ci sera ouverte* ».

[22] Comme pour les multiples boursiers, le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres est le même que celui présenté pour la méthode du DCF, à l'exception de la prise en compte de provisions pour restructurations opérationnelles intégrées dans les flux du DCF pour un montant de 6,3M€.

Sur ce critère retenu à titre indicatif compte tenu du suivi très limité dont le titre fait l'objet, le prix d'Offre fait ressortir une prime de 4,3% sur le dernier objectif de cours publié avant l'annonce de l'Offre.

6.5. Scénario alternatif d'une augmentation de capital réservée

Nous simulons ci-après, à titre purement informatif, la mise en œuvre de la restructuration financière selon un scénario alternatif d'augmentation de capital réservée par incorporation de créances, qui aurait pu être l'autre solution alternative retenue par l'Initiateur KPP ou, alternativement, par les créanciers.

La simulation repose sur les hypothèses suivantes :

- La réalisation d'une augmentation de capital par incorporation de créances réservée. Pour les besoins de la présente simulation nous avons retenu deux prix de souscription différents. Le premier correspond au prix offert aux actionnaires dans le cadre de la présente Offre, soit 0,73€ par action, et le second correspond au prix moyen pondéré offert par KPP à l'ensemble des actionnaires d'ANTALIS (0,10€ pour SEQUANA, 0,40€ pour BPIFRANCE PARTICIPATIONS et 0,73€ pour les actionnaires minoritaires), soit 0,23€ par action ;

- Le rachat, postérieurement à l'augmentation de capital réservée, des blocs d'actions détenus par SEQUANA et BPIFRANCE PARTICIPATIONS selon des termes identiques à ceux proposés lors la présente opération.

Notre simulation repose une valeur des fonds propres avant augmentation de capital réservée correspondant au cours de bourse moyen pondéré par les volumes 60 jours au 30 mars 2020, soit 37,6M€ (correspondant à 0,53€ par action).

Figure 30 - Simulation de la restructuration financière par augmentation de capital réservée

Prix de souscription (€/action)	0,73 €	0,23 €
Valeur de l'augmentation de capital (M€)	187,1	187,1
Nombre d'actions à émettre (millions)	256,3	813,5
Nombre total d'actions après augmentation de capital (millions)	327,3	884,5
Valeur des fonds propres (VFP) avant augmentation de capital sur la base du CMPV 60 jours (M€)	37,6	37,6
VFP après augmentation de capital (M€)	224,7	224,7
Valeur par action après augmentation de capital (€/action)	**0,69**	**0,25**
Détention de KPP après réalisation de l'augmentation de capital réservée	78,3%	92,0%
Rachat des blocs Sequana et BPI par KPP	18,2%	6,7%
Détention du capital après augmentation de capital réservée et rachat des blocs	**96,5%**	**98,7%**
Détention des actionnaires minoritaires après dilution	3,5%	1,3%

Source : Analyses FINEXSI

Il ressort de cette simulation (i) que si la restructuration financière était intervenue sous forme d'une augmentation de capital réservée, le bénéficiaire aurait détenu entre 96,5% et 98,7% du capital d'ANTALIS, en fonction du prix de souscription considéré, et (ii) que la valeur théorique cible de l'action ANTALIS serait de 0,69€ ou 0,25€ selon que l'on retienne un prix de souscription correspondant au prix d'Offre (0,73€) ou au prix moyen pondéré offert par KPP à l'ensemble des actionnaires d'ANTALIS (0,23€).

Ce scénario aurait donc eu un impact dilutif très significatif pour les actionnaires historiques d'ANTALIS quant à leur détention du capital, quel que soit le prix de souscription retenu. Au prix de souscription de 0,73€ par action, la relution en valeur par rapport au CMPV 60 jours (0,53€) serait de 0,16€, avec une valeur théorique cible par action de 0,69€ après augmentation de capital.

Selon cette simulation, le prix d'Offre de 0,73€ apparaît donc favorable à l'actionnaire d'ANTALIS.

7. Analyse des éléments d'appréciation du prix établi par l'établissement présentateur

ODDO BHF (ci-après « l'établissement présentateur »), agissant en tant qu'établissement présentateur de l'Offre, a préparé les éléments d'appréciation du prix de l'Offre figurant à la section 3 du projet de note d'information.

Nous avons analysé ces éléments et nous nous sommes rapprochés des représentants de l'établissement présentateur en charge de l'évaluation pour échanger sur les méthodes et critères d'évaluation retenus.

7.1. Choix des critères d'évaluation

L'établissement présentateur retient à titre principal la référence aux transactions récentes intervenues sur le capital de la Société ainsi que la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie (DCF) et, à titre indicatif, l'analyse du cours de bourse.

L'établissement présentateur a écarté les méthodes des comparables boursiers, des transactions comparables ainsi que la référence aux objectifs de cours des analystes.

Nous présentons pour notre part à titre principal la référence aux transactions récentes intervenues sur le capital de la Société ainsi que l'actualisation des flux futurs de trésorerie. Nous présentons l'analyse du cours de bourse à titre secondaire et le critère des comparables boursiers, des transactions comparables ainsi que la référence aux objectifs de cours des analystes à titre indicatif uniquement.

Enfin, nous sommes en accord avec les autres méthodes écartées, à savoir l'actif net comptable, l'actif net réévalué ainsi que l'actualisation des flux futurs de dividendes.

La mise en œuvre des différents critères appelle plusieurs remarques de notre part.

7.2. Mise en œuvre des différents critères

7.2.1. Données financières

L'établissement présentateur actualise les flux de trésorerie à mi-année, comme nous l'avons fait.

S'agissant du nombre d'actions, l'établissement présentateur retiennent comme nous un nombre d'actions dilué estimé à 70.498.938 actions.

Avant restructuration financière

L'établissement présentateur retient une dette financière nette ajustée de 437,3M€ au 31 décembre 2019, quand nous retenons un montant de 424,7M€. L'écart s'explique principalement par la prise en compte dans nos calculs de la position nette des régimes de retraite à prestation définies au Royaume-Uni (compensation des plans de retraite déficitaires avec les plans excédentaires) ainsi par les déficits fiscaux reportables que nous retenons dans la dette financière nette alors que l'établissement présentateur les a retenus en diminution de la charge d'impôt dans les flux du DCF.

Après restructuration financière

Après restructuration financière, l'établissement présentateur retient une dette financière nette ajustée de 290,5M€, quand nous retenons un montant de 290,6M€.

7.2.2. Transactions récentes intervenues sur le capital de la Société

ODDO BHF retient les références à l'acquisition du bloc SEQUANA au prix de 0,10€ par action et à l'acquisition du bloc BPIFRANCE PARTICIPATIONS au prix de 0,40€.

Nous retenons les mêmes références pour nos analyses.

7.2.3. Actualisation des flux de trésoreries futurs

Concernant les prévisions considérées

L'établissement présentateur s'est référée au plan d'affaires communiqué par le Management, comme nous l'avons fait.

Néanmoins, ODDO BHF a retenu le scénario pessimiste pour l'exercice 2020e, quand nous avons pour notre part considéré le scénario optimiste. Ainsi, nos flux de trésorerie respectifs sont identiques sur la période 2020e - 2023e, à l'exception de l'année 2020e.

L'établissement présentateur a procédé à l'extrapolation du plan d'affaires du Management jusqu'en 2026e quand nous avons retenu une période d'extrapolation plus longue, jusqu'en 2029e.

S'agissant des hypothèses de marge normative, l'établissement présentateur a retenu dans sa valeur terminale un taux de marge d'EBITDA correspondant à celui observé en 2023e dans le plan

d'affaires du management. Nous avons pour notre part retenu un taux de marge normatif en ligne avec la moyenne des marges d'EBITDA observées sur l'horizon explicite du plan d'affaires.

Concernant les hypothèses financières

Nous retenons la même hypothèse de taux de croissance à l'infini que l'établissement présentateur, soit un taux de croissance nul en raison du déclin structurel de l'activité papier.

Concernant le taux d'actualisation avant restructuration financière, nous retenons un coût des fonds propres de 10,6%, quand l'établissement présentateur retient un CMPC de 12,9%.

Après mise en œuvre de la restructuration financière, nous retenons un CMPC de 8,8%, quand l'établissement présentateur retient 10,1%.

Concernant la valeur par action

Avant mise en œuvre de la restructuration financière, la valeur retenue par l'établissement présentateur se situe dans une fourchette de -2,68€ à -2,53€, avec une valeur centrale de -2,60€ par action. Pour notre part, nous retenons une fourchette de -2,53€ à -2,16€, avec une valeur centrale de -2,34€ par action.

Après mise en œuvre de la restructuration financière, la valeur retenue par l'établissement présentateur se situe dans une fourchette de 0,42€ à 0,66€, avec une valeur centrale de 0,54€ par action. Pour notre part, nous retenons une fourchette de 0,51€ à 1,03€, avec une valeur centrale de 0,77€ par action.

Enfin, notre scénario de sensibilité basé sur un décalage d'une année des flux du plan d'affaires fait ressortir une valeur centrale de 0,32€ par action.

7.2.4. Analyse du cours de bourse

La principale différence réside dans les périodes des cours moyens pondérés retenus dans nos travaux et par l'établissement présentateur.

Hormis ces différences de dates, qui fait ressortir des écarts mineurs sur les CMPV présentés, l'analyse du cours de bourse menée par ODDO BHF n'appelle pas de commentaire particulier de notre part.

8. Remarques reçues d'actionnaires minoritaires

Dans le cadre de nos travaux, nous avons reçu plusieurs courriers[23] de la part de l'ASSOCIATION DES ACTIONNAIRES MINORITAIRES DE SOCIETES COTEES (ci-après « l'ASAMIS ») concernant l'appréciation du prix d'Offre. Nous nous sommes également entretenus par conférence téléphonique avec les représentants de l'ASAMIS le 8 juin 2020.

Dans son dernier courrier, L'ASAMIS conclut que « *le cours équitable de l'offre de KPP devrait se situer dans une fourchette 1,36€ / 2,42 €* ».

Nous avons examiné et analysé les éléments contenus dans ces différents courriers et faisons part ci-après de nos appréciations qui ont pour certaines déjà été développées dans différentes parties de ce rapport.

Sur la prise en compte de l'abandon de créances

Dans le cadre de la présente Offre, le caractère équitable du prix proposé doit être apprécié sur une base *standalone*, c'est-à-dire avant prise en compte de l'abandon de créances, qui s'analyse en réalité comme une synergie apportée par KPP.

En effet, l'offre de KPP et la mise en œuvre de la restructuration financière (abandon de créances et refinancement d'une partie de la dette existante) s'analysent comme un tout indissociable. L'abandon de créances fait partie intégrante de l'offre de reprise proposée par KPP et acceptée par la Société, son actionnaire de contrôle SEQUANA, BPIFRANCE PARTICIPATIONS ainsi que par les parties au contrat de crédit syndiqué. En l'absence de reprise, l'abandon de créance consenti par les créanciers serait remis en cause et, sauf accord alternatif, la Société se trouverait en situation de *quasi*-cessation des paiements compte tenu des bris de covenants au 31 décembre 2019.

La valeur de l'abandon de créance n'appartient donc pas aux actionnaires historiques d'ANTALIS mais à KPP.

Pour autant, afin d'apporter un éclairage complet et apprécier l'opération pour l'actionnaire, nous avons procédé à une analyse de la valeur post restructuration financière (voir ci-dessus).

Nous rappelons par ailleurs que sur la base de notre approche DCF, que nous considérons comme la plus pertinente dans le contexte, le prix d'Offre de 0,73€ par action factorise 95% de notre valeur centrale qui intègre les effets de l'abandon de créances et des synergies financières découlant du refinancement assuré par KPP à un taux très favorable.

Sur l'approche d'évaluation

L'ASAMIS considère qu'en l'absence de prévisions communiquées au marché pour l'exercice 2020, ANTALIS ne peut pas être évaluée par la méthode du DCF, et qu'il est donc préférable d'utiliser dans le contexte les méthodes analogiques, basées sur les multiples boursiers et de transactions comparables.

[23] Courriers en date du 14 avril, 23 avril, 22 mai et 10 juin 2020.

Nous rappelons pour notre part que la méthode du DCF est usuellement considérée comme la plus pertinente pour évaluer la valeur intrinsèque d'une société, en particulier dans un contexte de décroissance structurelle. Bien qu'ANTALIS fasse preuve d'une grande prudence dans sa communication financière, la Société est tout de même en mesure d'établir un plan d'affaires. Dans ces conditions, nous considérons la méthode DCF comme la méthode principale pour évaluer les actions Antalis. Par ailleurs, le budget 2020 a fait l'objet d'une mise à jour afin de tenir compte de la crise sanitaire et économique en cours. Nous rappelons également que les années suivantes n'ont pas été ajustées à la baisse, faisant état de prévisions optimistes dans le contexte actuel, ce qui apparaît être une hypothèse volontariste.

Sur la mise en œuvre de la méthode des comparables boursiers

Pour la mise en œuvre de la méthode des comparables boursiers, l'ASAMIS retient VERITIV et KPP comme comparables et détermine ses multiples sur la base des agrégats historiques (agrégats 2019). L'ASAMIS retient quatre ratios[24] et considère les ratios « valeur d'entreprise / chiffre d'affaires » et « capitalisation boursière / fonds propres » comme les plus pertinents dans le contexte car ce sont les plus impactés par l'abandon de créances. Elle applique ensuite une pondération forfaitaire de 35% ou 45% selon les cas, pour chacun de ces deux ratios (les autres ratios se voyant par conséquent appliquer une pondération de 5% ou 15% selon les cas).

Nous considérons pour notre part que la méthode des comparables boursiers est une méthode prospective, qui doit être appliquée sur la base des prévisions des analystes dans la mesure où le marché valorise les perspectives futures de la société et non les performances passées.

KPP ne faisant l'objet d'aucun suivi de la part des analystes, cette méthode ne peut donc lui être appliquée.

Par ailleurs, les ratios utilisés par l'ASAMIS, et en particulier les ratios de « capitalisation boursière / EBITDA » et « capitalisation boursière / fonds propres » ne correspondent, selon nous, pas à des ratios usuels en matière d'évaluation. Le seul indicateur pertinent dans le contexte nous semble être le ratio de « valeur d'entreprise / EBITDA » qui est le seul capable d'appréhender les perspectives de rentabilité de la société évaluée.

Enfin, la pondération appliquée à certains ratios est forfaitaire et n'apparaît pas être explicitée sur le plan de la logique financière.

Sur la mise en œuvre de la méthode des transactions comparables

Pour la mise en œuvre de la méthode des transactions comparables boursiers, l'ASAMIS retient l'acquisition de la société SPICERS par KPP en 2019.

Bien que nous considérions l'acquisition de SPICERS par KPP comme une transaction comparable, l'application de cette méthode suppose la constitution d'un échantillon de transactions, au sein duquel sera déterminée le multiple moyen ou médian. Retenir une transaction isolée constitue un biais méthodologique puisque les multiples induits par celle-ci dépendent du contexte spécifique dans lequel a été réalisée la transaction.

[24] Valeur d'entreprise / chiffre d'affaires, valeur d'entreprise / EBITDA, capitalisation boursière / EBITDA et capitalisation boursière / fonds propres.

Au cas d'espèce, l'ASAMIS retient la transaction faisant ressortir le multiple le plus élevé parmi l'ensemble des transactions que nous avons identifiées (près de deux fois supérieur à la moyenne des autres transactions).

Sur les ratios extériorisés lors de l'introduction en bourse de 2017

L'ASAMIS constate que « *certaines données fondamentales d'Antalis pour l'exercice 2016, sur lesquelles a été valorisé le cours d'introduction, étaient proches de celles d'aujourd'hui* ». En conséquence, l'ASAMIS applique les ratios observables à la date de l'introduction en bourse aux agrégats 2019 d'ANTALIS.

Nous considérons pour notre part que les fondamentaux de la Société ont fortement évolué depuis 2016, avec une augmentation significative de son endettement, une baisse ininterrompue de son chiffre d'affaires et une forte dégradation de ses résultats.

Par ailleurs, l'ASAMIS ne s'interroge pas sur l'évolution des fondamentaux de la Société et de ses marchés depuis cette date ni sur les raisons qui ont entrainé une importante baisse du cours de bourse depuis l'introduction. Il ne nous semble pas pertinent d'appliquer des ratios observés trois ans plus tôt sans tenir compte du contexte dans lequel la Société se trouve actuellement.

Nous précisons enfin que les prévisions sur lesquelles s'est fondée l'évaluation réalisée en 2017 préalablement à l'introduction en bourse n'ont jamais été atteintes par la Société, qui a dans certains cas largement sous performé par rapport aux objectifs fixés dans son plan d'affaires de l'époque.

Sur les synergies

L'ASAMIS a réalisé une estimation des synergies qui devraient selon elle être générées dans le cadre du rapprochement entre KPP et ANTALIS. En année pleine, L'ASAMIS estime que les synergies de coûts devraient représenter environ 90M€ d'économies.

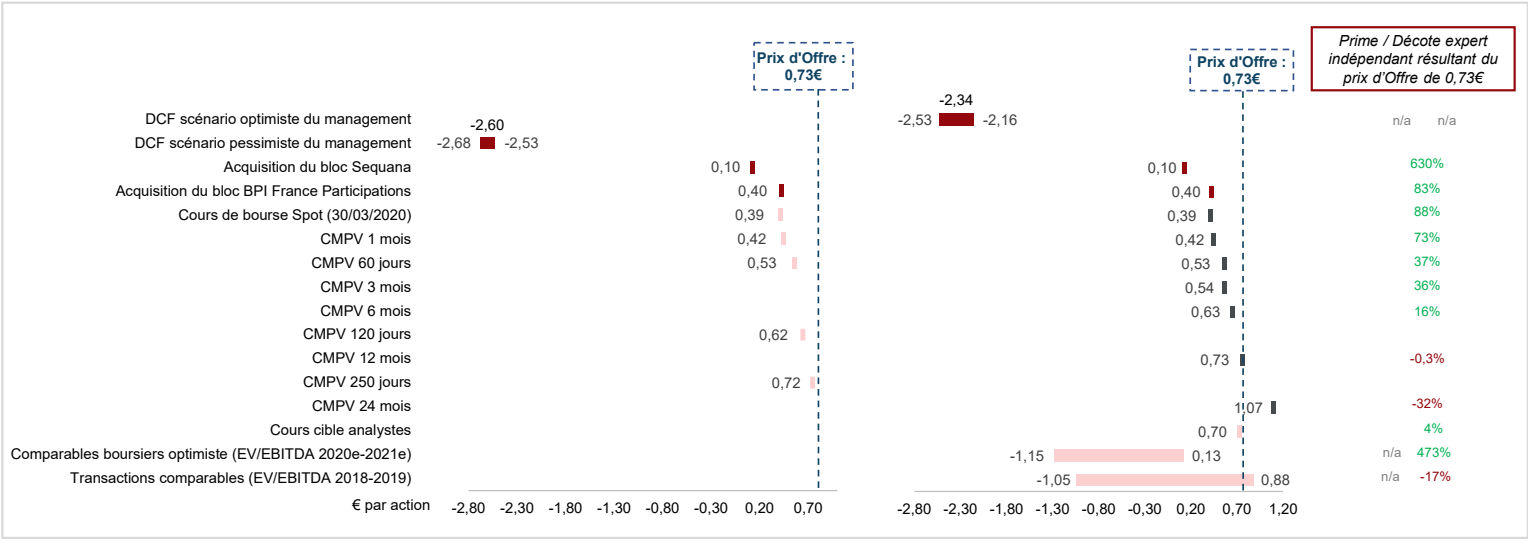
Pour notre part, nous n'avons eu communication d'aucun chiffrage de synergies potentielles par KPP ou ANTALIS. Nous nous sommes entretenus spécifiquement avec les deux sociétés à ce sujet et nous sommes fait confirmer qu'aucune synergie de coût ou de revenu significative n'était attendue dans le cadre de la présente opération.

Pour apprécier la situation complète, nous renvoyons à nos analyses selon la méthode du DCF en *standalone* puis post restructuration financière. Cette dernière approche extériorise la valeur tenant compte de l'abandon de créances et de l'amélioration des coûts de financement procurés par le nouvel actionnaire, qui constituent deux synergies majeures du rapprochement.

9. Synthèse et appréciation sur le caractère équitable du prix d'Offre

9.1. Synthèse de nos travaux d'évaluation avant restructuration financière

Méthodes	Etablissement présentateur	Expert indépendant



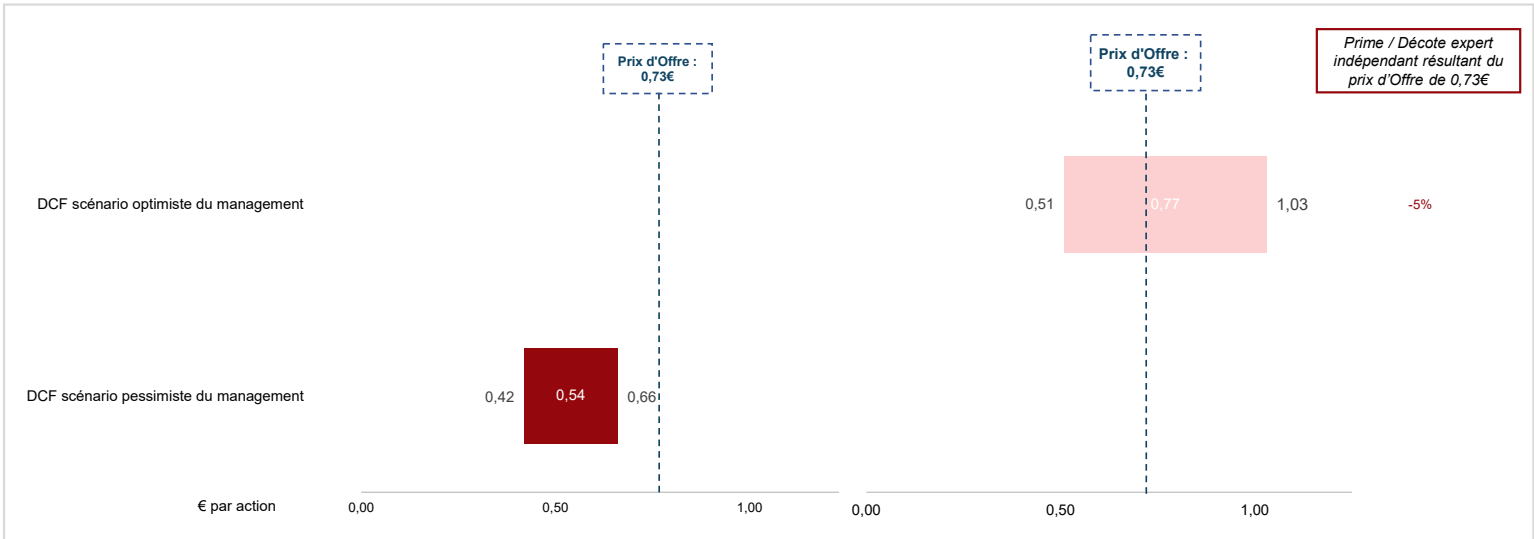
À titre principal

À titre secondaire

À titre indicatif

9.2. Synthèse de nos travaux d'évaluation après restructuration financière

Méthodes	Etablissement présentateur	Expert indépendant



À titre principal

À titre indicatif

9.3. Attestation sur le caractère équitable du prix de l'Offre

L'Opération initiée par KPP est la seule offre ferme reçue à l'issue d'un processus de recherche d'une nouvelle structure actionnariale initié en 2019 ayant consisté à contacter de nombreux acquéreurs industriels ou investisseurs financiers et stratégiques.

La présente Offre intervient dans un contexte de restructuration financière d'ANTALIS rendue nécessaire pour assurer sa continuité d'exploitation. Rappelons que les ratios des lignes de crédit syndiqué testés au 31 décembre 2019 n'ont pas été respectés. Aux termes de l'accord conclu avec les parties au contrat de crédit syndiqué, ces derniers ont cependant renoncé à exercer leurs droits au titre de tout cas de défaut, potentiel ou avéré, jusqu'à la finalisation de la transaction avec KPP.

Aussi, le prix d'Offre de 0,73€ par action ANTALIS doit être apprécié sur une base *standalone*, c'est-à-dire avant la prise de contrôle par KPP et la mise en œuvre de la restructuration financière dans la mesure où ces deux opérations s'analysent comme un tout indissociable. En effet, l'abandon de créances et le refinancement d'une partie de la dette existante d'ANTALIS sont notamment subordonnés à la réalisation de l'acquisition par KPP des actions ANTALIS détenues par SEQUANA et BPIFRANCE PARTICIPATIONS, ce qui implique qu'en l'absence de prise de contrôle par KPP l'abandon de créances ne serait pas acquis pour la Société.

On relève que le prix d'Offre de 0,73€ par action proposé aux actionnaires minoritaires est supérieur au prix de rachat des blocs de SEQUANA, l'actionnaire de contrôle et de BPIFRANCE PARTICIPATIONS. Il extériorise respectivement une prime de 630% et 82,5% sur le prix de rachat de ces deux blocs, étant précisé que les termes et modalités de ces opérations de rachats de bloc ne prévoient aucune clause d'ajustement ou de complément de prix.

De même, nos travaux d'évaluation à partir de la méthode DCF, qui est à notre avis la méthode la plus pertinente pour intégrer le contexte et le retour à une situation normale du marché dans lequel évolue la Société, fait ressortir une fourchette de valeurs négatives compte tenu du poids de la dette avant restructuration financière, alors même qu'elles reposent sur la base d'un plan d'affaires volontariste du fait qu'il n'intègre pas l'éventuel impact de la crise du Covid-19 pour la période au-delà de l'exercice 2020. Sur cette même base, en tenant compte des effets de la restructuration financière et des synergies financières offertes par le refinancement d'une partie de sa dette à des conditions plus favorables, la valeur centrale de la méthode DCF ressort à 0,77€ par action, ce qui implique que le prix d'Offre de 0,73€ correspond donc à 95% de cette valeur post restructuration financière, sans aléa majeur dans la réalisation du plan d'affaires jusqu'au retour à une situation normale.

La méthode des comparables boursiers nous semble difficile à mettre en œuvre compte tenu des spécificités et de la diversification des activités d'ANTALIS, rendant complexe l'élaboration d'un échantillon de sociétés qui lui soient pleinement comparables.

Compte tenu de la faiblesse du flottant, et des volumes d'échange particulièrement limités en découlant, la référence au cours de bourse nous semble peu pertinente. Selon ce critère considéré à titre secondaire, le prix d'Offre fait ressortir une prime de 88,1% sur le dernier cours précédant l'annonce de l'Offre et une prime de 37,1% par rapport au cours moyen pondéré 60 jours. Le cours de bourse a évolué dans une fourchette de 0,69€ à 0,928€ (cours de clôture) entre le 31 mars

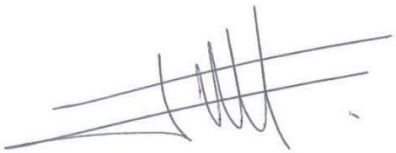
2020, date de l'annonce de l'Offre de KPP et le 20 juillet 2020, mais dans des volumes d'échange limités.

En conséquence, nous sommes d'avis que le prix d'Offre de 0,73€ par action est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires d'ANTALIS.

Nous sommes d'avis que ce prix d'Offre de 0,73€ par action est équitable d'un point de vue financier dans l'hypothèse où la procédure de Retrait Obligatoire serait mise en œuvre à l'issue de la présente Offre.

FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER

Paris, le 21 juillet 2020



Christophe LAMBERT

Associé

Olivier PERONNET

Associé

PJ : Annexe unique

Annexe unique

La présente annexe constitue la synthèse des termes de notre lettre de mission.

Présentation du cabinet FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER

L'activité de FINEXSI EXPERT ET 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 suivantes :

- Commissariat aux comptes ;
- Acquisitions et cessions d'entreprises ;
- Apports et fusions ;
- Evaluation et expertise indépendante ;
- 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.-18	GFI	Mannai Corporation	Crédit Agricole CIB	Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire
janv.-19	Parrot	Horizon	Rothschild	Offre Publique d'Achat
janv.-19	Soft Computing	Publicis Group	Oddo	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un retrait obligatoire
mars-19	Stallergenes Greer	Ares Life Sciences	N/A	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un retrait obligatoire
sept.-19	Latecoere	Searchlight	JP Morgan, Natixis	Offre Publique d'Achat suivie d'un Retrait Obligatoire
oct.-19	Groupe Flo	Bertrand	Rothschild, Portzamparc	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire
oct.-19	Altran	Capgemini	BNPP, Crédit Agricole CIB, HSBC, Lazard	Offre Publique d'Achat
mars-20	April	Andromeda Investissements	Deutsche Bank, Lazard, Natixis	Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire

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 et nombre d'heures

Notre rémunération pour cette mission s'élève à 180K€, hors taxes, frais et débours.

Les temps effectivement consacrés à cette mission sont de l'ordre de 750 heures.

Description des diligences effectuées et programme de travail

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

1 - Prise de connaissance de l'opération et acceptation de la mission

2 - Identification des risques et orientation de la mission

3 - Collecte des informations et des données nécessaires à la mission :

- Prise de connaissance des notes d'analyse sectorielle et des notes d'analyse sur les comparables de la Société

4 - Appréciation du contexte spécifique de l'Offre :

- Echanges avec le management de la Société
- Echanges avec les conseils de la Société
- Echanges avec l'établissement présentateur

5 - Analyse de l'opération et de la documentation juridique liée

6 - Prise de connaissance de la documentation comptable et financière de la Société

7 - Analyse du cours de bourse d'ANTALIS :

- Analyse de l'évolution du cours
- Analyse du flottant et de la liquidité

8 - Revue du plan d'affaires du Management de la Société

9 - Mise en œuvre d'une valorisation par la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs et réalisation d'analyses de sensibilité

10 - Analyse des transactions récentes intervenues sur le capital de la Société

11 - Mise en œuvre des méthodes analogiques :

- Comparables boursiers
- Transactions comparables

12 - Mise en œuvre des méthodes fondées sur les données de marché :

- Cours spot et cours moyens pondérés par les volumes
- Objectifs de cours des analystes

13 - Obtention des lettres d'affirmation du représentant de la Société cible et de l'initiateur

14 - Revue indépendante

15 - Rédaction du rapport

Calendrier de l'étude

5 mars 2020	Désignation de FINEXSI en qualité d'expert indépendant par le Conseil d'administration d'ANTALIS
6 mars 2020	Réunion de présentation avec le Comité ad hoc, le management et les conseils de la Société
16 mars 2020	Conférence téléphonique avec le Management portant notamment sur le plan d'affaires, la stratégie et l'environnement économique
20 mars 2020	Conférence téléphonique avec le Comité ad hoc
25 mars 2020	Conférence téléphonique avec le management portant notamment sur l'impact de la crise sanitaire ainsi que sur les perspectives d'activité de la Société
25 mars 2020	Conférence téléphonique avec l'établissement présentateur
26 mars 2020	Conférence téléphonique avec le Comité ad hoc
Mars 2020	Collecte de l'information publique disponible Identification et collecte de données sur les comparables boursiers et transactionnels à partir de nos bases de données financières CAPITAL IQ, MERGERMARKET, et EPSILON notamment
Avril / mai 2020	Mise en œuvre de l'évaluation multicritères des actions ANTALIS
3 avril 2020	Conférence téléphonique avec le Comité ad hoc
7 avril 2020	Conférence téléphonique avec l'établissement présentateur

29 avril 2020	Conférence téléphonique avec la banque conseil de la Société
30 avril 2020	Conférence téléphonique avec l'établissement présentateur
5 mai 2020	Conférence téléphonique avec l'établissement présentateur
12 mai 2020	Conférence téléphonique avec le management
14 mai 2020	Conférence téléphonique avec le Comité ad hoc
25 mai 2020	Conférence téléphonique avec l'établissement présentateur
Juin / juillet 2020	Rédaction du rapport d'évaluation
8 juin 2020	Conférence téléphonique avec les représentants de l'ASAMIS
9 juin 2020	Conférence téléphonique avec l'établissement présentateur
12 juin 2020	Conférence téléphonique avec KPP sur le contexte de l'opération, la stratégie et les éventuelles synergies qui découlent de l'opération
22 juin 2020	Conférence téléphonique avec le Comité ad hoc
10 juillet 2020	Conférence téléphonique avec le Management
17 juillet 2020	Conférence téléphonique avec le Comité ad hoc
16 et 17 juillet 2020	Revue indépendante du rapport du cabinet FINEXSI
21 juillet 2020	Remise du rapport d'évaluation et présentation au Conseil d'administration d'ANTALIS

Liste des personnes rencontrées ou contactées

ANTALIS

- Monsieur Hervé PONCIN, Directeur Général
- Monsieur Steve McCUE, Directeur Administratif et Financier
- Madame Rhonda FRIESEN, Secrétaire Général
- Monsieur Sébastien LEFEBVRE, Directeur comptable et fiscal

Comité ad hoc

- Madame Clare CHATFIELD, Administratrice Indépendante
- Madame Delphine DROUETS, Administratrice Indépendante
- Madame Christine MONDOLLOT, Administratrice Indépendante
- Madame Cécile HELME-GUIZON, Administratrice

Banque conseil d'ANTALIS, GOLDMAN SACHS

- Monsieur Jeremie MARRACHE, Managing Director
- Monsieur Bernard OSTA, Executive Director
- Monsieur Camille LAURENS, Executive Director
- Monsieur Nicolas MOREL-VULLIEZ, Associate
- Madame Louise BONNIER, Analyste

Avocat d'ANTALIS, CHANGE

- Maître Nicolas CUNTZ, Avocat

ODDO BHF CORPORATE FINANCE, établissement présentateur

- Monsieur Romain ATTARD, Managing Director
- Monsieur Romain MONTCERISIER, Associate
- Monsieur Andreas HEIDEMANN, Analyste

KOKUSAI PULP AND PAPER

- Monsieur Yasuyuki SAKATA, Executive Officer

Conseil de l'initiateur, DELOITTE TOKYO

- Monsieur Hotaka KOBAYAKAWA, Partner

ASAMIS

- Monsieur Daniel PICHOT, Président
- Monsieur Eric ROUVROY, Membre du Bureau

Sources d'information utilisées

Principales informations communiquées par la société ANTALIS et ses conseils

- Budget 2020 et sa mise à jour
- Plan d'affaires 2020-2023
- Etats financiers consolidés de 2015 à 2019
- PV des CA et des AG tenus en 2019 et 2020
- *Binding Offer* de KPP
- Contrat de restructuration entre KPP, ANTALIS et ses créanciers
- *Put Option Agreement* et SPA entre SEQUANA et KPP
- SPA entre BPIFRANCE PARTICIPATIONS et KPP
- Lettre d'affirmation

Informations communiquées par l'initiateur

- Projet de note d'information
- Lettre d'affirmation

Nous avons reçu, en temps utiles, tous les documents et informations nécessaires à l'accomplissement de notre mission.

Informations de marché

- Communication financière d'ANTALIS sur les exercices 2016 à 2019
- Cours de bourse, comparables boursiers, transactions comparables, consensus de marché : CAPITAL IQ, MERGERMARKET et EPSILON
- Données de marchés (taux sans risque, prime de risque, bêta…) : CAPITAL IQ, ASSOCIES EN FINANCE, BANQUE DE FRANCE
- Autres : XERFI

Personnel associé à la réalisation de la mission

Les signataires, Messieurs Olivier PERONNET (Associé, 35 années d'expérience) et Christophe LAMBERT (Associé, 20 années d'expérience), ont été assistés de Messieurs Maxime ROGEON (Manager, 11 années d'expérience) et Arthur LANDES (Analyste, 1 année d'expérience).

La revue qualité a été effectuée par Monsieur Jean-Marc BRICHET, Associé du cabinet (30 années d'expérience), 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 associés 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 associés signataires.

FINEXSI
EXPERT & CONSEIL FINANCIER

antalis EAM
Just ask Antalis

ADDENDUM À L'ATTESTATION D'EQUITE ETABLIE LE 21 JUILLET 2020

Offre Publique d'Achat Simplifiée initiée par KOKUSAI PULP AND PAPER CO., LTD visant les actions ANTALIS SA

23 septembre 2020

Propos liminaire

À la demande de l'Autorité des marchés financiers (ci-après « AMF »), et suite au relèvement du prix d'Offre à 0,90€ par action ANTALIS décidé volontairement par l'Initiateur et annoncé le 17 septembre 2020, nous avons établi le présent addendum à l'attestation d'équité établie en date du 21 juillet 2020, afin d'apporter des précisions sur les points suivants :

- L'analyse de la publication des résultats du premier semestre 2020 ;
- L'analyse du courrier de l'ASAMIS adressé à l'AMF le 29 juillet 2020 pour ce qui concerne nos travaux ;
- La mise à jour de la synthèse de nos travaux d'évaluation et du positionnement du prix d'Offre relevé à 0,90€ au regard des différents critères examinés.

À l'exception des chiffres mis à jour dans le présent addendum, les autres éléments présentés dans notre attestation d'équité en date du 21 juillet 2020 demeurent valables.

SOMMAIRE

1. Analyse de la publication des résultats du premier semestre 2020 4

1.1. Performances opérationnelles en ligne avec les prévisions retenues dans nos travaux 4

1.2. Dépréciations d'actifs 4

1.3. Actif net comptable consolidé 5

2. Analyse du courrier de l'ASAMIS adressé à l'AMF le 29 juillet 2020 5

2.1. Sur la mise en œuvre d'une évaluation *standalone* d'ANTALIS 5

2.2. Sur la référence aux transactions récentes intervenues sur le capital d'ANTALIS 7

2.3. Sur la référence au cours de bourse d'ANTALIS 8

2.4. Sur la référence aux objectifs de cours des analystes 8

2.5. Sur la mise en œuvre de la méthode des comparables boursiers 9

2.6. Sur la mise en œuvre de la méthode DCF 10

2.7. Sur l'absence de synergies 13

2.8. Sur l'évolution du cours de bourse 13

3. Mise à jour de la synthèse de nos travaux d'évaluation avant restructuration financière 15

4. Mise à jour de la synthèse de nos travaux d'évaluation après restructuration financière 16

Mise à jour de l'annexe unique 18

1. Analyse de la publication des résultats du premier semestre 2020

1.1. Performances opérationnelles en ligne avec les prévisions retenues dans nos travaux

La Société nous a communiqué ses résultats au titre du premier semestre 2020 que nous avons analysés avec le management. Ces résultats apparaissent globalement en ligne avec les données chiffrées (non audités) au 30 juin 2020 présentées en page 32 de notre attestation d'équité du 21 juillet 2020.

Comme attendu, les performances opérationnelles ont été fortement affectées par la pandémie du Covid-19 avec une baisse du chiffre d'affaires consolidé de -23,8% au cours du premier semestre 2020. Les principaux pays européens (chiffre d'affaires en retrait de -24,9%) et le reste du Monde (chiffre d'affaires en retrait de -35,6%) sont les zones géographiques les plus affectées par la baisse de l'activité.

Au niveau sectoriel, on relève la résilience du secteur opérationnel des emballages (chiffre d'affaires en retrait -9,8%), qui n'a cependant pas permis de compenser la baisse des volumes de papiers d'environ -23% en Europe dans un contexte de pression supplémentaire sur les prix, ni la baisse du chiffre d'affaires (-19,9%) Communication Visuelle en l'absence de salons et d'évènements publics depuis le mois de mars 2020.

Selon les données chiffrées qui nous ont été communiquées lors de l'établissement de notre attestation d'équité, la Société prévoyait une baisse de son taux de marge d'EBITDA (hors incidence de la norme IFRS 16) d'environ 2 points par rapport à celui du premier semestre 2019 qui s'établissait à 2,8%. Cela est confirmé par les résultats qui font ressortir un EBITDA (avant IFRS 16) de 7,4 M€, correspondant à un taux de marge de 0,9%.

Le résultat net part du groupe au 30 juin 2020 ressort quant à lui négatif à hauteur de -89,0 M€ avant incidence de la norme IFRS 16, et de -90,3 M€ après application de cette norme.

Par conséquent, les résultats consolidés au 30 juin 2020 apparaissent en ligne avec les prévisions retenues dans notre attestation d'équité du 21 juillet 2020 et ne sont donc pas de nature à remettre en cause la conclusion de nos travaux.

1.2. Dépréciations d'actifs

Compte tenu des indices de perte de valeur observés au premier semestre 2020 (baisse brutale du chiffre d'affaires), la Société a mis en œuvre un test de la valeur comptable de la plupart de ses actifs au 30 juin 2020. Il en résulte notamment l'identification d'une perte de valeur de 25 M€ sur le *goodwill* alloué aux activités du groupe au Royaume-Uni, qui a fait l'objet d'une dépréciation intégrale au 30 juin 2020.

1.3. Actif net comptable consolidé

Compte tenu de la perte nette (part du groupe) de -90,3 M€ (après IFRS 16) constatée au premier semestre 2020, l'actif net comptable consolidé (part du groupe) à cette même date devient négatif et s'établit à -41,1 M€, soit une valeur par action de -0,58 €.

2. Analyse du courrier de l'ASAMIS adressé à l'AMF le 29 juillet 2020

L'ASAMIS a transmis à l'AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS un courrier en date du 29 juillet 2020 dans lequel elle fait notamment des commentaires sur notre rapport du 21 juillet 2020.

La principale remarque de l'ASAMIS porte sur le fait qu'elle considère que la valorisation d'ANTALIS doit être effectuée en tenant compte de l'effet de l'abandon de créances pour l'appréciation du caractère équitable du prix de l'Offre, sans tenir compte des difficultés économiques et financières auxquelles faisait face la Société déjà avant la crise du Covid-19, lesquelles se sont donc accentuées sous l'effet de cette crise, et qui sont pourtant à l'origine de l'impérieuse nécessité d'une restructuration financière pour le groupe ANTALIS.

Nous reprenons ci-après notre analyse des différents points soulevés par l'ASAMIS concernant nos travaux.

2.1. Sur la mise en œuvre d'une évaluation *standalone* d'ANTALIS

Commentaire de l'ASAMIS

L'ASAMIS considère que l'évaluation en *standalone* d'ANTALIS est irrecevable et que celle-ci devrait tenir compte du montant de l'abandon de créances dans la mesure où celui-ci est intervenu au jour de la réalisation de l'acquisition par KPP.

Un abandon de créances a un impact sur les comptes de la société concernée, au jour où celui-ci est effectivement acquis et acté, et il bénéficié à ses actionnaires, dès cette même date.

Notre analyse

En qualité d'expert indépendant, c'est à une approche standalone que nous devons nous référer, puis d'apprécier d'autres éléments tels que par exemple les synergies.

Il est un fait que les difficultés financières auxquelles ANTALIS est confrontée, devaient conduire à la restructuration de son capital, avec l'exposition à un effet dilutif pour ses actionnaires, voire à un défaut. L'offre de KPP, seule à l'issue d'un long processus, forme un tout, qui intègre les prix de rachat des blocs de SEQUANA et BPIFRANCE PARTICIPATIONS et l'abandon concomitant de leurs créances par les banques. Nous ne contestons pas que cet abandon constitue un profit exceptionnel, mais c'est une synergie apportée par l'Initiateur.

Il n'est donc pas possible de considérer cet abandon indépendamment de l'Offre de KPP.

Pour autant, et pour donner à l'actionnaire une pleine vision de l'offre qui lui est faite, en page 61 de notre attestation d'équité figure notre analyse et notre opinion sur la prise en compte de l'abandon de créances, que nous reproduisons ci-après « *dans le cadre de la présente Offre, le caractère équitable du prix proposé doit être apprécié sur une base standalone, c'est-à-dire avant prise en compte de l'abandon de créances, qui s'analyse en réalité comme une synergie apportée par KPP* ».

« *En effet, l'offre de KPP et la mise en œuvre de la restructuration financière (abandon de créances et refinancement d'une partie de la dette existante) s'analysent comme un tout indissociable. L'abandon de créances fait partie intégrante de l'offre de reprise proposée par KPP et acceptée par la Société, son actionnaire de contrôle SEQUANA, BPIFRANCE PARTICIPATIONS ainsi que par les parties au contrat de crédit syndiqué. En l'absence de reprise, l'abandon de créance consenti par les créanciers serait remis en cause et, sauf accord alternatif, la Société se trouverait en situation de quasi-cessation des paiements compte tenu des bris de covenants au 31 décembre 2019.*

La valeur de l'abandon de créance n'appartient donc pas aux actionnaires historiques d'ANTALIS mais à KPP.

Pour autant, afin d'apporter un éclairage complet et apprécier l'opération pour l'actionnaire, nous avons procédé à une analyse de la valeur post restructuration financière (voir ci-dessus).

Nous rappelons par ailleurs que sur la base de notre approche DCF, que nous considérons comme la plus pertinente dans le contexte, le prix d'Offre de 0,73€ par action factorise 95% de notre valeur centrale qui intègre les effets de l'abandon de créances et des synergies financières découlant du refinancement assuré par KPP à un taux très favorable ».

Commentaire de l'ASAMIS

L'ASAMIS considère selon les termes de l'accord de restructuration signé entre KPP, ANTALIS et les créanciers, l'abandon de créances peut être considéré comme acquis et acte le 21 juillet 2020, date à laquelle KPP prend le contrôle d'ANTALIS à hauteur de 83.75 % de son capital.

Les actionnaires concernés par l'impact de cet abandon de créances dans les comptes d'ANTALIS sont KPP et les actionnaires minoritaires à hauteur respectivement de 83.75 % et 16.25 % du capital de la société.

Tout autre argument, présenté par l'un des intervenants au dossier, est une argutie visant à justifier différentes méthodes d'analyses et doit être considéré comme irrecevable, sauf à remettre en cause les principes fondamentaux, universels et intangibles de la comptabilité.

Notre analyse

La comptabilité ne génère pas de conséquence, elle traite les opérations selon des règles qui n'influent pas sur les opérations qu'elle traduit. La valeur d'ANTALIS ne résulte pas de sa seule situation comptable.

2.2. Sur la référence aux transactions récentes intervenues sur le capital d'ANTALIS

Commentaire de l'ASAMIS

Selon l'ASAMIS, la référence aux prix d'acquisition des blocs détenus par SEQUANA et BPIFRANCE PARTICIPATIONS n'est pas recevable car ces transactions ont été effectuées avant la réalisation de l'abandon de créances. L'ASAMIS considère devoir modifier les prix de transactions pour y intégrer le montant de l'abandon de créances, qu'elle ajuste sur la base du ratio capitalisation boursière / fonds propres de 0,54x, soit un montant d'abandon de créances après ajustement de 76,9 M€ correspondant à une valeur par action de 1,08 €. L'ASAMIS détermine ensuite la moyenne des prix d'acquisition des blocs SEQUANA et BPIFRANCE PARTICIPATIONS après prise en compte de l'ajustement de 1,08 € par action, et aboutit à une valeur de 1,33 € par action.

Notre analyse

Nous rappelons que l'abandon de créances et le refinancement d'une partie de la dette existante d'ANTALIS sont notamment subordonnés à la réalisation de l'acquisition par KPP des actions ANTALIS détenues par SEQUANA et BPIFRANCE PARTICIPATIONS, ce qui implique qu'en l'absence de prise de contrôle par KPP l'abandon de créances ne serait pas acquis pour la Société.

L'abandon de créance ne peut donc pas être « ajouté » à ces prix de transaction de façon artificielle.

Comme indiqué au §6.4.1 de notre attestation d'équité, ces acquisitions de blocs constituent selon nous des références directes, récentes et représentatives de la valeur d'ANTALIS au moment de la prise de contrôle par KPP. L'acquisition du bloc de SEQUANA représente d'ailleurs un prix de prise de contrôle.

D'autre part, nous rappelons en page 43 de notre attestation d'équité le processus de recherche d'une nouvelle structure actionnariale mené de façon élargie depuis 2019 où « *KPP est donc le seul investisseur à avoir remis une offre ferme […]. Ces constats démontrent le peu d'intérêt de la part des investisseurs aussi bien financiers (en ce compris les fonds spécialisés dans le retournement d'entreprises en difficulté) qu'industriels pour une société en difficulté financière, évoluant dans un marché en déclin structurel* ».

Enfin, on rappelle que ni SEQUANA ni BPIFRANCE PARTICIPATIONS ne sont créanciers d'ANTALIS, le prix de cession de leurs blocs respectifs correspond donc aux termes complets de leur désengagement d'ANTALIS.

2.3. Sur la référence au cours de bourse d'ANTALIS

Commentaire de l'ASAMIS

L'ASAMIS considère que la référence au cours de bourse d'ANTALIS avant l'annonce de l'opération est irrecevable en l'état car celle-ci ne tient pas compte du montant de l'abandon de créances. Selon l'ASAMIS, les cours de bourse présentés au §6.2.3 de notre attestation d'équité doivent être ajustés du montant de l'abandon de créances tel que calculé ci-avant, soit 1,08 € par action.

Notre analyse

Pour les mêmes raisons que précédemment, nous raisonnons sur des cours de bourse avant le 31 mars 2020, date de l'annonce de l'Opération, qui correspondent à des cours avant abandon de créances et reflètent la perception par le marché de la valeur *standalone* d'ANTALIS.

Par ailleurs, nous rappelons au §6.2.3 de notre attestation d'équité pourquoi les résultats issus de l'analyse du cours de bourse sont présentés à titre secondaire : « *Nous considérons que ces constats démontrent que le cours de bourse apparaît peu représentatif en raison d'un flottant et de volumes limités. Par ailleurs, la Société ayant annoncé en février 2019 sa « décision de mandater une banque d'affaires pour mettre en place dans les prochains mois, dans l'intérêt social de la société, une nouvelle structure actionnariale qui lui permettra d'assurer son développement et la mise en œuvre de son plan stratégique », nous considérons que le cours de bourse intègre depuis cette date la perspective d'une restructuration financière, sous une forme ou sous une autre, de la Société.*

Nous présentons donc les résultats de cette référence à titre secondaire ».

Le cours d'ANTALIS pour peu liquide qu'il était, intégrait bien l'hypothèse d'une restructuration. Il était donc signifiant à ce titre et une référence pour apprécier le prix d'Offre.

2.4. Sur la référence aux objectifs de cours des analystes

Commentaire de l'ASAMIS

L'ASAMIS considère que la référence aux objectifs de cours des analystes avant annonce de l'opération est irrecevable en l'état et qu'elle devrait être ajustée d'un montant de 1,08 € par action pour tenir compte de l'abandon de créances.

Notre analyse

Nous raisonnons, pour les mêmes raisons que précédemment, avant abandon de créances. Nous précisons également que les objectifs de cours se réfèrent à des périodes anciennes, peu pertinentes dans le contexte de l'Offre et de la situation dans laquelle se trouve ANTALIS, notamment suite à la crise du Covid-19. On ne peut pas l'omettre dans nos analyses, raison pour laquelle nous présentons ce critère à titre indicatif uniquement.

2.5. Sur la mise en œuvre de la méthode des comparables boursiers

Commentaire de l'ASAMIS

L'ASAMIS relève que les données relatives à KPP, société cotée, n'ont pas été retenues dans nos travaux au motif qu'elles ne font l'objet d'aucun suivi par les analystes, mais que le plan d'affaires établi en interne par KPP aura pu être utilisé.

Notre analyse

Nous confirmons que KPP ne fait l'objet d'aucun suivi par un analyste, raison pour laquelle la méthode des comparables boursiers ne peut lui être appliquée. Par ailleurs, et comme cela est systématiquement le cas dans ce type d'opération, nous n'avons pas eu accès au plan d'affaires de KPP mais seulement à celui de la cible.

Commentaire de l'ASAMIS

L'ASAMIS fait remarquer que les ratios de valorisation issus des données d'EBITDA à la norme IFRS 16 procurent un cours théorique d'ANTALIS sans aucune commune mesure avec celui obtenu, à titre indicatif, par les données d'EBITDA avant application de la norme IFRS 16 utilisées par l'expert indépendant.

Alors que les données prospectives d'EBITDA sont, aujourd'hui, à la norme IFRS 16 ou une norme équivalente, quelle que soit la nationalité de la société concernée, une valorisation d'Antalis, même à titre indicatif, basée sur des données prospectives d'EBITDA avant application de la norme IFRS 16 est irrecevable.

Notre analyse

Nous rappelons que la norme IFRS 16 est une norme comptable, sans incidence sur les charges de loyers effectivement supportées par les sociétés, sans incidence sur leurs cashflows et plus généralement sans incidence l'activité opérationnelle des sociétés soumises à cette norme. Il n'y a donc selon nous aucune raison de retenir cette norme comptable qui peut avoir pour effet artificiel d'aboutir arithmétiquement à des valorisations plus importantes, en particulier sur les méthodes analogiques. Dans la mesure où les informations disponibles le permettent (ce qui était le cas pour ANTALIS), il convient de retraiter les impacts de cette norme sur les travaux d'évaluation afin d'éviter tout biais à ce titre.

Commentaire de l'ASAMIS

Enfin, l'ASAMIS considère que la méthode d'évaluation par les comparables boursiers basés sur l'analyse du ratio capitalisation boursière/fonds propres doit être utilisée à titre principal car elle est la plus pertinente dans la perspective éventuelle d'une OPR-RO.

Notre analyse

Nous rappelons en page 62 de notre attestation d'équité que la méthode des comparables boursiers est une méthode prospective, qui doit être appliquée sur la base des prévisions des analystes dans la mesure où le marché valorise les perspectives futures de la société et non les performances passées. Il est donc nécessaire de disposer d'un consensus de marché pour la mise en œuvre de cette méthode.

En ce qui concerne le ratio de « capitalisation boursière / fonds propres » celui-ci ne correspond, selon nous, pas à une méthode d'évaluation pertinente. De plus, il ne reflète pas la performance attendue de la société évaluée (mais uniquement la performance passée) et, il est dépendant des différences de traitement comptable (dépréciation ou non des goodwill, comptabilisation des provisions, etc.), de la politique en matière de dividendes, ainsi que du ratio dette / fonds propres qui est variable et biaise donc toute comparaison d'une société à une autre. Ce ratio n'a un sens que dans les activités bancaires et ne peut pas être appliqué à une société telle qu'ANTALIS.

2.6. Sur la mise en œuvre de la méthode DCF

Commentaire de l'ASAMIS

L'ASAMIS prétend que de nombreux experts financiers considèrent que la méthode d'évaluation par les DCF ne doit être utilisée que pour évaluer des entreprises à fort potentiel de croissance, disposant de perspectives élevées de développement. En pratique, cette méthode est utilisée dans la valorisation de start-ups, d'entreprises souhaitant lever des fonds pour lancer de nouvelles activités ou, plus généralement, d'entreprises qui vont subir des changements fondamentaux au cours des prochaines années. Antalis n'entre dans aucune de ces catégories de sociétés.

Notre analyse

Pour notre part, nous considérons que la méthode du DCF est généralement admise par l'ensemble des professionnels de la finance comme étant la plus pertinente, quel que soit le contexte de l'évaluation. Elle est en particulier mise en œuvre dans la quasi-totalité des attestations d'équité (auxquelles nous renvoyons l'ASAMIS), quel que soit l'expert indépendant et le type de société à évaluer. La méthode DCF n'est en aucun cas réservée à l'évaluation des start-ups ou dans le cadre de levées de fonds.

Commentaire de l'ASAMIS

L'ASAMIS considère que les paramètres utilisés par l'expert indépendant ne sont pas adaptés, ni correctement estimés. L'expert retient, dans son évaluation par les DCF, une « *prime de taille de 3,4 % compte tenu des exigences de rendement supérieures attendues par les investisseurs pour les sociétés de moindre taille* ». Selon l'ASAMIS, si Antalis est, certes cotée, sa capitalisation boursière est sans commune mesure avec sa taille en termes de chiffre d'affaires et d'EBITDA. La capitalisation boursière d'ANTALIS avoisine une fois son EBITDA 2019 (avant IFRS 16) et seulement 0.55x son EBITDA 2019 (après IFRS 16). Aussi, elle considère qu'à l'aune de ratios aussi exceptionnellement faibles, définir le niveau de la prime de taille en regard de l'unique capitalisation boursière n'est pas pertinent. Avec un EBITDA 2019 (avant IFRS 16) de 54 M€, la prime de taille, selon les normes du CCEF (cité par l'ASAMIS) serait de 2,1 %, sachant que cette prime de taille s'appliquerait à une société non cotée et, de facto, illiquide. Compte tenu de cette ambiguïté sur le terme de "taille", du caractère arbitraire de l'évaluation de la prime de taille, l'ASAMIS considère que la prime de taille de 3,4 % n'est pas correctement estimée en regard de la taille d'ANTALIS. La prime de taille d'Antalis doit être réduite à 2,1 %, a minima puisque ce niveau serait celui d'une société, non cotée et, de facto, illiquide.

Notre analyse

Au cas d'espèce, nous avons appliqué une prime de taille en lien avec la faible capitalisation boursière d'ANTALIS par rapport à d'autres sociétés cotées du secteur. En effet, les investisseurs perçoivent un risque supérieur en investissant dans des entreprises de petites tailles en termes de capitalisation boursière et exigent donc un taux de rendement supérieur à celui des grandes entreprises. Cette prime de taille est calculée en régressant les rendements moyens exigés pour chacun des déciles composant le marché en classant les sociétés en fonction de leur capitalisation boursière, et non pas en fonction de leur chiffre d'affaires ou de leur rentabilité.

L'ASAMIS insiste sur le fait que la prime de taille de 2,1% s'applique à une société non cotée et de facto, illiquide et que donc la prime de taille serait plus faible pour ANTALIS dans la mesure où la société est cotée. En revanche, compte tenu du faible flottant d'ANTALIS (15,5%) et du *Bid-Ask Spread* (1,40% sur les 5 dernières séances précédant le 17 septembre 2020, date de la suspension de la cotation), nous précisons que le titre ANTALIS n'est pas liquide, raison pour laquelle l'analyse du cours de bourse est présentée à titre secondaire. Nous précisons par ailleurs que la CCEF[1] définit un titre liquide quand le capital flottant est supérieur à 50%, que le *Bid-Ask Spread* est inférieur à 0,1% sur 5 jours consécutifs, et que le nombre de transactions sur une année boursière est au minimum de 235 jours de transactions consécutives. Les deux premiers critères cités ci-avant ne sont pas remplis pour le titre ANTALIS, raison pour laquelle nous considérons le titre illiquide, entre autres considérations.

[1] Source : « Les résultats 2019 de l'Observatoire de la CCEF sur la valorisation des PME » RF Comptable n° 469 – Mars 2019.

Commentaire de l'ASAMIS

Selon l'ASAMIS, après prise en compte d'une prime de taille de 2,1%, le coût moyen pondéré du capital (CMPC) devient 7,5 % au lieu de 8,8 %. Dans cette hypothèse, le cours central devrait avoisiner le cours de 1.44 €, et se révéler parfaitement cohérent avec les valeurs obtenues par les autres méthodes d'évaluations.

Notre analyse

Ce calcul est erroné. Compte tenu du fort *leverage (gearing* cible supérieur à 130% après abandon de créances), notre calcul de CMPC s'établirait à 8,2% en utilisant une prime de taille réduite à 2,1%, qui ne nous parait pas pertinente compte tenu de la faible capitalisation boursière d'ANTALIS et du risque de liquidité qui en découle. Nous rappelons que notre valeur centrale issue de notre DCF après pris en compte de l'abandon de créance s'établit à 0,77€ par action.

Le taux d'actualisation de 8,8% (CMPC) auquel nous parvenons est déjà faible au cas d'espèce et est favorable à l'actionnaire minoritaire puisqu'il intègre un coût de la dette de 2,6%, reflétant les conditions de financement favorables accordées par la banque japonaise MIZUHO et traduisant des synergies financières qui découlent du refinancement assuré par KPP. Nous aboutissons à une valeur centrale de 0,77€ qui montre que le prix d'Offre intègre une prime qui donne à l'actionnaire une partie substantielle de ces synergies financières.

Nous rappelons qu'ODDO, établissement présentateur, calcule un CMPC de 10,1%.

Commentaire de l'ASAMIS

L'ASAMIS considère que la méthode d'évaluation par les Discounted Cash-Flows (" DCF ") ne doit être utilisée qu'a titre secondaire du fait que le management d'Antalis a « *indiqué que la visibilité sur le niveau d'activité à moyen terme était insuffisante à ce stade pour établir de nouvelles prévisions suffisamment fiables au-delà de 2020,...* »

Notre analyse

Nous partageons un avis différent. A court terme, le DCF permet de modéliser un rythme de sortie de crise et de retour à une situation normale, et surtout une vision prospective de l'activité. L'hypothèse posée par le plan d'affaires est que la société dès 2021 revient selon le cours normal de ses activités, c'est-à-dire à un niveau d'activité pré Covid-19, ce qui est à notre sens très favorable à la valeur et donc à l'actionnaire.

Les comptes semestriels au 30 juin 2020 confirment d'ailleurs les prévisions retenues dans le cadre de nos travaux au titre de l'exercice 2020.

Compte tenu de la crise liée au Covid-19 et de la vulnérabilité d'ANTALIS à raison de sa situation financière (non-respect des covenants bancaires notamment), nous observons qu'aucun calcul ou donnée avancée par l'ASAMIS ne tient compte de cette réalité qui n'a pourtant pas épargné ANTALIS. Il n'est pas possible de s'en abstraire.

2.7. Sur l'absence de synergies

Commentaire de l'ASAMIS

L'ASAMIS conçoit difficilement que la création d'un "leader mondial" ne puisse pas déboucher sur des synergies. KPP réalise 90 % de son chiffre d'affaires dans la zone Asie-Pacifique. Il serait inconcevable que les filiales asiatiques d'ANTALIS ne puissent dégager des synergies, ne serait-ce que par la mise en commun de systèmes d'informations. A défaut, l'ASAMIS s'interrogerait sur l'intérêt de l'acquisition pour KPP.

Notre analyse

En page 63 de notre attestation d'équité, nous rappelons « *qu'aucune synergie de coût ou de revenu significative n'était attendue dans le cadre de la présente opération* ».

Par ailleurs, nous renvoyons également au §1.2.3 du projet de la note d'information (page 12) où il est rappelé que « *le rapprochement de KPP et d'Antalis ne créera pas de synergie* ».

Nous devons également relever que l'abandon de créance et les conditions financières du refinancement constituent des synergies, dont l'incidence est prise en compte dans le prix de l'Offre par les primes extériorisées sur les valeurs standalone d'ANTALIS.

2.8. Sur l'évolution du cours de bourse

Commentaire de l'ASAMIS

Selon l'ASAMIS, le cours de bourse s'est situé plus longtemps au-dessus du prix de l'Offre qu'en dessous depuis le 31 mars 2020

Le volume quotidien moyen sur cette période aurait été plus de deux fois supérieurs à celui de la période de même durée qui a précédé l'annonce de l'Offre.

Depuis le 25 mai 2020, le cours de bourse se situerait très nettement au-dessus du prix de l'Offre.

Selon l'ASAMIS, le volume quotidien moyen, depuis cette date, est plus de 40 % supérieur à celui qui précédait l'annonce de l'Offre. Les cours cotés depuis cette date seraient, donc, pleinement significatifs et montreraient que le marché considère l'Offre comme insuffisante.

Notre analyse

Les affirmations de l'ASAMIS sont inexactes sur plusieurs points.

Sur 83 jours de bourse consécutifs, soit depuis le 25 mai 2020 et jusqu'à la veille de la suspension du cours de bourse le 17 septembre 2020, le cours de bourse a coté à un prix supérieur ou égal au premier prix d'Offre de 0,73€. Pendant cette période, le volume d'échange moyen est de 27k actions par jour de cotation.

Dans le même temps, le volume d'échange moyen sur 83 jours de bourse avant l'annonce de l'Offre (soit du 2 décembre 2019 au 30 mars 2020) est de 30k actions par jour de cotation. En ce sens, le volume quotidien moyen depuis le 25 mai 2020 et jusqu'au 16 septembre 2020, n'est pas supérieur de plus de 40% à celui qui précédait l'annonce de l'Offre, comme l'indique l'ASAMIS.

Nous précisons également que le cours de bourse a clôturé seulement à deux reprises à un prix supérieur au nouveau prix relevé de 0,73€ à 0,90€ (les 20 et 21 juillet 2020). Le cours de bourse s'est ajusté de 0,924€ à la clôture du 21 juillet 2020 à 0,768€ à la clôture du 22 juillet 2020, date à laquelle notre rapport a été publié. Le volume de la journée du 22 juillet 2020 (171k actions échangées) est le plus important depuis le 9 avril 2020 (206k actions échangées). Le volume d'échange moyen depuis le dépôt du projet d'Offre le 22 juillet 2020 jusqu'au 16 septembre 2020 avant la suspension du cours, est de 15k actions par jour de cotation. Ce niveau est plus faible que les niveaux observés sur les CMPV jusqu'à 24 mois avant l'annonce de l'Offre.

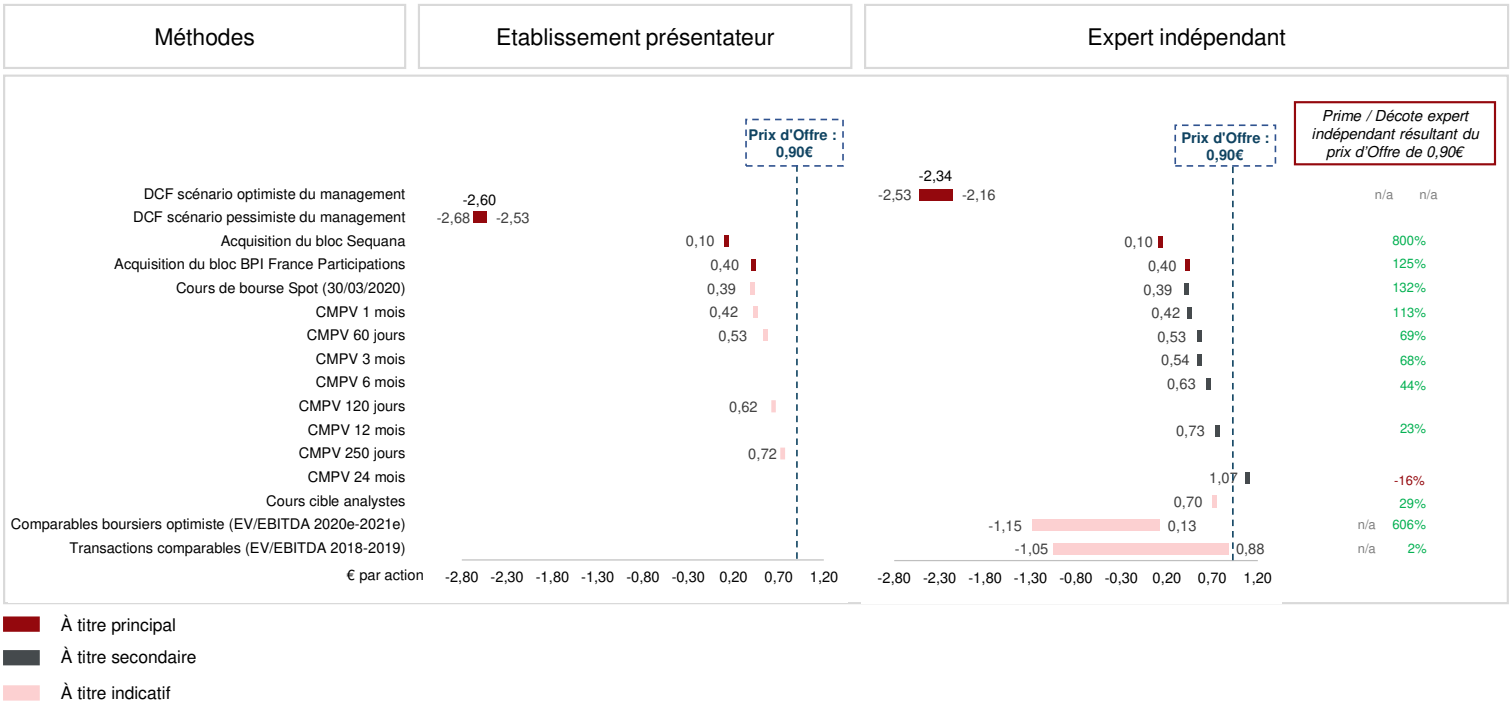
Ces volumes d'échanges limités en nombre, auxquels se réfèrent l'ASAMIS, ne nous semblent donc pas représentatifs de la liquidité du titre ANTALIS, dont on rappelle que le flottant est par ailleurs très limité (15,5%).

3. Mise à jour de la synthèse de nos travaux d'évaluation avant restructuration financière

Nous rappelons que les analyses complémentaires présentées ci-avant ne remettent pas en cause les valeurs issues de nos travaux d'évaluation, ni notre conclusion sur le caractère équitable du prix d'Offre figurant dans notre attestation d'équité du 21 juillet 2020.

En conséquence, seuls les pourcentages de primes et décotes résultant du nouveau prix d'Offre de 0,90€ par action ANTALIS sont mis à jour dans la synthèse des valeurs de nos travaux d'évaluation avant restructuration financière présentée ci-après.

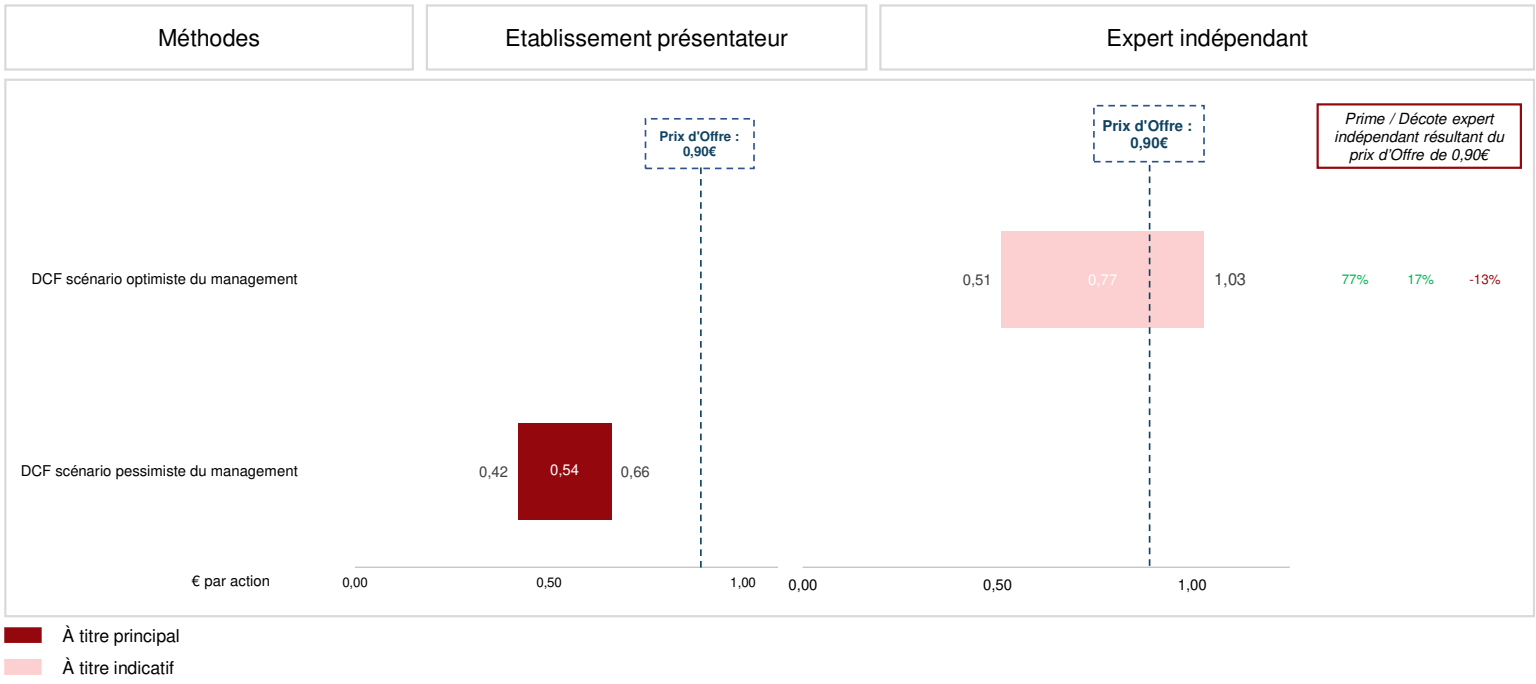
Nous rappelons également que le caractère équitable du nouveau prix d'Offre proposé doit être apprécié sur une base *standalone*, c'est-à-dire avant prise en compte de l'abandon de créances, qui s'analyse comme une synergie apportée par KPP.



Nous relevons que le nouveau prix d'Offre de 0,90€ par action est supérieur à toutes les références et méthodes d'évaluation retenues dans le cadre de nos travaux, à l'exception du CMPV 24 mois, étant rappelé que la référence au cours de bouse nous semble peu pertinente en raison de la faiblesse du flottant et des volumes d'échanges particulièrement limités.

4. Mise à jour de la synthèse de nos travaux d'évaluation après restructuration financière

Afin d'apporter un éclairage complet de la situation, nous avions également procédé à une évaluation post restructuration financière, c'est-à-dire après prise en compte de l'abandon de créances et tenant compte des synergies financières découlant du refinancement assuré par KPP (coût de la dette reflétant les conditions de financement favorables accordées par la banque japonaise MIZUHO).



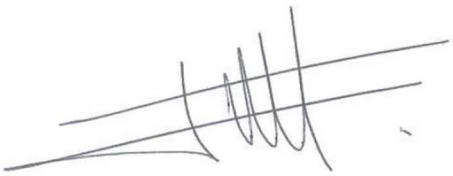
Après restructuration financière, nous retenons une fourchette de valeurs comprises entre 0,51€ et 1,03€ par action ANTALIS, avec une valeur centrale de 0,77€. Le nouveau prix d'Offre de 0,90€ extériorise une prime de +77,0% par rapport à la borne basse et une décote de -13% par rapport à la borne haute. Ce nouveau prix d'Offre fait ainsi ressortir une prime de +17% par rapport à la valeur centrale.

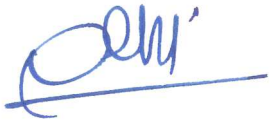
Le prix de l'Offre intègre donc l'effet de l'abandon de créance et des conditions de financement favorables issues de la prise de contrôle par KPP.

En conclusion, les compléments et développements exposés supra ne modifient pas notre opinion quant au caractère équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires d'ANTALIS du prix d'Offre relevé de 0,90€.

FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER

Paris, le 23 septembre 2020





Christophe LAMBERT

Associé

Olivier PERONNET

Associé

Mise à jour de l'annexe unique

Montant de la rémunération perçue et nombre d'heures

Notre rémunération pour cette mission s'élève à 210K€, hors taxes, frais et débours.

Les temps effectivement consacrés à cette mission sont de l'ordre de 825 heures.

Réunions tenues depuis la publication de notre précédent Rapport

15 septembre 2020	Conférence téléphonique avec l'établissement présentateur
18 septembre 2020	Conférence téléphonique avec le management portant notamment sur les résultats du premier semestre 2020
21 septembre 2020	Conférence téléphonique avec l'établissement présentateur