

NOTE D'INFORMATION

ETABLIE PAR LA SOCIETE



EN REPONSE

A L'OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT QUI SERA SUIVIE D'UN RETRAIT OBLIGATOIRE

INITIEE PAR LA SOCIETE

Andromeda Investissements SAS



En application des dispositions de l'article L. 621-8 du Code monétaire et financier et de l'article 231-26 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** »), l'AMF a apposé le visa n° 20-216 sur la présente note en réponse (la « **Note en Réponse** »). La Note en Réponse a été établie par APRIL 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 articles 231-19 et 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet Finexsi, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans la présente Note en Réponse.

La présente Note en Réponse est disponible sur le site internet de la société APRIL (<http://groupe.april.fr/investisseurs>) ainsi que sur celui de l'AMF (www.amf-france.org) et peut être obtenue sans frais au siège social d'APRIL sis 114, boulevard Marius Vivier Merle – 69003 Lyon.

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 APRIL seront déposées auprès de l'AMF et mises à la disposition du public, au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre publique de retrait, dans les mêmes conditions.

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

1	RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES DE L'OFFRE	3
2	CONTEXTE ET CARACTERISTIQUES DE L'OFFRE	4
2.1	CONTEXTE ET MOTIFS DE L'OFFRE.....	4
2.2	NOMBRE ET NATURE DES TITRES VISES PAR L'OFFRE	6
2.3	TERMES ET MODALITES DE L'OFFRE.....	7
2.4	VISA DE L'AMF.....	8
2.5	CALENDRIER DE L'OFFRE.....	8
3	AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION D'APRIL	9
4	INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION D'APRIL.....	15
5	INTENTIONS DE LA SOCIETE RELATIVES AUX ACTIONS AUTO-DETENUES OU D'AUTO-CONTROLE	16
6	ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE	16
6.1	CONTRAT D'ACQUISITION EVOLEM.....	16
6.2	CONTRAT D'ACQUISITION PERSEE	17
6.3	INVESTISSEMENT DES MANAGERS.....	19
6.4	PACTE D'ASSOCIES	20
6.5	ACCORDS DE LIQUIDITE	22
6.6	SYNDICATION DE LA DETTE BANCAIRE DE L'INITIATEUR	23
6.7	ENGAGEMENTS D'APPORT A L'OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT	23
7	ELEMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE	23
7.1	STRUCTURE ET REPARTITION DU CAPITAL.....	23
7.2	RESTRICTIONS A L'EXERCICE DU DROIT DE VOTE ET AU TRANSFERT D' ACTIONS OU CLAUSES DES CONVENTIONS PORTEES A LA CONNAISSANCE DE LA SOCIETE EN APPLICATION DE L'ARTICLE L.233-11 DU CODE DE COMMERCE	24
7.3	PARTICIPATIONS DIRECTES ET INDIRECTES AU SEIN DU CAPITAL DE LA SOCIETE AYANT FAIT L'OBJET D'UNE DECLARATION DE FRANCHISSEMENT DE SEUIL OU D'UNE DECLARATION D'OPERATION SUR TITRES.....	24
7.4	LISTE DES DETENTEURS DE TOUT TITRE COMPORTANT DES DROITS DE CONTROLE SPECIAUX ET DESCRIPTION DE CEUX-CI.....	26
7.5	MECANISMES DE CONTROLE PREVUS DANS UN EVENTUEL SYSTEME D'ACTIONNARIAT DU PERSONNEL QUAND LES DROITS DE CONTROLE NE SONT PAS EXERCES PAR CE DERNIER.....	26
7.6	REGLES APPLICABLES A LA NOMINATION ET AU REMPLACEMENT DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION ET A LA MODIFICATION DES STATUTS D'APRIL	26
7.7	POUVOIRS DU CONSEIL D'ADMINISTRATION, EN PARTICULIER EN MATIERE D'EMISSION OU DE RACHAT DE TITRES	27
7.8	ACCORDS SIGNIFICATIFS CONCLUS PAR LA SOCIETE QUI SONT MODIFIES OU PRENNENT FIN EN CAS DE CHANGEMENT DE CONTROLE DE LA SOCIETE	30
7.9	ACCORDS PREVOYANT DES INDEMNITES DE DEPART ET DE LICENCIEMENT POUR LES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE OU LES SALARIES, S'ILS DEMISSIONNENT OU SONT LICENCIES SANS CAUSE REELLE ET SERIEUSE OU SI LEUR EMPLOI PREND FIN EN RAISON D'UNE OFFRE PUBLIQUE	30
8	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT.....	30
9	MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE	30
10	PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE	30

1 Rappel des principaux termes de l'Offre

En application du Titre III du Livre II, et plus particulièrement des articles 231-13, 236-3 et 237 1 du règlement général de l'AMF (le « **règlement général de l'AMF** »), Deutsche Bank, Lazard Frères Banque et Natixis (ensemble les « **Etablissements Présentateurs** »), agissant pour le compte de la société Andromeda Investissements SAS, société par actions simplifiée au capital de 235.834.961 euros, dont le siège social est sis au 4 rue de Marivaux – 75002 Paris, et immatriculée au registre du commerce et des sociétés sous le numéro 843 902 867 RCS Paris (l'« **Initiateur** »), ont déposé le 24 mars 2020 auprès de l'AMF un projet d'offre publique de retrait (l'« **Offre Publique de Retrait** ») qui sera suivie d'un retrait obligatoire (le « **Retrait Obligatoire** », et, avec l'Offre Publique de Retrait, l'« **Offre** ») dont les conditions sont décrites dans la note d'information préparée par l'Initiateur (la « **Note d'Information** ») et au paragraphe 2 de la présente Note en Réponse, portant sur les actions de la société APRIL SA, société anonyme à Conseil d'administration au capital de 16.416.584,40 euros divisé en 41.041.461 actions ordinaires de 0,40 euro de valeur nominale chacune, entièrement libérées, dont le siège social est sis au 114 Boulevard Marius Vivier Merle – 69003 Lyon, et immatriculée au registre du commerce et des sociétés sous le numéro 377 994 553 RCS Lyon (« **APRIL** » ou la « **Société** »), et dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment B du marché réglementé d'Euronext à Paris (« **Euronext Paris** ») sous le code ISIN FR0004037125 (mnémonique : APR) (les « **Actions** »), au prix de 22 euros par Action (le « **Prix d'Offre par Action** »).

L'Initiateur est une filiale directe d'Andromeda Holding SAS, société par actions simplifiée au capital de 221.761.061 euros, dont le siège social est sis au 4 rue de Marivaux – 75002 Paris, et immatriculée au registre du commerce et des sociétés sous le numéro 843 912 577 RCS Paris (« **Andromeda Holding** »), et une filiale indirecte de Financiere Andromeda S.à r.l., société à responsabilité limitée de droit luxembourgeois, dont le siège social est sis au 20, Avenue Monterey – L-2163 Luxembourg, et immatriculée au registre de commerce et des sociétés de Luxembourg sous le numéro B229461 (« **Financiere Andromeda** »), détenue à 100% par des fonds gérés par une filiale indirecte de CVC Capital Partners SICAV-FIS SA. Conformément à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les autres informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur feront l'objet d'un document spécifique déposé auprès de l'AMF et mis à la disposition du public selon des modalités propres à assurer une diffusion effective et intégrale, au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre Publique de Retrait.

Suite aux opérations décrites au paragraphe 2.1 ci-dessous, l'Initiateur détient à la date de la Note en Réponse, 40.641.195¹ Actions représentant 99,03% du capital et 98.73% des droits de vote théoriques² de la Société.

Conformément aux dispositions de l'article 231-6 du règlement général de l'AMF, l'Offre porte sur la totalité des Actions en circulation et non encore détenues directement ou indirectement par l'Initiateur (soit, à la connaissance de la Société, 400.266 Actions à la date de la Note en Réponse), à l'exclusion :

¹ En ce compris 105.694 Actions auto-détenues assimilées aux Actions détenues par l'Initiateur en application des dispositions de l'article L.233-9, I 2° du Code de commerce, et les 327.518 Actions gratuites dont les bénéficiaires ont souscrit aux accords de liquidité décrits au paragraphe 6.5 assimilées aux Actions détenues par l'Initiateur en application des dispositions de l'article L.233-9 I, 4° du Code de commerce.

² Sur la base d'un nombre total de 41.041.461 Actions représentant 41.059.132 droits de vote théoriques au sens de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF

- (i) des 105.694 Actions auto-détenues par la Société, qui sont assimilées aux Actions détenues par l'Initiateur en application des dispositions de l'article L.233-9, I. 2° du Code de commerce ; et
- (ii) des 327.518 Actions gratuites sans période de conservation qui sont assimilées aux Actions détenues par l'Initiateur en application de l'article L.233-9 I. 4° du Code de commerce, leurs titulaires ayant souscrit aux accords de liquidité décrits au paragraphe 6.5 ci-après.

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

Dans la mesure où l'Initiateur détient plus de 90% du capital et des droits de vote de la Société, l'Offre Publique de Retrait sera suivie d'un Retrait Obligatoire visant la totalité des Actions de la Société non encore détenues par l'Initiateur, selon la procédure prévue aux articles L.433-4 II du Code monétaire et financier, et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF. Dans le cadre du Retrait Obligatoire, seront transférées à l'Initiateur, moyennant une indemnisation en numéraire égale au Prix d'Offre par Action (soit 22 euros par Action), nette de tout frais, les Actions non apportées à l'Offre Publique de Retrait (à l'exception des 105.694 Actions auto-détenues par la Société, ainsi que des 327.518 Actions gratuites qui sont assimilées aux Actions détenues par l'Initiateur, leurs bénéficiaires ayant souscrit aux accords de liquidité décrits au paragraphe 6.5 ci-après).

Le Retrait Obligatoire interviendra après (i) la clôture de l'Offre Publique de Retrait et (ii) l'expiration du délai de recours visé à l'article R. 621-44 du Code et monétaire et financier, tel que prorogé par les dispositions des ordonnances n° 2020-306 du 25 mars 2020, n°2020-427 du 15 avril 2020 et n°2020-560 du 13 mai 2020, et dans les conditions fixées à l'article L. 433-4 II, 1. du Code monétaire et financier.

En l'état de ces dispositions, le délai de recours expirerait le 3 juillet 2020.

La durée de l'Offre Publique de Retrait sera de 29 jours³ de négociation.

2 Contexte et caractéristiques de l'Offre

2.1 Contexte et motifs de l'Offre

Suite à une prise de participation majoritaire intervenue le 13 juin 2019 dans le cadre de laquelle l'Initiateur a acquis auprès d'Evolem un bloc d'Actions représentant 64,91% du capital social de la Société et 64,79% des droits de vote théoriques⁴ de la Société, l'Initiateur a déposé le 14 juin 2019 auprès de l'AMF, conformément aux articles 233-1, 2° et 234-2 et suivants du règlement général de l'AMF, un projet d'offre publique d'achat simplifiée visant les Actions non détenues par lui, à un prix de 21,60 € par Action (l'« **OPAS 2019** »).

³ Compte tenu des contraintes propres à l'état d'urgence sanitaire tel que défini à l'article 4 de la loi n°2020-290 du 23 mars 2020 d'urgence pour faire face à l'épidémie de covid-19, et des dispositions de l'article 2 de l'ordonnance 2020-306 du 25 mars 2020 relative à la prorogation des délais échus pendant la période d'urgence sanitaire et à l'adaptation des procédures pendant cette même période, et sous réserve de toute modification ultérieure de la réglementation applicable.

⁴ Sur la base d'un nombre total de 41.041.461 Actions représentant 41.120.231 droits de vote théoriques au sens de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF le 14 juin 2019

En application de l'article 231-38, IV du règlement général de l'AMF, postérieurement à la publication de l'avis de dépôt du projet d'OPAS 2019 par l'AMF, l'Initiateur a acquis sur le marché, au prix unitaire de 21,60 euros, un total de 4.242.043 Actions, représentant 30% des Actions visées par l'OPAS 2019.

A l'issue de l'OPAS 2019, l'Initiateur détenait 36.455.204 Actions de la Société⁵ représentant, en application de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF, 88,83% du capital et au moins 88,41% des droits de vote théoriques⁶ de la Société⁷.

Entre la clôture de l'OPAS 2019, le 26 juillet 2019, et le 14 octobre 2019, l'Initiateur a acquis, sur le marché un total de 3.234 Actions de la Société, au prix de l'OPAS 2019.

A l'issue de ces acquisitions, le 14 octobre 2019, l'Initiateur détenait 36.458.438⁸ Actions représentant, en application de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF, 88,83% du capital et 88,53% des droits de vote théoriques de la Société⁹.

Le 31 décembre 2019, l'Initiateur a fait l'acquisition hors marché, auprès de Persée Participations¹⁰, de 4.178.649 Actions et droits de vote de la Société qui représentaient à cette date 10,18% du capital social et 10,18% des droits de vote théoriques de la Société¹¹ (l'« **Acquisition du Bloc Persée** »), dans les conditions du Contrat d'Acquisition Persée décrit au paragraphe 6.2 ci-dessous.

A l'issue de l'Acquisition du Bloc Persée, l'Initiateur détenait, le 31 décembre 2019, 40.637.087¹² Actions de la Société représentant, en application de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF, 99,01% du capital et 98,71% des droits de vote théoriques de la Société, et a ainsi franchi le seuil de 90% du capital et des droits de vote de la Société¹³.

Dans un communiqué de presse en date du 31 décembre 2019, l'Initiateur a confirmé son intention, annoncée lors de l'OPAS 2019, de soumettre à l'AMF, dès que possible après l'annonce des résultats annuels du groupe APRIL au titre de l'exercice 2019, une offre publique de retrait qui serait suivie d'un retrait obligatoire portant sur les actions APRIL non encore détenues par lui, en application des articles 236-3 et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

⁵ En ce compris 105.694 Actions auto-détenues assimilées aux Actions détenues par l'Initiateur en application des dispositions de l'article L.233-9, I 2° du Code de commerce, et les 323.410 Actions gratuites dont les bénéficiaires ont souscrit aux accords de liquidité décrits au paragraphe 2.7 de la Note d'Information, assimilées aux Actions détenues par l'Initiateur en application des dispositions de l'article L.233-9 I, 4° du code de commerce.

⁶ Sur la base d'un capital composé de 41.041.461 Actions représentant au plus 41.115.571 droits de vote à cette date, en application du 2ème alinéa de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

⁷ D&I 219C1307 du 31 juillet 2019

⁸ En ce compris 105.694 Actions auto-détenues assimilées aux Actions détenues par l'Initiateur en application des dispositions de l'article L.233-9, I 2° du code de commerce, et les 323.410 Actions gratuites dont les bénéficiaires ont souscrit aux accords de liquidité décrits au paragraphe 6.5 de la Note d'Information, assimilées aux Actions détenues par l'Initiateur en application des dispositions de l'article L.233-9 I, 4° du code de commerce.

⁹ Sur la base d'un capital composé de 41.041.461 Actions représentant au plus 41.060.332 droits de vote au 30 septembre 2019, en application du 2ème alinéa de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

¹⁰ Société de droit luxembourgeois contrôlée par M. Christian Burrus.

¹¹ Sur la base d'un capital composé de 41.041.461 Actions représentant au plus 41.060.632 droits de vote, en application du 2ème alinéa de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

¹² En ce compris 105.694 Actions auto-détenues assimilées aux Actions détenues par l'Initiateur en application des dispositions de l'article L.233-9, I 2° du code de commerce, et les 323.410 Actions gratuites dont les bénéficiaires ont souscrit aux accords de liquidité décrits au paragraphe 2.7, assimilées aux Actions détenues par l'Initiateur en application des dispositions de l'article L.233-9 I, 4° du code de commerce.

¹³ Sur la base d'un capital composé de 41.041.461 Actions représentant au plus 41.060.632 droits de vote au 30 novembre 2019, en application du 2ème alinéa de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

C'est dans ce contexte que les Etablissements Présentateurs ont déposé le projet d'Offre auprès de l'AMF le 24 mars 2020 pour le compte de l'Initiateur.

La Note d'Information indique que l'Offre a notamment pour objectif de mettre fin à l'admission de ses titres à la négociation sur un marché réglementé et par conséquent aux contraintes législatives et réglementaires applicables aux sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur Euronext Paris.

2.2 Nombre et nature des titres visés par l'Offre

Conformément aux dispositions de l'article 231-6 du règlement général de l'AMF, l'Offre porte sur la totalité des Actions en circulation et non encore détenues directement ou indirectement par l'Initiateur (soit, à la connaissance de la Société, 400.266 Actions à la date de la Note en Réponse), à l'exclusion :

- (i) des 105.694 actions auto-détenues par la Société, qui sont assimilées aux Actions détenues par l'Initiateur en application des dispositions de l'article L.233-9, I 2° du Code de commerce ; et
- (ii) des 327.518 Actions gratuites sans période de conservation qui sont assimilées aux Actions détenues par l'Initiateur en application de l'article L.233-9 I 4° du Code de commerce, leurs titulaires ayant souscrit aux accords de liquidité décrits au paragraphe 6.5 ci-après.

Soit, à la date de la Note en Réponse, un nombre de 400.266 Actions déterminé comme suit :

Actions existantes	41.041.461
<i>Moins</i> les Actions détenues par l'Initiateur	40.207.983
<i>Moins</i> les Actions auto-détenues ¹⁴	105.694
<i>Moins</i> les Actions gratuites du plan 2016, sans période de conservation, dont les bénéficiaires auront souscrit aux accords de liquidité visés au paragraphe 6.5 ¹⁵	179.999
<i>Moins</i> les Actions gratuites du plan 2018, sans période de conservation, dont les bénéficiaires auront souscrit aux accords de liquidité visés au paragraphe 6.5 ¹⁶	147.519

Il est précisé en tant que de besoin que l'Offre visera les 70.930 Actions gratuites définitivement attribuées dont les bénéficiaires n'ont pas signé de contrat de liquidité dans les conditions décrites au paragraphe 6.5, en ce compris les 10.912 Actions gratuites attribuées le 7 mars 2018 et dont la période de conservation a expiré le 7 mars 2020.

A l'exception des Actions, il n'existe aucun autre droit en cours de validité, titre de capital ou instrument financier émis par APRIL susceptibles de donner, immédiatement ou à terme, accès au capital social ou aux droits de vote de APRIL.

¹⁴ Assimilées aux Actions détenues par l'Initiateur en application des dispositions de l'article L.233-9, I 2° du Code de commerce.

¹⁵ Assimilées aux Actions détenues par l'Initiateur en application de l'article L.233-9 I 4° du Code de commerce.

¹⁶ Assimilées aux Actions détenues par l'Initiateur en application de l'article L.233-9 I 4° du Code de commerce.

2.3 Termes et modalités de l'Offre

2.3.1 Principaux termes et modalités de l'Offre

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

L'Offre Publique de Retrait sera ouverte pendant 29 jours de négociation¹⁷. Dans le cadre de cette Offre Publique de Retrait, l'Initiateur s'engage irrévocablement à acquérir auprès des actionnaires d'APRIL la totalité des Actions qui seront apportées à l'Offre Publique de Retrait, au Prix d'Offre par Action.

Le Prix d'Offre par Action sera de 22 € par Action apportée. Le Prix d'Offre par Action a été fixé coupon attaché. Par conséquent, le Prix d'Offre par Action sera diminué du montant de tout dividende ou distribution dont le détachement ou le paiement interviendrait préalablement à la date de règlement-livraison pour chaque achat dans le cadre de l'Offre.

2.3.2 Procédure d'apport à l'Offre Publique de Retrait

Les Actions apportées à l'Offre Publique de Retrait devront être librement transférables et libres de tout gage, nantissement, charge ou restriction au transfert de propriété de quelque nature que ce soit. L'Initiateur se réserve le droit, à sa seule discrétion, d'écarter les Actions apportées qui ne satisferaient pas ces conditions.

L'Offre Publique de Retrait s'effectuera par achats sur le marché, le règlement livraison étant effectué au fur et à mesure de l'exécution des ordres, deux (2) jours de négociation après chaque exécution. Les frais de négociation (à savoir les frais de courtage et la TVA afférente) resteront en totalité à la charge des actionnaires vendeurs.

Natixis, prestataire de services d'investissement habilité en tant que membre du marché, se portera, par l'intermédiaire de son partenaire Oddo-BHF (adhérent Euroclear n°585), acquéreur, pour le compte de l'Initiateur, des Actions qui seront apportées à l'Offre Publique de Retrait sur le marché, conformément à la réglementation applicable.

Les modalités détaillées d'apport à l'Offre Publique de Retrait sont présentées à la section 2.4 de la Note d'Information.

2.3.3 Retrait Obligatoire

Conformément aux dispositions des articles L.433-4 II du Code monétaire et financier et des articles 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, à l'issue de l'Offre Publique de Retrait, les Actions de la Société qui n'auront pas été présentées à l'Offre Publique de Retrait (à l'exception des 105.694 Actions auto-détenues par la Société, ainsi que des 327.518 Actions gratuites qui sont assimilées aux Actions détenues par l'Initiateur, leurs bénéficiaires ayant souscrit aux accords de liquidité décrits au paragraphe 6.5) seront transférées à l'Initiateur (quel que soit le pays de résidence du porteur desdites Actions) moyennant une indemnisation de 22 € par Action nette de tous frais. Les modalités détaillées du Retrait Obligatoire sont présentées à la section 2.4.2 de la Note d'Information.

¹⁷ Compte tenu des contraintes propres à l'état d'urgence sanitaire tel que défini à l'article 4 de la loi n°2020-290 du 23 mars 2020 d'urgence pour faire face à l'épidémie de covid-19, et des dispositions de l'article 2 de l'ordonnance 2020-306 du 25 mars 2020 relative à la prorogation des délais échus pendant la période d'urgence sanitaire et à l'adaptation des procédures pendant cette même période et sous réserve de toute modification ultérieure de la réglementation applicable.

Il est précisé que cette procédure entraînera la radiation des Actions APRIL d'Euronext Paris.

2.3.4 Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

Les restrictions concernant l'Offre à l'étranger sont décrites à la section 2.8 de la Note d'Information.

2.4 Visa de l'AMF

Le 24 mars 2020, le projet de Note d'Information a été déposé auprès de l'AMF, et l'AMF a publié un avis de dépôt sur son site internet (www.amf-france.org). Le 24 avril 2020, la Société a déposé son projet de Note en Réponse à l'Offre auprès de l'AMF et l'AMF a publié un avis de dépôt sur son site internet (www.amf-france.org). Le projet de Note d'Information et le projet de Note en Réponse ont été mis en ligne sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et sur le site Internet de la Société (<http://groupe.april.fr/investisseurs/opr>) et tenus gratuitement à la disposition du public au siège de l'Initiateur (pour le projet de Note d'Information) et au siège de la Société (pour le projet de Note en Réponse). Un communiqué de presse comportant les principaux éléments du projet de Note en Réponse a été publié par la Société et rendu public sur le site Internet de la Société (<http://groupe.april.fr/investisseurs/opr>).

L'AMF a publié sur son site internet (www.amf-france.org) le 26 mai 2020 une décision de conformité relative à l'Offre, après s'être assurée de la conformité de l'Offre aux dispositions législatives et réglementaires qui lui sont applicables. Cette décision de conformité emporte visa par l'AMF de la Note d'Information et de la Note en Réponse.

La présente Note en Réponse ayant reçu le visa de l'AMF, ainsi que les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront, conformément aux articles 231-27 et 231-28 du RGAMF, déposées à l'AMF et tenues gratuitement à la disposition du public au siège social de la Société, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre. Ces documents seront également disponibles sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (<http://groupe.april.fr/investisseurs/opr>). Un communiqué de presse précisant les modalités de mise à disposition de ces documents par la Société sera par ailleurs diffusé au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. Ce communiqué sera mis en ligne sur le site internet de la Société (<http://groupe.april.fr/investisseurs/opr>).

Les restrictions pour la participation à l'Offre et la diffusion des documents relatifs à celle-ci sont décrites en détails au paragraphe 2.8 de la Note d'Information.

2.5 Calendrier de l'Offre

Préalablement à l'ouverture de l'Offre Publique de Retrait, l'AMF et Euronext publieront des avis annonçant la date d'ouverture et le calendrier de l'Offre Publique de Retrait.

Le calendrier indicatif de l'Offre, tenant compte des contraintes propres à l'état d'urgence sanitaire tel que défini à l'article 4 de la loi n°2020-290 du 23 mars 2020 d'urgence pour faire face à l'épidémie de covid-19, et des dispositions de l'article 2 de l'ordonnance 2020-306 du 25 mars 2020 relative à la prorogation des délais échus pendant la période d'urgence sanitaire à l'adaptation des procédures pendant cette même période, est présenté au paragraphe 2.5 de la Note d'Information visée.

3 Avis motivé du Conseil d'administration d'APRIL

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, les membres du Conseil d'administration de la Société se sont réunis, le 24 avril 2020, sur convocation de son Président faite conformément aux statuts de la Société afin de rendre un avis motivé sur l'Offre Publique de Retrait.

Etaient présents par des moyens de télécommunication Didier Valet, Muriel Fages, Meritxell Maestre et Jean-Christophe Germani. Les débats et le vote sur l'avis motivé du Conseil d'administration se sont tenus sous la présidence de Monsieur Didier Valet, en sa qualité de Président du Conseil d'administration. L'avis motivé du Conseil d'administration a été adopté à l'unanimité des administrateurs présents.

La délibération du Conseil d'administration contenant son avis motivé sur l'intérêt que présente l'Offre pour la société visée, ses actionnaires et ses salariés est reproduite ci-dessous :

« Le Président rappelle aux membres du Conseil d'administration qu'ils ont été convoqués dans le cadre du projet d'offre publique de retrait qui sera suivie d'un retrait obligatoire, qui a été déposé par Andromeda Investissements SAS, société par actions simplifiée dont le siège social est situé 4 rue de Marivaux – 75002 Paris, et immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 843 902 867 (l' « **Initiateur** »), à un prix de 22 euros par action (l' « **Offre** »).

Le Président du Conseil d'administration indique au Conseil d'administration qu'il lui appartient, en application de l'article 231-19 4° du règlement général de l'AMF, d'émettre un avis motivé sur l'intérêt de l'Offre et sur les conséquences de celle-ci pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Le Président du Conseil d'administration précise qu'afin de permettre aux membres du Conseil d'administration de détenir toutes les informations leur permettant d'émettre un avis motivé, les documents essentiels relatifs à l'Offre et listés ci-dessous ont été communiqués aux membres du Conseil d'administration préalablement à la présente réunion :

- le projet de note d'information préparé par l'Initiateur, qui décrit notamment les motifs et le contexte de l'Offre, les intentions de l'Initiateur au cours des douze prochains mois, les éléments d'appréciation du prix de l'Offre établis par Deutsche Bank, Lazard Frères Banque et Natixis ainsi que le résumé des principaux accords en relation avec l'Offre ;
- le projet de note en réponse établi par la Société, qui reste à compléter du rapport du cabinet Finexsi sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre examiné à l'occasion de la présente réunion, et de l'avis motivé du Conseil d'administration sur l'Offre ; et
- le rapport du cabinet Finexsi sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre, en date du 24 avril 2020.

Au préalable, le Président du Conseil d'administration rappelle les diligences effectuées par le Conseil d'administration aux fins de la préparation de cet avis motivé, et notamment le

processus et le fondement de la désignation d'un expert indépendant appelé à rendre un rapport sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre.

Le Conseil d'administration résume ci-après succinctement le processus et le fondement de la désignation de l'Expert Indépendant.

Afin de désigner un expert indépendant chargé d'établir un rapport sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre, APRIL a initié un processus d'appel d'offres au cours duquel différents cabinets d'expertise ont été informés de manière précise et complète de la mission envisagée, des termes et modalités de cette mission, de son fondement réglementaire, ainsi que des situations de conflit d'intérêt identifiées.

Le 24 février 2020, le Conseil d'administration a étudié les propositions d'intervention de trois cabinets d'expertise susceptibles de réaliser une expertise indépendante. Dans ce cadre, le Conseil d'administration a notamment tenu compte des références et expériences des candidats, de la clarté de leur offre, de leur compréhension de l'activité de la Société et de l'opération envisagée, du volume d'heures de travail pressenti ainsi que des honoraires proposés, pour classer les différentes offres.

A l'issue de cette revue, et ayant notamment pris en considération :

- la déclaration d'indépendance du cabinet Finexsi ;
- les moyens humains déployés par le cabinet Finexsi pour cette mission, avec une équipe dédiée à l'évaluation et disposant d'une qualification et d'une expérience spécifiques dans le domaine de l'assurance ;
- les moyens matériels dont dispose le cabinet Finexsi pour l'accomplissement de cette mission, incluant notamment l'accès à des bases de données financières et des études sectorielles ;
- l'assurance dont dispose le cabinet Finexsi, en rapport avec les risques éventuels liés à cette mission ;
- l'adhésion du cabinet Finexsi 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 ;
- la réputation professionnelle du cabinet Finexsi ;

le Conseil d'administration a décidé, sous réserve de la non opposition de l'AMF en application de l'article 261-1-1 I de son règlement général et de l'article 2 de l'instruction AMF 2006-08, de désigner pour cette mission le cabinet Finexsi, représenté par Monsieur Olivier Peronnet, (l'« Expert Indépendant »), en application des articles 261-1 I 1°, 2° et 4° et 261-1 II du règlement général de l'AMF.

L'AMF ne s'étant pas opposée à cette désignation, celle-ci a pris effet le 4 mars 2020.

Le Conseil d'administration résume ci-après les principales diligences accomplies aux fins de la préparation de cet avis motivé :

Le Conseil d'administration a assuré le suivi des travaux de l'expert indépendant dans le cadre prévu par la réglementation applicable. Le Conseil d'administration s'est notamment

assuré que l'Expert Indépendant avait en sa possession l'ensemble des informations utiles pour l'exécution de sa mission et qu'il était à même de mener ses travaux dans des conditions satisfaisantes, notamment au regard du temps nécessaire à l'étude du dossier.

Le Conseil d'administration a revu le plan d'affaires transmis à l'Expert et s'est également assuré (i) qu'il traduit, au moment de l'Offre, la meilleure estimation possible des prévisions de la société visée, et (ii) qu'il n'existe pas d'autres données prévisionnelles pertinentes.

D'une manière générale, le Conseil d'administration s'est attaché à ce que l'Expert Indépendant prenne bien en compte les éléments qui résultent des intentions et objectifs déclarés par l'Initiateur dans son projet de note d'information, et qui lui sont apparus d'une particulière importance notamment au regard de l'intérêt de l'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés, et dont il a également tenu compte dans l'élaboration de son avis motivé.

Dans le cadre de l'exécution de sa mission, le Conseil d'administration s'est réuni avec l'Expert Indépendant le 8 avril 2020. Lors de cette réunion, l'Expert Indépendant a confirmé au Conseil d'administration que l'ensemble des documents et informations nécessaires à la réalisation de sa mission lui ont bien été communiqués par la Société ; l'Expert Indépendant a par ailleurs présenté aux membres du Conseil d'administration son programme de travail détaillé, l'état d'avancement de ses travaux et les diligences accomplies dans le cadre de sa mission depuis sa désignation effective le 4 mars 2020. Les membres du Conseil d'administration ont discuté avec l'Expert Indépendant des méthodes d'évaluations financières utilisées et des principaux indicateurs financiers analysés au regard de la spécificité de la Société, du marché sur lequel intervient la Société et de l'environnement dans lequel elle évolue. L'Expert Indépendant, après avoir présenté au Conseil d'administration sa revue détaillée des données et des tendances du plan d'affaires, développé une analyse critique des hypothèses présentées par les banques conseils de l'opération dans leur rapport de valorisation et présenté son analyse des accords connexes, a communiqué au Conseil d'administration ses conclusions préliminaires sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre.

Conclusions du Rapport de l'Expert Indépendant

Monsieur Olivier PERONNET et Monsieur Lucas ROBIN, représentants du cabinet FINEXSI, sont invités à présenter une synthèse de leurs diligences et à exposer oralement les principales conclusions de leur rapport définitif sur le caractère équitable du prix de l'Offre.

L'Expert Indépendant rappelle tout d'abord que « conformément à l'article 261-4 du Règlement général de l'AMF, nous attestons de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu avec la Société, l'Initiateur, les conseils susceptibles d'affecter notre indépendance et l'objectivité de notre jugement lors de l'exercice de notre mission, nous avons ainsi été en mesure d'accomplir cette mission en toute indépendance ».

L'Expert Indépendant rappelle aux membres du Conseil d'administration qu'en application des dispositions de l'article 261-1 du Règlement général de l'AMF, sa mission en tant qu'expert indépendant consistait en l'établissement d'un rapport sur le caractère équitable du prix par action proposé dans le cadre de l'Offre ainsi que dans le cadre du retrait obligatoire. Il précise qu'il lui appartenait de procéder également à (i) une analyse des accords conclus par les dirigeants de la Société avec l'Initiateur susceptible d'affecter leur indépendance, (ii) une analyse des opérations connexes susceptibles d'avoir un impact

significatif sur le prix de l'Offre, et (iii) une revue critique du rapport d'évaluation des Banques Présentatrices.

L'Expert Indépendant expose ensuite aux membres du Conseil d'administration une synthèse de l'évolution de ses travaux depuis la réunion du Conseil d'administration qui s'est tenue le 8 avril 2020, préalablement à la réunion du Conseil d'administration, et présente une synthèse des conclusions auxquelles il est arrivé.

L'Expert Indépendant a conclu que :

« En ce qui concerne l'actionnaire d'APRIL

La présente Offre Publique de Retrait qui sera suivie d'un Retrait Obligatoire est proposée à l'ensemble des actionnaires d'APRIL au prix de 22,00 € par action.

Ce prix correspond au prix du dernier bloc acquis le 31 décembre 2019 par l'Initiateur, à savoir le bloc détenu par PERSEE PARTICIPATIONS et représentant plus de 10 % du capital d'APRIL. Il présente une prime de 5,2 % par rapport au prix net d'acquisition du bloc de contrôle cédé par EVOLEM (20,90 € après mise en œuvre des garanties) et de 4,7% par rapport au prix de l'OPAS (21,60 €) de juillet 2019. Il s'inscrit donc dans le haut de fourchette des transactions récentes et représentatives sur le titre APRIL.

Le prix d'Offre extériorise également une prime de 5,2% sur le haut de fourchette du DCF fondé sur le plan d'affaires du management qui n'intègre pas les conséquences négatives sur le plan économique et financier de la crise sanitaire en cours. L'actionnaire minoritaire bénéficie donc, selon ce critère, d'un prix d'Offre qui donne la pleine valeur de l'action APRIL, sans impact de la crise actuelle.

Le cours de bourse apparaît peu représentatif en raison d'un flottant et de volumes très limités, et dès lors que celui-ci s'est ajusté depuis le 29 décembre 2018 à des niveaux très proches du prix de transaction du bloc de contrôle, puis de l'OPAS, ayant précédé la présente Offre. Selon ce critère considéré à titre secondaire, le prix d'Offre présente une décote de 2,2% sur le dernier cours précédant l'annonce de l'Offre et une prime de 1,0% par rapport au cours moyen pondéré 60 jours calculé à cette date.

Nous observons enfin que le prix d'Offre fait ressortir des primes sur les critères des comparables boursiers et des objectifs de cours des analystes, présentés à titre indicatif.

En ce qui concerne les accords connexes

L'examen des accords pouvant avoir une influence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre, tels que présentés dans le projet de note d'information, à savoir (i) le Contrat d'Acquisition EVOLEM, (ii) le Contrat d'Acquisition PERSEE PARTICIPATIONS, (iii) le Pacte d'associés avec EVOLEM et PERSEE PARTICIPATIONS, (iv) l'investissement des Managers, (v) les accords de liquidité, (vi) la syndication de la dette bancaire de l'initiateur et (vi) les engagements d'apport à l'Offre Publique de Retrait, n'a pas fait apparaître de disposition financière de nature à remettre en cause, selon nous, le caractère équitable de l'Offre d'un point de vue financier.

En conséquence, sur la base de ces éléments d'appréciation, nous sommes d'avis que le prix d'Offre et l'indemnité prévue dans le cadre du Retrait Obligatoire de 22,00 € par action sont équitables d'un point de vue financier pour l'actionnaire d'April. »

Le Conseil d'administration a ainsi constaté que l'Offre permet aux actionnaires de trouver une liquidité immédiate dans des conditions reflétant les spécificités de la Société et jugées équitables par l'Expert Indépendant.

Conclusions du Conseil d'administration

Après avoir pris connaissance des documents essentiels en lien avec l'Offre mentionnés ci-dessus et des éléments complémentaires qui lui ont été présentés par le cabinet Finexsi, le Conseil d'administration a tout d'abord constaté que :

- L'Initiateur détient à ce jour 40.207.983 actions de la Société, auxquelles sont attachés autant de droits de vote, représentant 97,97 % du capital social et 97,92 % des droits de vote de la Société.
- Compte tenu des contraintes propres à l'état d'urgence sanitaire tel que défini à l'article 4 de la loi n°2020-290 du 23 mars 2020 d'urgence pour faire face à l'épidémie de covid-19, et des dispositions de l'article 2 de l'ordonnance 2020-306 du 25 mars 2020 relative à la prorogation des délais échus pendant la période d'urgence sanitaire et à l'adaptation des procédures pendant cette même période, et sous réserve de toute modification ultérieure de la réglementation applicable, la durée de l'Offre est fixée à 29 jours de négociation.
- Dans la mesure où l'Initiateur détient plus de 90% du capital et des droits de vote de la Société, le projet d'Offre Publique de Retrait sera immédiatement suivi d'un Retrait Obligatoire visant la totalité des Actions de la Société non encore détenues par l'Initiateur, selon la procédure prévue aux articles L.433-4 II du Code monétaire et financier, et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF.
- Dans le cadre du Retrait Obligatoire, seront transférées à l'Initiateur, moyennant une indemnisation en numéraire égale au Prix d'Offre par Action (soit 22 euros par Action), nette de tout frais, les Actions non apportées à l'Offre Publique de Retrait (à l'exception des 105.694 Actions auto-détenues par la Société, ainsi que des 327.518 Actions gratuites qui sont assimilées aux Actions détenues par l'Initiateur, leurs bénéficiaires ayant souscrit à des accords de liquidité).
- Aucune question ni remarque n'a été reçue ni par la Société, ni par l'Expert Indépendant, ni par l'AMF, de la part des actionnaires minoritaires de la Société concernant le projet d'Offre depuis le dépôt du projet de note d'information de l'Initiateur.

Le Conseil d'administration a relevé, sur la base des principales intentions de l'Initiateur pour les douze mois à venir :

- S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour la Société et ses salariés :
 - *Stratégie et politique industrielle et commerciale* : L'Initiateur entend soutenir les positions de premier plan d'APRIL dans ses marchés, sa force de distribution, ainsi que sa culture d'innovation et renforcer la capacité de la Société à préserver sa position d'acteur dans le courtage d'assurance et de crédit. Dans ce cadre, l'Initiateur n'exclut pas, dans les douze mois à venir, de procéder notamment à des cessions ciblées et à des acquisitions en France et à l'international.

- *Fusion et réorganisation juridique* : L'Initiateur a indiqué ne pas envisager de procéder à une fusion entre l'Initiateur et la Société, mais se réserver la possibilité, à l'issue de l'Offre, d'étudier d'éventuelles opérations de fusion entre la Société et d'autres entités du groupe APRIL ou d'éventuels transferts d'actifs, y compris par voie d'apport. L'Initiateur a également indiqué se réserver la possibilité de procéder à toute autre réorganisation de la Société, sans qu'aucune décision ait été prise à ce jour.
 - *Impact sur la politique sociale* : il ressort des intentions et objectifs déclarés par l'Initiateur que l'Offre, s'inscrivant dans une logique de prolongement de la stratégie de la Société, et permettant grâce au retrait obligatoire de poursuivre le développement des activités de la Société en dehors des contraintes législatives et réglementaires applicables aux sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur Euronext Paris, ne devrait pas avoir d'impact significatif sur la politique poursuivie par APRIL en matière d'emploi.
- S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour les actionnaires de la Société :
- L'Offre assurera aux actionnaires minoritaires de la Société, sur l'intégralité de leur participation, une liquidité immédiate plus importante que celle offerte par le marché préalablement à l'annonce de l'Offre, au Prix d'Offre par Action (soit un prix de 22 euros par Action), .
 - Le prix offert de 22 euros se compare favorablement à l'ensemble des critères de valorisation tels que présentés dans l'appréciation du prix de l'Offre préparée par les Banques Présentatrices et reproduite à la section 3 du projet de note d'information de l'Initiateur. Par ailleurs, l'Expert Indépendant a relevé que ce prix fait ressortir une prime par rapport à l'ensemble des critères d'évaluation qu'il a retenus et que ce prix est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires d'APRIL, y compris dans la perspective de la mise en œuvre d'un retrait obligatoire.
 - Politique de distribution des dividendes : à ce stade, l'Initiateur n'envisage pas de modifier la politique de distribution de dividendes. Toutefois, il se réserve la possibilité de revoir la politique de distribution de dividendes de la Société à l'issue de l'Offre. Pour rappel, toute modification de la politique de distribution de dividendes sera décidée par le Conseil d'administration conformément à la loi et aux statuts de la Société et en tenant compte des capacités distributives, de la situation financière et des besoins de financement de la Société.

Avis motivé du Conseil

A la lumière des objectifs et intentions exprimés par l'Initiateur, des conclusions du rapport de l'Expert Indépendant, le Conseil d'administration, après un échange de vues approfondi sur cette base, a rendu à l'unanimité l'avis motivé suivant quant à l'intérêt de l'Offre et les conséquences de celle-ci pour la société visée, ses actionnaires et ses salariés.

A l'unanimité des membres présents et représentés, le Conseil d'administration :

- Prend acte de ce que l'Expert Indépendant, après avoir procédé à une approche multicritères en vue de l'évaluation de la Société, conclut au caractère équitable de l'Offre d'un point de vue financier pour les actionnaires minoritaires ;

- Considère que le projet d'Offre, tel que décrit dans le projet de note d'information, est conforme aux intérêts de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés et décide en conséquence d'émettre un avis favorable sur le projet d'Offre ;
- Considère que l'Offre représente une opportunité pour les actionnaires minoritaires de bénéficier d'une liquidité significative, immédiate et intégrale dans des conditions de prix considérées comme équitables par l'Expert indépendant ;
- Recommande aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre, étant précisé qu'en toute hypothèse, les actions non présentées à l'Offre Publique de Retrait seront transférées à l'Initiateur dans le cadre du Retrait Obligatoire à l'issue de l'Offre et moyennant une indemnisation identique au prix proposé dans le cadre de l'Offre, soit 22 euros par action APRIL, nette de tout frais ;
- Approuve le projet de note en réponse ;
- Approuve le projet de communiqué de presse relatif au dépôt du projet de note en réponse qui lui a été préalablement transmis et qui sera publié en application de l'article 231-26 du règlement général de l'AMF ; et
- Prend acte de ce que les actions auto-détenues par la Société ne seront pas visées par l'Offre, et décide en conséquence de ne pas les apporter à l'Offre ;
- Donne tous pouvoirs au Directeur Général, avec faculté de subdélégation à toute personne de son choix, à l'effet de :
 - finaliser la documentation d'Offre et notamment le projet de note en réponse de la Société,
 - signer et déposer auprès de l'AMF toute la documentation requise dans le cadre de l'Offre, notamment le documents « Autres Informations » relatif aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société,
 - signer toutes attestations requises dans le cadre de l'Offre Publique de Retrait et du Retrait Obligatoire,
 - et plus généralement, faire tout ce qui sera nécessaire pour la bonne réalisation de l'Offre Publique de Retrait et du Retrait Obligatoire, notamment conclure et signer, au nom et pour le compte de la Société, toutes opérations et documents nécessaires et afférents à la réalisation de l'Offre et du Retrait Obligatoire, en ce compris tout communiqué de presse. »

4 Intentions des membres du Conseil d'administration d'APRIL

A l'exception de Muriel Fages, administratrice représentant les salariés, qui détient 10 Actions, lesquelles sont couvertes par les accords de liquidité décrits au paragraphe 6.5 de la présente Note en Réponse et ne sont donc pas visées par l'Offre, aucun administrateur ne détient d'Actions.

5 Intentions de la Société relatives aux Actions auto-détenues ou d'auto-contrôle

À la date de la présente Note en Réponse, la Société détient 105.694 de ses propres Actions.

Ces actions ne sont pas visées par l'Offre et ne seront pas apportées à l'Offre.

6 Accords susceptibles d'avoir une incidence sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre

Sous réserve des différents accords mentionnés au présent paragraphe, qui sont décrits à la section 1.3 de la Note d'Information, la Société n'a pas connaissance d'accords conclus par les personnes concernées par l'Offre, ou leurs actionnaires, susceptible d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.

6.1 Contrat d'Acquisition Evolem

(a) Actions transférées au titre du Contrat d'Acquisition Evolem

Le 28 janvier 2019, l'Initiateur et Evolem ont conclu un contrat de cession (le « **Contrat d'Acquisition Evolem** ») en vue de (i) la cession par Evolem à l'Initiateur de 24.594.715 Actions, et (ii) la cession par Evolem à Andromeda Holding de 2.045.207 Actions, soit un total de 26.639.922 Actions auxquelles sont attachés 26.639.922 droits de vote, représentant 64,91% du capital social et 64,79% des droits de vote théoriques¹⁸ de la Société. L'acquisition du Bloc Evolem a été réalisée le 13 juin 2019.

(b) Prix et ajustement du prix

Le prix d'achat par Action, au titre du Contrat d'Acquisition Evolem s'élevait à 21,60 euros (le « **Prix d'Achat du Bloc Evolem** »).

Le cas échéant, le Prix d'Achat du Bloc Evolem pourra être revu à la baisse sans que cela ait un impact sur le Prix d'Offre par Action :

- (i) en indemnisation de tout préjudice direct et certain subi par l'Initiateur et/ou une entité du groupe APRIL et qui serait la conséquence d'un fait ou événement qui constituerait une inexactitude de certaines des déclarations consenties par Evolem au titre du Contrat d'Acquisition Evolem. L'indemnisation de ce préjudice sera versée par Evolem à l'Initiateur à titre de réduction du prix d'achat des actions cédées dans le cadre du Contrat d'Acquisition Evolem ;
- (ii) en indemnisation du montant de toute perte qui serait la conséquence de la procédure fiscale Axeria Re, ou de toute procédure fiscale subséquente, étant précisé qu'à ce titre un montant de 18.903.236 euros a d'ores et déjà été versé par Evolem à l'Initiateur suivant la conclusion d'un accord transactionnel avec l'administration fiscale française le 10 décembre 2019¹⁹.

¹⁸ Sur la base d'un nombre total de 41.041.461 Actions représentant 41.120.231 droits de vote théoriques au sens de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF le 14 juin 2019.

¹⁹ Cf Communiqué de Presse April – 10 décembre 2019

(c) Prise de participation d'Evolem au capital d'Andromeda Holding

A la date de la Note en Réponse, Evolem détient :

- (i) 2.050.681 actions ordinaires²⁰ représentant, à la date de la Note en Réponse, 0,92% du capital d'Andromeda Holding ;
- (ii) 22.088.235 obligations²¹ représentant, à la date de la Note en Réponse, 12,11% des obligations émises par Andromeda Holding (les « **Obligations** ») ; les Obligations portent intérêts à un taux annuel de 9%, capitalisés annuellement. Leur remboursement en capital et en intérêts est subordonné au remboursement de la dette d'acquisition. Ce remboursement interviendra au dixième anniversaire de la date d'émission des Obligations, ou, si la dette d'acquisition n'est pas encore entièrement remboursée à cette date, six mois après le remboursement total de la dette d'acquisition ;
- (iii) 68.251 actions de préférence de catégorie 1²² à rendement préférentiel cumulatif annuel de 9% et rachetables à l'initiative exclusive d'Andromeda Holding (les « **ADP1** »), représentant à la date de la Note en Réponse 0.03% du capital d'Andromeda Holding ; et
- (iv) 20.105.805 actions de préférence de catégorie 3²³ à rendement préférentiel cumulatif annuel de 9% (les « **ADP3** ») représentant à la date de la Note en Réponse 9,07% du capital d'Andromeda Holding.

Les investissements d'Evolem visés ci-dessus ont été structurés de manière *pari passu* avec Financiere Andromeda.

6.2 Contrat d'Acquisition Persée

(a) Actions transférées au titre du Contrat d'Acquisition Persée

Le 30 décembre 2019, l'Initiateur et Andromeda Holding ont conclu avec Persée Participations un contrat de cession (le « **Contrat d'Acquisition Persée** ») en vue de la cession par Persée Participations à l'Initiateur de 4.178.649 Actions auxquelles sont attachés 4.178.649 droits de vote. Les Actions ainsi cédées par Persée Participations à l'Initiateur le 31 décembre 2019 représentent 10,18% du capital social et 10,18% des droits de vote théoriques²⁴ de la Société.

(b) Absence de condition suspensive

Le Contrat d'Acquisition Persée ne prévoyait aucune condition suspensive.

(c) Prix, cession de dette et absence d'ajustement de prix

²⁰ Suite à la conversion, dans le cadre de la mise en place du mécanisme d'intéressement des Managers, de 90,74% des 22.156.486 actions ordinaires souscrites les 13 juin 2019 et 4 février 2020 pour un montant total de 22.156.486 euros.

²¹ Souscrites le 13 juin 2019 pour un montant de 22.088.235 euros.

²² Souscrites le 4 février 2019 pour un montant de 68.251 euros.

²³ Souscrites le 23 avril 2020 dans le cadre de la mise en place du mécanisme d'intéressement des Managers, par conversion de 90,74% des 22.156.486 actions ordinaires souscrites les 13 juin 2019 et 4 février 2020 pour un montant total de 22.156.486 euros.

²⁴ Sur la base d'un capital composé de 41.041.461 actions représentant au plus 41.060.632 droits de vote, en application du 2ème alinéa de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

Le prix d'achat par Action cédée au titre du Contrat d'Acquisition Persée (le « **Prix d'Achat du Bloc Persée** ») s'élève à 22 euros, soit un total de 91.930.278 euros.

Ce prix a fait l'objet pour partie d'un paiement en numéraire à hauteur de 61.500.000 euros et pour le solde de la constatation d'une créance de prix d'un montant de 30.430.278 euros (la « **Créance de Prix** ») au profit de Persée Participations à l'encontre de l'Initiateur et immédiatement cédée à Andromeda Holding.

Le Contrat d'Acquisition Persée ne contient aucun mécanisme d'ajustement de prix.

(d) Prise de participation de Persée Participations au capital d'Andromeda Holding

Le 9 janvier 2020, par compensation avec la Créance de Prix, Persée Participations a souscrit à une augmentation de capital d'Andromeda Holding en numéraire sur la base du Prix d'Offre par Action, à hauteur de 19.199.620 euros, de manière pari passu avec Financiere Andromeda et Evolem.

A la date de la Note en Réponse, Persée Participations détient : :

(i) 888.505 actions ordinaires²⁵ représentant à la date de la Note en Réponse 0,40% du capital d'Andromeda Holding ;

(ii) 9.599.810 ADP¹²⁶, représentant à la date de la Note en Réponse 4,33% du capital d'Andromeda Holding ; et

(iii) 8.711.305 ADP³²⁷, représentant à la date de la Note en Réponse 3,93% du capital d'Andromeda Holding.

Par ailleurs, Persée Participations a consenti à Andromeda Holding un crédit vendeur d'un montant de 11.230.658 euros. Ce crédit vendeur est matérialisé par 11.230.658 actions de préférence de catégorie 2 sans droit de vote souscrites à leur valeur nominale d'un euro (les « **ADP2** ») émises par Andromeda Holding sur la base du Prix d'Offre par Action. Ces ADP2 seront rachetables, en tout ou en partie, à l'initiative exclusive d'Andromeda Holding, à compter du 9 janvier 2021, étant précisé que dans cette hypothèse, le prix de rachat serait déterminé en actualisant à un taux annuel de 4,25% la valeur des ADP2 à l'échéance du 9 juillet 2029. Les ADP2 sont subordonnées notamment aux ADP1, et sont rémunérées à un taux annuel de 13,5%. À la date de la Note d'Information, les ADP2 représentent 5,06% du capital d'Andromeda Holding et 0% des droits de vote.

Un tableau de répartition du capital et des droits de vote d'Andromeda Holding à l'issue de cette prise de participation est présenté au paragraphe 1.3.2 de la Note d'Information.

Il est également précisé qu'il n'existe aucune relation d'affaires significative liant, directement ou indirectement, Persée Participations d'une part, et la Société ou ses filiales d'autre part.

²⁵ Suite à la conversion, dans le cadre de la mise en place du mécanisme d'intéressement des Managers, de 90,74% des 9.599.810 actions ordinaires qui ont été souscrites le 9 janvier 2020 pour un montant de 9.599.810 euros.

²⁶ Souscrites le 9 janvier 2020 pour un montant de 9.599.810 euros.

²⁷ Souscrites le 23 avril 2020 dans le cadre de la mise en place du mécanisme d'intéressement des Managers, par conversion de 90,74% des 9.599.810 actions ordinaires souscrites le 9 janvier 2020 pour un montant total de 9.599.810 euros.

6.3 Investissement des Managers

Comme annoncé dans la note d'information publiée dans le cadre de l'OPAS et dans le projet de Note d'Information déposé par l'Initiateur le 24 mars 2020, certains cadres supérieurs du groupe APRIL (les « **Managers** ») regroupés pour certains dans une société *ad hoc* nouvellement constituée (la « **Société des Managers** ») ont souscrit, le 23 avril 2020, à un mécanisme d'intéressement au capital d'Andromeda Holding.

Ce mécanisme d'intéressement prend la forme d'actions ordinaires et d'actions de préférence de deux catégories offrant, d'une part, un retour fixe (les ADP3) et, d'autre part, un retour variable en fonction des performances financières de l'investissement réalisé (les actions de préférence de catégorie 4, ou « **ADP4** »). L'investissement a été réalisé par certains Managers et par la Société des Managers, (i) pour partie par souscription en numéraire à hauteur d'environ 2% des fonds propres et quasi fonds propres d'Andromeda Holding²⁸, et (ii) pour le solde par attribution gratuite d'actions à hauteur d'environ 1% des fonds propres et quasi fonds propres d'Andromeda Holding. Cet investissement a été effectué exclusivement en numéraire, les Managers n'ayant apporté ni cédé aucune Action dans ce cadre.

Dans le cadre de ce mécanisme d'intéressement, des pactes ont été conclus entre la Société des Managers ainsi que les Managers qui ont investi directement dans Andromeda Holding d'une part et Financiere Andromeda d'autre part (les « **Pactes Managers** »).

Les Pactes Managers ont pour objet principal d'organiser les règles particulières s'appliquant aux transferts de titres d'Andromeda Holding et de la Société des Managers en vertu des principales clauses suivantes :

- (i) une inaliénabilité temporaire des titres détenus par les Managers et par la Société des Managers pour une durée de dix ans ; à l'issue de cette période d'inaliénabilité temporaire, les Managers et Financiere Andromeda bénéficieront d'un droit de préemption préalablement à l'organisation de toute procédure de cession de ses titres par un Manager ou par la Société des Managers ;
- (ii) un droit de cession conjointe totale au profit des Managers ayant investi directement dans Andromeda Holding et de la Société des Managers en cas de transfert de titres par Financiere Andromeda résultant en un changement de contrôle d'Andromeda Holding ;
- (iii) un droit de cession conjointe proportionnelle au profit des Managers ayant investi directement dans Andromeda Holding et de la Société des Managers en cas de transfert de titres par Financiere Andromeda ne résultant pas en un changement de contrôle d'Andromeda Holding ;
- (iv) un droit de cession forcée au profit de Financiere Andromeda en cas d'offre d'acquisition acceptée par Financiere Andromeda et résultant en un changement de contrôle d'Andromeda Holding ;
- (v) certains cas de transferts libres ; et

²⁸ Sur une base entièrement diluée, correspondant à 3,97% du capital non dilué à la date des présentes comme décrit dans le tableau de répartition du capital d'Andromeda Holding au paragraphe 6.4 ci-dessous.

- (vi) une clause d'anti-dilution permettant aux parties aux Pactes Managers de maintenir leurs participations respectives au capital d'Andromeda Holding.

Certains Managers ont par ailleurs consenti à Financiere Andromeda des promesses de vente, notamment exerçables dans un délai de six mois suivant la cessation, par le Manager concerné, des fonctions qu'il exerce au sein du groupe, pour un prix d'exercice de la promesse de vente variant en fonction des hypothèses de départ.

En cas de décès ou d'invalidité permanente, chaque Manager (ou ses ayants droit) bénéficie d'une promesse d'achat de la totalité de ses titres consentie par Financiere Andromeda. A l'exception du cas particulier de décès ou d'invalidité permanente, les Managers ne bénéficient d'aucune garantie de liquidité de leur investissement ni d'aucune condition de prix de sortie garantie.

Certains des Managers sont tenus par des engagements d'exclusivité, de non-sollicitation et de non-concurrence pendant la durée des fonctions qu'ils exercent au sein du groupe, et pour une durée de 18 mois à compter de la date de leur départ.

Par ailleurs, les Managers ont souscrit aux accords de liquidité décrits au paragraphe 6.5 ci-dessous pour la totalité des 56.170 Actions gratuites dont ils sont titulaires.

Dans le cadre de la mise en place du mécanisme d'intéressement des Managers, Financiere Andromeda, Evolem et Persée Participations ont chacun converti 90,74% de leurs actions ordinaires en ADP3.

6.4 Pacte d'associés

Le 23 avril 2020, suite aux opérations décrites ci-dessus, ainsi qu'à la date de la présente Note en Réponse, le capital social et les droits de vote d'Andromeda Holding sont répartis comme suit à la connaissance de la Société :

	Titres Pari Passu				ADP2*		ADP4**		Total capital**	% capital	Total Droits de vote	% droits de vote
	Actions Ordinaires (en actions et droits de vote)	Obligations	ADP1 (en actions et droits de vote)	ADP3 (en actions et droits de vote)	En actions	En droits de vote	En actions	En droits de vote				
Financiere Andromeda	14.837.227	160.308.141	0	145.470.924	0	0	0	0	160.308.151€	72,29%	160.308.151	76,14%
Evolem	2.050.681	22.088.235	68.251	20.105.805	0	0	0	0	22.224.737€	10,02%	22.224.737	10,56%
Persée Participations	888.505	0	9.599.810	8.711.305	11.230.658	0	0	0	30.430.278€	13,72%	19.199.620	9,12%
Société des Cadres / Managers	2.107.663	0	525.000	6.010.762	0	0	1.544.700	154.470	8.797.895€	3,97%	8.797.895	4,18%
Total	19.884.076	182.396.376	10.193.061	180.298.796	11.230.658	0	1.544.700	154.470	221.761.061€	100%	210.530.403	100%

*Action sans droit de vote. **Action de 0,1 euro de valeur nominale à laquelle est attaché 0,1 droit de vote (étant rappelé que les actions ordinaires, les ADP1, les ADP2 et les ADP3 ont une valeur nominale de 1 euro).

Persée Participations, Evolem et Financiere Andromeda ont conclu (i) le 30 décembre 2019, un avenant modifiant à compter du 9 janvier 2020 le pacte d'associés initialement conclu le 13 juin 2019 entre Financiere Andromeda et Evolem pour une durée de quinze années, pour faire suite à l'investissement de Persée Participations au capital d'Andromeda Holding

(le « **Pacte d'Associés** »). Un second avenant a été signé le 23 avril 2020 dans le cadre de la mise en place de l'investissement des Managers décrit à la section 6.3 ci-dessus.

Le Pacte d'Associés est non concertant, et a pour objet principal d'organiser les règles particulières s'appliquant entre les associés d'Andromeda Holding en vertu des principales clauses suivantes :

(a) Règles applicables aux transferts de titres

Le Pacte d'Associés prévoit les principales stipulations suivantes s'appliquant au transfert des titres d'Andromeda Holding :

- (i) *une inaliénabilité temporaire* des titres détenus par Evolem et Persée Participations pour une durée de deux ans à compter, respectivement, de la date de l'Acquisition du Bloc Evolem et de la date de l'Acquisition du Bloc Persée ; à l'issue de chacune de ces périodes d'inaliénabilité temporaire, Financiere Andromeda bénéficiera d'un droit de première offre préalablement à l'organisation de toute procédure de cession de ses titres par Evolem ou Persée Participations ;
- (ii) *un droit de cession conjointe totale* au profit d'Evolem et de Persée Participations en cas de transfert de titres par Financiere Andromeda résultant en un changement de contrôle d'Andromeda Holding ;
- (iii) *un droit de cession conjointe proportionnelle* au profit d'Evolem et de Persée Participations en cas de transfert de titres par Financiere Andromeda ne résultant pas en un changement de contrôle d'Andromeda Holding ;
- (iv) *un droit de cession forcée* au profit de Financiere Andromeda en cas d'offre d'acquisition acceptée par Financiere Andromeda et résultant en un changement de contrôle d'Andromeda Holding ;
- (v) *une promesse de vente* consentie par Persée Participations au profit de Financiere Andromeda et d'Evolem portant sur certaines ADP2 détenues par Persée Participations ;
- (vi) certains cas de *transferts libres* ; et
- (vii) *une clause d'anti-dilution* permettant aux parties au Pacte d'Associés de maintenir leurs participations respectives au capital d'Andromeda Holding.

(b) Règles spécifiques applicables à la gouvernance d'Andromeda Holding

Andromeda Holding est représentée à l'égard des tiers par son Président au sens de l'article L.227-6 du code de commerce. Le Président dirige Andromeda Holding sous le contrôle et la supervision d'un conseil de surveillance (le « **Conseil de Surveillance** »). Certaines décisions importantes ne peuvent être prises sans l'approbation préalable du Conseil de Surveillance. En tant qu'investisseur minoritaire, Evolem dispose de droits de veto limités ayant vocation à protéger son investissement minoritaire. En revanche, Persée Participations ne dispose d'aucun droit de veto.

Les membres du Conseil de Surveillance sont désignés par décision collective des associés de la Société comme suit :

- (i) un (1) membre du Conseil de Surveillance est désigné sur proposition d'Evolem (le « **Représentant d'Evolem** »);
- (ii) un (1) membre du Conseil de Surveillance est désigné sur proposition de Persée Participations (le « **Représentant de Persée** »), et
- (iii) tous les membres du Conseil de Surveillance, autres que le Représentant d'Evolem et le Représentant de Persée, sont désignés sur proposition de Financiere Andromeda.

Le Pacte d'Associés prévoit certaines stipulations permettant de neutraliser les éventuels conflits d'intérêts du Représentant de Persée.

(c) Règles spécifiques applicables à la gouvernance d'APRIL

Un représentant d'Evolem est désigné en qualité de membre du Conseil d'administration de la Société.

Le Conseil d'administration de la Société a nommé, à titre honorifique, M. Bruno Rousset en tant que président d'honneur pour une durée devant expirer lors de l'assemblée générale appelée à statuer en 2022 sur les comptes de l'exercice clos le 31 décembre 2021.

6.5 Accords de liquidité

Lors de l'OPAS 2019, l'Initiateur a proposé aux titulaires d'Actions gratuites de souscrire à des accords de liquidité prévoyant notamment, sous certaines conditions, à l'expiration de la période d'indisponibilité fiscale des Actions gratuites, à savoir le 1^{er} avril 2021²⁹ (la « **Date de Disponibilité** »), (i) l'engagement ferme et irrévocable du titulaire concerné de céder la totalité de ses Actions gratuites (la « **Promesse de Vente** ») et (ii) l'engagement ferme et irrévocable de l'Initiateur de les acquérir (la « **Promesse d'Achat** »). La Promesse de Vente et la Promesse d'Achat sont ci-après collectivement dénommées les « **Promesses** » et individuellement une « **Promesse** ».

Pour chaque Action gratuite, la Promesse de Vente sera exerçable par l'Initiateur pendant une période de trois mois à compter de la Date de Disponibilité (la « **Période d'Exercice de la Promesse de Vente** »). La Promesse d'Achat sera exerçable pendant une période de trois mois à compter de la date d'expiration de la Période d'Exercice de la Promesse de Vente uniquement si l'Initiateur n'a pas exercé la Promesse de Vente à l'issue de la Période d'Exercice de la Promesse de Vente.

En cas d'exercice d'une Promesse, le prix d'exercice par Action sous Promesse correspondra au prix par Action proposé dans le cadre de l'OPAS 2019, indexé sur la performance de la Société³⁰, étant précisé qu'il ne pourra être (i) ni supérieur à 105% du prix par Action proposé dans le cadre de l'OPAS 2019, (ii) ni inférieur à 85% du prix par Action proposé dans le cadre de l'OPAS 2019.

Dans le cadre du Retrait Obligatoire, les Actions gratuites faisant l'objet des accords de liquidité décrits ci-dessus seront assimilées aux Actions détenues par l'Initiateur conformément à l'article L.233-9 I, 4° du Code de commerce, et ne seront pas visées par

²⁹ Pour la totalité des Actions gratuites, la période d'indisponibilité fiscale expire le 1er avril 2021.

³⁰ Ainsi, à la date de l'OPAS, le prix d'exercice des promesses serait identique au prix de l'OPAS par Action.

ledit Retrait Obligatoire (mais seront cédées à terme à l'Initiateur en application des Promesses).

6.6 Syndication de la dette bancaire de l'Initiateur

La dette bancaire de l'Initiateur a été syndiquée par le pool bancaire dans le courant du mois de janvier 2020, et à cette occasion, Persée Participations a souscrit à hauteur de 40.000.000 euros à cette dette bancaire³¹ dans les mêmes termes et conditions que les autres membres de la syndication.

6.7 Engagements d'apport à l'Offre Publique de Retrait

Il n'existe pas d'engagements d'apport à l'Offre Publique de Retrait.

7 Eléments susceptibles d'avoir une incidence en cas d'offre publique

7.1 Structure et répartition du capital

A la date de la présente Note en Réponse, le capital social de la Société s'élève à 16.416.584,40 euros divisés en 41.041.461 actions ordinaires de 0,40 euro de valeur nominale chacune, et le capital social et les droits de vote³² de la Société sont répartis, à la connaissance de l'Initiateur et sur la base des informations communiquées par la Société, de la façon suivante :

	Nombre d'Actions détenues	% d'Actions détenues	Nombre de droits de vote		% des droits de vote théoriques
			Théoriques	Réels	
Andromeda Investissements (détenue effective)	40.207.983	97,97%	40.207.983	40.207.983	97,93%
Andromeda Investissements (détenue par assimilation ³³)	327.518	0,80%	327.518	327.518	0,80%
Auto-détenue ³⁴	105.694	0,26%	105.694	-	-
Total Andromeda Investissements	40.641.195	99,03%	40.641.195	40.535.501	98,73%
Salariés	15.564	0,03%	19.819	19.819	0,04%
Public	384.702	0,94%	398.118	398.118	0,97%
TOTAL	41.041.461	100,00%	41.059.132	40.953.438	99,74%

À la date de la présente Note en Réponse, il n'existe aucun autre titre de capital, ni aucun autre instrument financier émis par la Société ou droit conféré pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société, autres que les Actions.

³¹ Sur un total de 553.815.929,16 euros.

³² Conformément aux dispositions de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de l'ensemble des actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les actions privées de droit de vote, tel que déclaré par la Société le 28 février 2020.

³³ 327.518 Actions gratuites dont les bénéficiaires ont souscrit aux accords de liquidité décrits au paragraphe 6.5, sont assimilées aux Actions détenues par l'Initiateur en application des dispositions de l'article L.233-9 I, 4° du Code de commerce.

³⁴ Actions assimilées aux Actions détenues par l'Initiateur en application des dispositions de l'article L.233-9 I, 2° du Code de commerce.

7.2 Restrictions à l'exercice du droit de vote et au transfert d'Actions ou clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L.233-11 du Code de commerce

7.2.1 Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote ou aux transferts d'Actions

En complément des seuils légaux et réglementaires applicables, l'article 10 des statuts de la Société prévoit que tout actionnaire venant à détenir, directement ou indirectement, seul ou de concert, 2,5 % au moins du capital ou des droits de vote de la Société, ou tout multiple de ce pourcentage, est tenu d'en informer la Société dans les quatre jours de Bourse, avant clôture, par lettre recommandée avec accusé de réception adressé à son siège social. L'obligation d'information s'applique dans les mêmes conditions chaque fois qu'un des seuils susmentionnés est franchi à la hausse ou à la baisse.

À défaut d'avoir été déclarées dans les conditions visées ci-dessus, les Actions excédant la fraction qui aurait dû être déclarée sont privées, dans les conditions prévues par la loi, du droit de vote dans les assemblées d'actionnaires, si le défaut de déclaration a été constaté et si un ou plusieurs actionnaires détenant au moins 5 % du capital ou des droits de vote en font la demande.

L'article 23.2 des statuts de la Société prévoit par ailleurs l'attribution d'un droit de vote double aux actions entièrement libérées pour lesquelles il est justifié d'une inscription nominative depuis quatre (4) ans au moins au nom du même actionnaire. Cet article précise que les Actions converties au porteur ou transférées en propriété perdent leur droit de vote double, sauf dans les cas prévus par la loi.

7.2.2 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance pouvant entraîner des restrictions sur le transfert d'Actions ou l'exercice des droits de vote

À la date de la présente Note en Réponse, à l'exception des accords de liquidité décrits au paragraphe 6.5 de la présente Note en Réponse, la Société n'a connaissance d'aucun accord entre actionnaires susceptible d'entraîner des restrictions aux transferts d'Actions et à l'exercice des droits de vote.

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

À la date de la présente Note en Réponse, il n'existe aucune convention prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'Actions et portant sur au moins 0,5 % du capital ou des droits de vote de la Société.

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

À la date de la présente Note en Réponse et à la connaissance de la Société, le capital social est réparti ainsi qu'il est indiqué au paragraphe 7.1 ci-dessus.

Depuis le 1er janvier 2019, en dehors des déclarations de franchissements de seuils statutaires effectuées par l'Initiateur et décrites ci-après, la Société a reçu les déclarations de franchissement de seuil suivantes :

- le 4 janvier 2019, la société la Financière de l'Echiquier a déclaré avoir franchi à la baisse le seuil statutaire de 2,5 % du capital ;
- le 30 janvier 2019, la société Quaero Capital a déclaré avoir franchi à la baisse le seuil statutaire de 2,5 % du capital ;
- le 9 mai 2019, la société Syquant Capital a déclaré avoir franchi à la hausse le seuil statutaire de 2,5 % du capital ;
- le 24 juillet 2019, la société Afi Esca a déclaré avoir franchi à la hausse le seuil statutaire de 2,5% du capital et des droits de vote ;
- le 25 juillet 2019, la société Afi Esca a déclaré avoir franchi à la hausse le seuil statutaire de 5% du capital et des droits de vote ;
- le 15 novembre 2019, la société de droit luxembourgeois Persée Participations a déclaré avoir franchi à la hausse simultanément les seuils statutaires de 2,5% 5% du capital et des droits de vote ;
- le 11 décembre 2019, la société de droit luxembourgeois Persée Participations a déclaré avoir franchi à la hausse le seuil statutaire de 10% du capital et des droits de vote.

Par ailleurs, conformément aux dispositions de l'article L.233-7 du Code de Commerce, l'Initiateur a déclaré :

- le 14 juin 2019, par courriers à l'AMF, (i) avoir franchi à la hausse, le 13 juin 2019, les seuils légaux de 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 1/3, 50% du capital et des droits de vote de la Société, et détenir à cette date 26.745.616³⁵ Actions représentant 26.639.922 droits de vote, et (ii) avoir franchi à la hausse le seuil des 2/3 du capital social et des droits de vote de la Société, et détenir à cette date 30.907.728³⁶ Actions représentant 30.802.034 droits de vote ; aux termes des mêmes courriers, l'Initiateur a déclaré ses intentions pour les six prochains mois conformément aux dispositions de l'article L.233-7 VII du Code de Commerce ;
- les 14 et 17 juin 2019, par courriers à la Société, avoir franchi à la hausse (i) les seuils légaux de 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 1/3, 50% et les deux tiers du capital social et des droits de vote de la Société, et (ii) tous les seuils statutaires compris entre 2,5% et 75% du capital social et des droits de vote de la Société ;
- le 31 juillet 2019, par courrier à la Société, , avoir franchi à la hausse tous les seuils statutaires compris entre 75% et 87,5% du capital social et des droits de vote de la Société ;
- le 6 janvier 2020 par courrier à l'AMF³⁷, avoir franchi à la hausse les seuils légaux de 90% et de 95% du capital social et des droits de vote de la Société ; et

³⁵ En ce compris 105.694 Actions auto-détenues par APRIL, assimilées aux Actions détenues par l'Initiateur en application de l'article L.233-9, I 2° du code de commerce

³⁶ En ce compris 105.694 Actions auto-détenues par APRIL, assimilées aux Actions détenues par l'Initiateur en application de l'article L.233-9, I 2° du code de commerce

³⁷ D&I 220C0051

- le 6 janvier 2020 par courrier à la Société, avoir franchi à la hausse tous les seuils statutaires compris entre 87,5% et 97,5% du capital social et des droits de vote de la Société.

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

À la connaissance de la Société, il n'existe pas de détenteurs de titres comportant des droits de contrôle spéciaux autres que les droits de vote double décrits au paragraphe 7.2.1 ci-dessus.

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

A la date de la présente Note en Réponse, le FCPE actions APRIL ne détient aucune Action, ayant apporté la totalité de sa participation lors de l'OPAS 2019.

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

7.6 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration et à la modification des statuts d'APRIL

7.6.1 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration

Conformément à l'article 14 des statuts de la Société, la Société est administrée par un Conseil d'administration composé de trois à 18 membres, ce nombre pouvant être porté à 24 en cas de fusion selon les conditions fixées par la loi. Le règlement intérieur du Conseil d'administration prévoit en outre que le Conseil d'administration s'efforce de tout mettre en œuvre pour qu'au moins le tiers de ses membres soit indépendant.

Le règlement intérieur du Conseil d'administration prévoit que chaque administrateur s'efforce d'acquérir 500 Actions de la Société.

À l'exception des administrateurs représentant les salariés, qui sont désignés par le comité de groupe, les administrateurs sont nommés dans leurs fonctions par l'assemblée générale des actionnaires dans les conditions fixées par la loi.

La durée des fonctions des administrateurs est de trois (3) années. Les administrateurs sont toujours rééligibles. Toutefois, le mandat de tout membre personne physique prend fin, de plein droit, sans possibilité de renouvellement, à l'issue de l'assemblée générale ordinaire des actionnaires ayant statué sur les comptes de l'exercice écoulé et tenue dans l'année au cours de laquelle l'intéressé atteint l'âge de 75 ans.

Les administrateurs peuvent être révoqués à tout moment par décision de l'assemblée générale des actionnaires.

En cas de vacance par décès ou par démission d'un ou plusieurs sièges d'administrateurs, le Conseil d'administration peut, entre deux assemblées générales, procéder à des

nominations à titre provisoire. Ces nominations sont soumises à la ratification de la plus prochaine assemblée générale ordinaire.

7.6.2 Règles applicables à la modification des statuts

L'assemblée générale extraordinaire est seule habilitée à modifier les statuts de la Société dans toutes leurs dispositions. Elle ne peut toutefois augmenter les engagements des actionnaires, sous réserve des opérations résultant d'un échange ou d'un regroupement d'Actions régulièrement décidé et effectué.

L'assemblée générale extraordinaire ne délibère valablement que si les actionnaires, présents ou représentés, possèdent au moins sur première convocation, le quart des Actions ayant le droit de vote, ou sur deuxième convocation, ainsi qu'en cas de prorogation de la seconde assemblée, le cinquième desdites Actions.

Les délibérations sont prises à la majorité des deux tiers des voix dont disposent les actionnaires présents ou représentés.

7.7 Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres

En dehors des pouvoirs généraux prévus par la loi et les statuts, le Conseil d'administration de la Société dispose des délégations et autorisations suivantes accordées par l'assemblée générale :

	Date de l'AGE	Date d'expiration	Montant autorisé	Augmentation (s) réalisée(s) les années précédentes	Augmentation (s) réalisée(s) au cours de l'exercice 2019	Montant résiduel au 11 mars 2020
Délégation en vue d'augmenter le capital par incorporation de réserves, bénéfiques et / ou primes	26 avril 2018 (13 ^e résolution)	25 juin 2020	10 000 000 €	Néant	Néant	10 000 000 €
Délégation en vue d'émettre des actions ordinaires et / ou des valeurs mobilières donnant accès au capital avec maintien du DPS	26 avril 2018 (14 ^e résolution)	25 juin 2020	150 000 000 €	Néant	Néant	8 000 000 € (actions) 150 000 000 € (titres de créance)

	Date de l'AGE	Date d'expiration	Montant autorisé	Augmentation (s) réalisée(s) les années précédentes	Augmentation (s) réalisée(s) au cours de l'exercice 2019	Montant résiduel au 11 mars 2020
Délégation en vue d'émettre des actions ordinaires et / ou des valeurs mobilières donnant accès au capital avec suppression du DPS par offre au public	26 avril 2018 (15 ^e résolution)	25 juin 2020	Montant nominal maximum des actions ordinaires : 1 600 000 € Montant nominal maximum des titres de créance sur la société : 150 000 000 € ⁽¹⁾	Néant	Néant	1 600 000 € (actions) 150 000 000 € ⁽¹⁾ (titres de créance)
Délégation en vue d'émettre des actions ordinaires et / ou des valeurs mobilières donnant accès au capital avec suppression du DPS par placement privé	26 avril 2018 (16 ^e résolution)	25 juin 2020	Montant nominal maximum des actions ordinaires : 5 000 000 € et 20 % du capital par an Montant nominal maximum des titres de créance sur la société : 150 000 000 € ⁽¹⁾	Néant	Néant	5 000 000 € (actions) 150 000 000 € ⁽¹⁾ (titres de créance)
Délégation en vue de rémunérer des apports en nature de titres ou de valeurs mobilières donnant accès au capital	26 avril 2018 (18 ^e résolution)	25 juin 2020	Montant nominal maximum des actions ordinaires : 10 % du capital social au 26 avril 2018	Néant	Néant	10 % du capital social au 28 avril 2016

	Date de l'AGE	Date d'expiration	Montant autorisé	Augmentation (s) réalisée(s) les années précédentes	Augmentation (s) réalisée(s) au cours de l'exercice 2019	Montant résiduel au 11 mars 2020
Délégation en vue d'augmenter le capital par émission d'actions et / ou de valeurs mobilières donnant accès au capital avec suppression du DPS en faveur des adhérents d'un PEE	26 avril 2018 (19 ^e résolution)	25 juin 2020	Montant nominal maximum de l'augmentation de capital : 500 000 €	Néant	Néant	500 000 €
Autorisation d'octroyer des options de souscription et / ou d'achat d'actions aux membres du personnel salarié et / ou certains mandataires sociaux	4 mai 2017 (16 ^e résolution)	3 juillet 2020	5 % du capital social au jour de la première attribution dont 3 % du capital social au jour de la première attribution pour les dirigeants mandataires	Néant	Néant	5 % du capital social au jour de la première attribution dont 3 % pour les dirigeants mandataires
Autorisation d'attribuer des actions gratuites aux membres du personnel salarié et / ou certains mandataires sociaux	26 avril 2018 (21 ^e résolution), autorisation prenant effet à compter du 28 décembre 2018	25 juin 2021	5 % du capital social au jour de l'AG dont 3 % du capital social au jour de l'AG pour les dirigeants mandataires	Néant	Augmentation du capital social de la Société le 1 ^{er} avril 2019 par incorporation d'une somme de 54.494,40 euros prélevée sur le compte « Autres réserves », 136.236 actions nouvelles	5 % du capital social au jour de l'AG dont 3 % du capital social au jour de l'AG pour les dirigeants mandataires

(1) Plafond commun.

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

À la connaissance de la Société et dans la mesure où, à ce jour, la Société est déjà contrôlée par l'Initiateur, il n'existe aucun accord contenant une clause de changement de contrôle susceptible d'être mise en œuvre du fait de l'Offre.

7.9 Accords prévoyant des indemnités de départ et de licenciement pour les membres du Conseil d'administration de la Société ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique

Il n'existe aucun accord prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d'administration ou les salariés s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique.

8 Rapport de l'expert indépendant

En application des articles 261-1 I 1°, 2° et 4° et 261-1 II du règlement général de l'AMF, le cabinet Finexsi, représenté par Monsieur Olivier Peronnet, a été désigné en qualité d'expert indépendant par le Conseil d'administration de la Société en date du 4 mars 2020, avec pour mission de préparer un rapport sur les conditions financières de l'Offre et du Retrait Obligatoire. Ce rapport en date du 18 mai 2020 est intégralement reproduit en **Annexe 1.**

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

Les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société, seront déposées auprès de l'AMF au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. En application de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, elles seront disponibles sur les sites Internet de la Société (<http://groupe.april.fr/investisseurs>) et de l'AMF (www.amf-france.org), la veille de l'ouverture de l'Offre et pourront être obtenues sans frais auprès d'APRIL au sis 114, boulevard Marius Vivier Merle – 69003 Lyon.

10 Personnes qui assument la responsabilité de la note en réponse

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

Eric MAUMY
Directeur Général d'APRIL

ANNEXE 1

Rapport de l'Expert Indépendant



FINEXSI
EXPERT & CONSEIL FINANCIER



ATTESTATION D'EQUITE

Offre Publique de Retrait qui sera suivie d'un Retrait Obligatoire
initiée par la société ANDROMEDA INVESTISSEMENTS SAS
sur les actions de la société APRIL

18 mai 2020

***Annule et remplace nos précédentes attestations d'équité établies
en date du 24 avril 2020, du 4 mai 2020 et du 11 mai 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	7
1.3	Motifs de l'Offre	8
1.4	Stratégie et politique industrielle et commerciale	8
1.5	Synergies	8
1.6	Fusion et réorganisation juridique	8
1.7	Accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue	9
1.7.1	Contrat d'Acquisition EVOLEM	9
1.7.2	Contrat d'Acquisition PERSEE	11
1.7.3	Pacte d'associés avec EVOLEM et PERSEE PARTICIPATIONS	13
1.7.4	Investissement des Managers	14
1.7.5	Accords de liquidité	16
1.7.6	Syndication de la dette bancaire de l'Initiateur	17
1.7.7	Engagements d'apport à l'Offre Publique de Retrait	17
2	Déclaration d'indépendance	18
3	Diligences effectuées	19
4	Présentation du secteur et des activités de la société APRIL	21
4.1	Présentation du marché du courtage d'assurances	21
4.2	Présentation de la société APRIL	29
4.2.1	Etats financiers d'APRIL	36
4.2.2	Données financières	39
4.2.3	Matrice SWOT	43
5	Evaluation des actions de la société APRIL	44
5.1	Méthodes d'évaluation écartées	44
5.1.1	Actif net comptable consolidé	44
5.1.2	Actif net comptable réévalué	44
5.1.3	Transactions comparables	44
5.1.4	Actualisation des dividendes futurs	45
5.1.5	Valeur liquidative	45
5.2	Méthodes d'évaluation retenues	45



5.2.1	Transactions récentes intervenues sur le capital de la Société.....	46
5.2.2	Actualisation des flux de trésorerie futurs (ou DCF)	46
5.2.3	Cours de bourse de la Société (à titre secondaire).....	47
5.2.4	Comparables boursiers (à titre indicatif)	49
5.2.5	Objectifs de cours des analystes (à titre indicatif).....	50
5.3	Données de référence de la société APRIL	50
5.3.1	Nombre de titres retenu.....	50
5.3.2	Dette financière nette	51
5.4	Mise en œuvre de la valorisation de la Société APRIL	52
6	Accords connexes et autres accords pouvant avoir une incidence significative sur le prix d’Offre	67
6.1	Contrat d’Acquisition EVOLEM	67
6.2	Contrat d’Acquisition PERSEE PARTICIPATIONS.....	70
6.3	Le Pacte d’associés avec EVOLEM et PERSEE PARTICIPATIONS	73
6.4	L’investissement des Managers	74
6.5	Les accords de liquidité	75
6.6	La souscription de PERSEE PARTICIPATIONS à la dette bancaire syndiquée de l’initiateur	76
6.7	Les engagements d’apport à l’Offre Publique de Retrait	76
7	Analyse des éléments d’appréciation du prix établi par les établissements présentateurs.....	77
7.1	Choix des critères d’évaluation.....	77
7.2	Mise en œuvre des différents critères	77
7.2.1	Données financières.....	77
7.2.2	Transactions récentes intervenues sur le capital de la Société.....	78
7.2.3	Actualisation des flux de trésoreries futurs	78
7.2.5	Analyse du cours de bourse.....	79
7.2.6	Comparables boursiers	79
7.2.7	Objectifs de cours des analystes.....	80
8	Synthèse de nos travaux et appréciation sur le caractère équitable du prix d’Offre.....	81
8.1	Synthèse de nos travaux d’évaluation.....	81
8.2	Attestation sur le caractère équitable du prix de l’Offre	82
	Annexe unique.....	84



La présente attestation d'équité annule et remplace celles établies le 24 avril 2020, le 4 mai 2020 et le 11 mai 2020 et qui, depuis ces dates, ont successivement fait l'objet de demandes de compléments d'informations par l'AMF. Le premier complément d'information demandé porte sur la conversion d'actions ordinaires en actions de catégorie 3 (ci-après « ADP 3 ») par FINANCIERE ANDROMEDA, EVOLEM et PERSEE PARTICIPATIONS dans le cadre de la mise en place du mécanisme d'intéressement des Managers. Ce complément d'information figure au § 6.4. de la présente. Les deux autres demandes de complément d'information portent sur la mise à jour du calendrier définitif de l'offre, tel que repris au § 1.2. de la présente. Ces compléments d'information ne remettent en cause ni la substance, ni les conclusions de notre attestation d'équité.

Dans le cadre du projet d'Offre Publique de Retrait (ci-après « l'OPR »), qui sera suivie d'un retrait obligatoire (ci-après le « Retrait Obligatoire », et, avec l'OPR, « l'Offre »), initiée par la société ANDROMEDA INVESTISSEMENTS SAS (ci-après « ANDROMEDA INVESTISSEMENTS » ou « l'Initiateur ») sur les actions de la société APRIL (ci-après « APRIL » ou la « Société » ou le « Groupe »), nous avons été chargés, en qualité d'expert indépendant désigné par le Conseil d'Administration d'APRIL du 24 février 2020, d'apprécier le caractère équitable des conditions financières de l'Offre, sous réserve de la non-opposition de l'Autorité des marchés financiers (« AMF ») en application de l'article 261-1-1 de son règlement général, la Société n'étant pas en mesure de constituer le comité ad hoc en charge du suivi des travaux de l'expert indépendant tel que mentionné et défini au III de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF. L'AMF ne s'y étant pas opposée, notre désignation a pris effet au 4 mars 2020.

La présente Offre, au prix de 22,00 € par action APRIL, fait suite (i) à l'acquisition hors marché le 13 juin 2019 d'un bloc d'actions représentant 64,91% du capital et 64,79% des droits de vote d'APRIL auprès d'EVOLEM, (ii) à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée (ci-après « l'OPAS ») initiée en juillet 2019, (iii) à l'acquisition hors marché le 31 décembre 2019 d'un bloc d'actions représentant 10,18% du capital et 10,18% des droits de vote d'APRIL auprès de PERSEE PARTICIPATIONS, et (iv) à l'annonce du 31 décembre 2019 par laquelle ANDROMEDA INVESTISSEMENTS faisait part de son intention de déposer un projet d'Offre Publique de Retrait qui serait suivie d'un retrait obligatoire.

Notre nomination, par le Conseil d'Administration d'APRIL du 24 février 2020, a été effectuée sur le fondement des articles 261-1 I 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 (article 261-1 I 1°), (ii) d'accords entre l'Initiateur et les dirigeants de la Société ou les personnes qui la contrôlent susceptible d'affecter leur indépendance (article 261-1 I 2°), (iii) de l'existence d'opérations connexes (contrat d'acquisition PERSEE PARTICIPATIONS, pacte d'associés avec PERSEE PARTICIPATIONS, investissement des Managers, accords de liquidité, syndication de la dette bancaire de l'Initiateur) susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix de l'Offre (article 261-1 I 4°), (iv) et de la mise en œuvre d'un retrait obligatoire (article 261-1 II). Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents publics et les informations qui nous ont été transmises par APRIL. Ces documents et informations ont été considérés comme exacts et exhaustifs et n'ont pas fait l'objet de vérification particulière. Nous n'avons pas cherché à valider les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous avons seulement vérifié la vraisemblance et la cohérence. Cette mission n'a pas consisté à procéder à un audit des états financiers, des contrats, des litiges et de tout autre document qui nous ont été communiqués, que nous avons collectés pour les seuls besoins de notre mission.



1 Présentation de l'opération

1.1 Sociétés concernées par l'opération

1.1.1 Présentation de la société initiatrice

ANDROMEDA INVESTISSEMENTS est une société par actions simplifiée de droit français dont le siège social est situé 4 rue de Marivaux, à Paris (75002).

Son capital social s'élève à 235.834.961 €. La société est immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés sous le numéro 843 902 867 RCS Paris.

ANDROMEDA INVESTISSEMENTS est une filiale directe d'ANDROMEDA HOLDING, société constituée pour les besoins de l'acquisition des titres APRIL, et détenue indirectement par des fonds gérés par une filiale indirecte de CVC CAPITAL PARTNERS SICAV-FIS SA.

A la suite de (i) l'acquisition, le 13 juin 2019, d'un bloc d'actions hors marché auprès d'EVOLEM, (ii) l'offre publique d'achat initiée en juillet 2019 sur les actions d'APRIL et (iii) l'acquisition, le 31 décembre 2019, d'un bloc d'actions hors marché auprès de PERSEE PARTICIPATIONS, ANDROMEDA INVESTISSEMENTS détient, à la date du présent rapport, 99,03%¹ du capital et 98,73% des droits de vote théoriques² d'APRIL.

1.1.2 Présentation de la société objet de l'Offre

Créée en 1988, APRIL est une société anonyme de droit français. Avec environ 3.500 collaborateurs et un réseau de plus de 11.700 courtiers distributeurs actifs, le Groupe est implanté dans 22 pays et se présente comme le leader des courtiers grossistes en France.

La société APRIL est immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés, sous le numéro 377 994 553 RCS Lyon et son siège est situé au 114 boulevard Marius Vivier-Merle, à Lyon (69003).

Au 31 décembre 2019, le capital social d'APRIL s'élève à 16.416.584,40 € et est composé de 41.041.461 actions d'une valeur nominale de 0,40 €. Les actions d'APRIL sont admises aux négociations sur Euronext Paris (compartiment B, sous le code ISIN FR0004037125).

¹ En ce compris les actions auto-détenues représentant 0,26% du capital d'APRIL et les actions gratuites dont les bénéficiaires ont souscrit aux accords de liquidité représentant 0,80% du capital d'APRIL

² Sur la base d'un nombre total de 41.041.461 actions représentant 41.059.132 droits de vote théoriques au sens de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.



Selon le projet de note d'information, la répartition du capital et des droits de vote exerçables d'APRIL se présente comme suit à la date de son dépôt :

APRIL - Actionnariat

Actionnariat	Capital		Droits de vote		
	Nombre	%	Théoriques	Réels	%
Andromeda Investissements (détention effective)	40 207 983	97,97 %	40 207 983	40 207 983	97,93 %
Andromeda Investissements (détention par assimilation)	327 518	0,80 %	327 518	327 518	0,80 %
Autodétention	105 694	0,26 %	105 694	-	-
Total Andromeda Investissements	40 641 195	99,03 %	40 641 195	40 535 501	98,73 %
Salariés	15 564	0,03 %	19 819	19 819	0,04 %
Public	384 702	0,94 %	398 118	398 118	0,97 %
Total	41 041 461	100,00 %	41 059 132	40 953 438	99,74 %

Source : Projet de note d'information

Les actions auto-détenues sont privées de droit de vote. Il existe des titres bénéficiant de droits de vote double.

La Société a par ailleurs mis en place, sur autorisation de l'Assemblée Générale Extraordinaire du 28 octobre 2015, deux plans d'attribution d'actions gratuites au bénéfice des salariés du Groupe :

- 470.850 actions gratuites ont été attribuées le 28 avril 2016 parmi lesquelles 242.749 ont été attribuées définitivement le 1er avril 2019, sans période de conservation et font ainsi intégralement partie du capital social de la Société à la date du présent rapport.
- 211.300 actions gratuites ont été attribuées le 7 mars 2018, parmi lesquelles 155.699 ont été attribuées définitivement le 1er avril 2019, dont la période de conservation a expiré le 7 mars 2020, et font ainsi intégralement partie du capital social de la Société à la date du présent rapport.

Ces actions gratuites attribuées définitivement ont fait l'objet d'un mécanisme de liquidité proposé par ANDROMEDA INVESTISSEMENTS aux détenteurs de ces actions. Les actions gratuites dont les bénéficiaires ont accepté de signer le contrat de liquidité sont assimilées aux actions détenues par ANDROMEDA INVESTISSEMENTS. En conséquence, seules les actions gratuites dont les bénéficiaires n'ont pas signé l'accord de liquidité sont visées par la présente Offre, soit 70.930 actions.

A notre connaissance, il n'existe aucune autre action gratuite en période d'acquisition ou de conservation, ni aucun instrument dilutif en circulation donnant accès au capital d'APRIL.



1.2 Présentation de l'Offre

L'Offre est présentée comme suit dans le projet de note d'information établi par la société ANDROMEDA INVESTISSEMENTS :

« [...] l'Offre porte sur la totalité des Actions en circulation non détenues directement ou indirectement à cette date par l'Initiateur (soit, à la connaissance de l'Initiateur, 400.266 Actions à la date de la Note d'Information), à l'exclusion :

(i) des 105.694 Actions auto-détenues par la Société qui sont assimilées aux Actions détenues par l'Initiateur en application des dispositions de l'article L.233-9, I 2° du Code de commerce ; et

(ii) des 327.518 Actions gratuites sans période de conservation qui sont assimilées aux Actions détenues par l'Initiateur en application de l'article L.233-9 I 4° du Code de commerce, leurs titulaires ayant souscrit aux accords de liquidité [...].

A la connaissance de l'Initiateur, il n'existe aucun titre de capital, ni aucun instrument financier émis par la Société ou droit conféré par la Société pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société, autres que les Actions [...].

Dans la mesure où l'Initiateur détient plus de 90% du capital et des droits de vote de la Société, la présente Offre Publique de Retrait sera suivie d'un Retrait Obligatoire visant la totalité des Actions de la Société non encore détenues par l'Initiateur.

[...] »

Le projet de note d'information précise également³ :

« [...]

Dans le cadre de cette Offre Publique de Retrait, l'Initiateur s'engage irrévocablement, pendant une période de 29 jours⁴ de négociation, à acquérir auprès des actionnaires d'APRIL la totalité des Actions qui seront apportées à l'Offre Publique de Retrait, au Prix d'Offre par Action.

Le prix d'offre par action sera de 22 euros par Action apportée (le « Prix d'Offre par Action »). Le Prix d'Offre par Action a été fixé coupon attaché. Par conséquent, le Prix d'Offre par Action sera diminué du montant de tout dividende ou distribution dont le détachement ou le paiement interviendrait préalablement à la date de règlement-livraison pour chaque achat dans le cadre de l'Offre.

[...]»

³ Cf. § 2.3 du projet de note d'information.

⁴ « Compte tenu des contraintes propres à l'état d'urgence sanitaire tel que défini à l'article 4 de la loi n°2020-290 du 23 mars 2020 d'urgence pour faire face à l'épidémie de covid-19, et des dispositions de l'article 2 de l'ordonnance 2020-306 du 25 mars 2020 relative à la prorogation des délais échus pendant la période d'urgence sanitaire et à l'adaptation des procédures pendant cette même période, et sous réserve des éventuelles modifications ultérieures de la réglementation applicable. »



1.3 Motifs de l'Offre

« Les actionnaires minoritaires d'APRIL représentant moins de 1% du capital de la Société, l'Initiateur prend acte du fait que la cotation des Actions APRIL ne présente plus un niveau de flottant suffisant pour assurer la liquidité du titre ; l'Initiateur souhaite par conséquent acquérir la participation des actionnaires minoritaires en initiant l'Offre.

Compte tenu de la structure actuelle de son actionnariat, du faible volume d'échanges sur les actions de la Société sur le marché et d'une activité ne nécessitant pas de recourir à une offre au public d'instruments financiers à court ou moyen terme, un maintien de la cotation des Actions n'est plus justifié.

Par ailleurs, la mise en œuvre du Retrait Obligatoire permettra à la Société de mettre fin à l'admission de ses titres à la négociation sur un marché réglementé et par conséquent aux contraintes législatives et réglementaires applicables aux sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur Euronext Paris. »

1.4 Stratégie et politique industrielle et commerciale

« L'Initiateur entend soutenir les positions de premier plan d'APRIL dans ses marchés, sa force de distribution, ainsi que sa culture d'innovation et renforcer la capacité de la Société à préserver sa position d'acteur dans le courtage d'assurance et de crédit. Dans ce cadre, l'Initiateur n'exclut pas, dans les douze mois à venir, de procéder notamment à des cessions ciblées et à des acquisitions en France et à l'international. »

1.5 Synergies

« L'Initiateur est une société ayant pour objet unique la prise de participation et la gestion de la Société. Aucune synergie de nature industrielle et/ou commerciale entre l'Initiateur et la Société n'est par conséquent attendue. »

1.6 Fusion et réorganisation juridique

« A la date de la Note d'Information, il n'est pas envisagé de procéder à une fusion entre l'Initiateur et la Société.

Il est toutefois précisé que l'Initiateur se réserve la possibilité, à l'issue de l'Offre, d'étudier d'éventuelles opérations de fusion entre la Société et d'autres entités du groupe APRIL ou d'éventuels transferts d'actifs, y compris par voie d'apport. L'Initiateur se réserve également la possibilité de procéder à toute autre réorganisation de la Société. Aucune décision n'a été prise à ce jour. »



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

« Sous réserve des différents accords [décrits ci-après], l'Initiateur n'a pas connaissance d'autres accords et n'est partie à aucun autre accord lié à l'Offre ou qui serait de nature à avoir un effet significatif sur l'appréciation de l'Offre ou son issue. »

1.7.1 Contrat d'Acquisition EVOLEM

«

a) Actions transférées au titre du Contrat d'Acquisition Evolem

Le 28 janvier 2019, l'Initiateur et Evolem ont conclu un contrat de cession (le « Contrat d'Acquisition Evolem ») en vue de (i) la cession par Evolem à l'Initiateur de 24.594.715 Actions, et (ii) la cession par Evolem à Andromeda Holding de 2.045.207 Actions, soit un total de 26.639.922 Actions auxquelles sont attachés 26.639.922 droits de vote, représentant 64,91% du capital social et 64,79% des droits de vote théoriques⁵ de la Société.

b) Prix et ajustement du prix

Le prix d'achat par Action, au titre du Contrat d'Acquisition Evolem s'élevait à 21,60 euros (le « Prix d'Achat du Bloc Evolem »).

Le cas échéant, le Prix d'Achat du Bloc Evolem pourra être revu à la baisse sans que cela ait un impact sur le Prix d'Offre par Action :

- en indemnisation de tout préjudice direct et certain subi par l'Initiateur et/ou une entité du groupe APRIL et qui serait la conséquence d'un fait ou événement qui constituerait une inexactitude de certaines des déclarations consenties par Evolem au titre du Contrat d'Acquisition Evolem. L'indemnisation de ce préjudice sera versée par Evolem à l'Initiateur à titre de réduction du prix d'achat des actions cédées dans le cadre du Contrat d'Acquisition Evolem ;
- en indemnisation du montant de toute perte qui serait la conséquence de la procédure fiscale Axeria Re, ou de toute procédure fiscale subséquente, étant précisé qu'à ce titre un montant de 18.903.236 euros a d'ores et déjà été versé par Evolem à l'Initiateur suivant la conclusion d'un accord transactionnel avec l'administration fiscale française le 10 décembre 2019⁶.

⁵ « Sur la base d'un nombre total de 41.041.461 Actions représentant 41.120.231 droits de vote théoriques au sens de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF le 14 juin 2019. »

⁶ « Cf Communiqué de Presse April – 10 décembre 2019 »



c) *Prise de participation d'Evolem au capital d'Andromeda Holding*

A la date de la Note d'Information, Evolem détient :

- (i) 2.050.681 actions ordinaires⁷ représentant à la date de la Note d'Information 0,92% du capital d'Andromeda Holding ;*
- (ii) 22.088.235 obligations⁸ représentant, à la date de la Note d'Information, 12,11% des obligations émises par Andromeda Holding (les « Obligations ») ; les Obligations portent intérêts à un taux annuel de 9%, capitalisés annuellement. Leur remboursement en capital et en intérêts est subordonné au remboursement de la dette d'acquisition. Ce remboursement interviendra au dixième anniversaire de la date d'émission des Obligations, ou, si la dette d'acquisition n'est pas encore entièrement remboursée à cette date, six mois après le remboursement total de la dette d'acquisition ;*
- (iii) 68.251 actions de préférence de catégorie 1⁹ à rendement préférentiel cumulatif annuel de 9% et rachetables à l'initiative exclusive d'Andromeda Holding (les « ADP1 »), représentant à la date de la Note d'Information 0.03% du capital d'Andromeda Holding ; et*
- (iv) 20.105.805 actions de préférence de catégorie 3¹⁰ à rendement préférentiel cumulatif annuel de 9% (les « ADP3 ») représentant à la date de la Note d'Information 9,07% du capital d'Andromeda Holding.*

Les investissements d'Evolem visés ci-dessus ont été structurés afin de s'assurer qu'Evolem ne bénéficie d'aucun complément de prix de quelque nature que ce soit par rapport au prix de l'OPAS et au Prix d'Offre par Action, et de manière pari passu avec Financiere Andromeda au regard de ses investissements directs et indirects, en fonds propres et quasi fonds propres. »

⁷ « Suite à la conversion, dans le cadre de la mise en place du mécanisme d'intéressement des Managers, de 90,74% des 22.156.486 actions ordinaires souscrites les 13 juin 2019 et 4 février 2020 pour un montant total de 22.156.486 euros. »

⁸ « Souscrites le 13 juin 2019 pour un montant de 22.088.235 euros. »

⁹ « Souscrites le 4 février 2019 pour un montant de 68.251 euros. »

¹⁰ « Souscrites le 23 avril 2020 dans le cadre de la mise en place du mécanisme d'intéressement des Managers, par conversion de 90,74% des 22.156.486 actions ordinaires souscrites les 13 juin 2019 et 4 février 2020 pour un montant total de 22.156.486 euros. »



1.7.2 Contrat d'Acquisition PERSEE

«

a) *Actions transférées au titre du Contrat d'Acquisition Persée*

Le 30 décembre 2019, l'Initiateur et Andromeda Holding ont conclu avec Persée Participations un contrat de cession (le « Contrat d'Acquisition Persée ») en vue de la cession par Persée Participations à l'Initiateur de la totalité des 4.178.649 Actions détenues par Persée Participations, auxquelles sont attachés 4.178.649 droits de vote. Les Actions ainsi cédées par Persée Participations à l'Initiateur le 31 décembre 2019 représentent 10,18% du capital social et 10,18% des droits de vote théoriques¹¹ de la Société.

b) *Absence de condition suspensive*

Le Contrat d'Acquisition Persée ne prévoyait aucune condition suspensive.

c) *Prix, cession de dette et absence d'ajustement de prix*

Le prix d'achat par Action cédée au titre du Contrat d'Acquisition Persée (le « Prix d'Achat du Bloc Persée ») s'élève à 22 euros, soit un total de 91.930.278 euros.

Ce prix a fait l'objet pour partie d'un paiement en numéraire à hauteur de 61.500.000 euros et pour le solde de la constatation d'une créance de prix d'un montant de 30.430.278 euros (la « Créance de Prix ») au profit de Persée Participations à l'encontre de l'Initiateur et immédiatement cédée à Andromeda Holding.

Le Contrat d'Acquisition Persée ne contient aucun mécanisme d'ajustement de prix ni aucun complément de prix de quelque nature que ce soit au bénéfice de Persée Participations, ni aucun prix de sortie garanti au bénéfice de Persée Participations.

d) *Prise de participation de Persée Participations au capital d'Andromeda Holding*

Le 9 janvier 2020, par compensation avec la Créance de Prix, Persée Participations a souscrit à une augmentation de capital d'Andromeda Holding en numéraire sur la base du Prix d'Offre par Action, à hauteur de 19.199.620 euros, de manière pari passu avec Financière Andromeda et Evolem.

A la date de la Note d'Information, Persée Participations détient :

- (i) 888.505 actions ordinaires¹² représentant à la date de la Note d'Information 0,40% du capital d'Andromeda Holding ;*

¹¹ « Sur la base d'un capital composé de 41.041.461 actions représentant au plus 41.060.632 droits de vote, en application du 2ème alinéa de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF. »

¹² « Suite à la conversion, dans le cadre de la mise en place du mécanisme d'intéressement des Managers, de 90,74% des 9.599.810 actions ordinaires qui ont été souscrites le 9 janvier 2020, pour un montant de 9.599.810 euros. »

(iii) 9.599.810 ADP1¹³, représentant à la date de la Note d'Information 4,33% du capital d'Andromeda Holding ; et

(iv) 8.711.305 ADP3¹⁴ représentant à la date de la Note d'Information 3,93% du capital d'Andromeda Holding.

Il est par ailleurs précisé qu'afin de financer l'acquisition des Actions détenues par Persée Participations, cette dernière a consenti à Andromeda Holding un crédit vendeur d'un montant de 11.230.658 euros. Ce crédit vendeur est matérialisé par 11.230.658 actions de préférence de catégorie 2 sans droit de vote souscrites à leur valeur nominale d'un euro (les « ADP2 ») émises par Andromeda Holding sur la base du Prix d'Offre par Action. Ces ADP2 seront rachetables en tout ou en partie, à l'initiative exclusive d'Andromeda Holding, à compter du 9 janvier 2021, étant précisé que dans cette hypothèse le prix de rachat est déterminé en actualisant à un taux annuel de 4,25% la valeur des ADP2 à l'échéance du 9 juillet 2029. Les ADP2 sont subordonnées notamment aux ADP1, et sont rémunérées à un taux annuel de 13,5%. À la date de la Note d'Information, les ADP2 représentent 5,06% du capital d'Andromeda Holding et 0% des droits de vote.

Les investissements de Persée Participations visés ci-dessus ont été structurés afin de s'assurer que Persée Participations ne bénéficie d'aucun complément de prix de quelque nature que ce soit par rapport au Prix d'Offre par Action, et de manière pari passu (hors ADP2) avec Financiere Andromeda au regard de ses investissements directs et indirects, en fonds propres et quasi fonds propres. Les investissements de Persée Participations ne font par ailleurs ressortir aucun prix de sortie garanti au bénéfice de Persée Participations.

Au 9 janvier 2020, suite à cet investissement de Persée Participations, le capital social et les droits de vote d'Andromeda Holding étaient répartis comme suit :

	Titres Pari Passu			ADP2*		Total capital	% capital	Total Droits de vote	% droits de vote
	Actions Ordinaires	Obligations	ADP1	Nombre d'Actions	Nombre de droits de vote				
	Nombre d'Actions et de droits de vote	Nombre d'Obligations	Nombre d'Actions et de droits de vote						
Financiere Andromeda	160.308.151	160.308.141	0	0	0	160.308.151	75,32%	160.308.151	79,52%
Evolem	22.088.235	22.088.235	0	0	0	22.088.235	10,38%	22.088.235	10,96%
Persée Participations	9.599.810	0	9.599.810	11.230.658*	0	30.430.278	14,30%	19.199.620	9,52%
TOTAL	191.996.196	182.396.376	9.599.810	11.230.658	0	212.826.664	100,00%	201.596.006	100,00%

* Actions sans droit de vote

»

¹³ « Souscrites le 9 janvier 2020 pour un montant de 9.599.810 euros. »

¹⁴ « Souscrites le 23 avril 2020 dans le cadre de la mise en place du mécanisme d'intéressement des Managers, par conversion de 90,74% des 9.599.810 actions ordinaires souscrites le 9 janvier 2020 pour un montant total de 9.599.810 euros. »



1.7.3 Pacte d'associés avec EVOLEM et PERSEE PARTICIPATIONS

« À la date du projet de note d'information, Evolem détient 10,02% du capital et 10,56% des droits de vote, et Persée Participations 13,72% du capital et 9,12% des droits de vote d'Andromeda Holding, laquelle détient 100% du capital et des droits de vote de l'Initiateur.

Persée Participations, Evolem et Financiere Andromeda ont conclu le 30 décembre 2019, un avenant modifiant à compter du 9 janvier 2020 le pacte d'associés initialement conclu le 13 juin 2019 entre Financiere Andromeda et Evolem pour une durée de quinze années, suite à l'investissement de Persée Participations au capital d'Andromeda Holding (le « Pacte d'Associés »). Un second avenant au Pacte d'Associés a été conclu le 23 avril 2020, dans le cadre de la mise en place de l'investissement des Managers [décrit ci-après].


Le Pacte d'Associés est non concertant. Ses stipulations ne contiennent aucune clause assimilable à un complément de prix ou susceptible de remettre en cause la pertinence du Prix d'Offre par Action ou l'égalité de traitement des actionnaires minoritaires de la Société, et ne font apparaître aucun prix de sortie garanti que ce soit pour Evolem ou pour Persée Participations.

Le Pacte d'Associés a pour objet principal d'organiser les règles particulières s'appliquant entre les associés d'Andromeda Holding en vertu des principales clauses suivantes :

a) Règles applicables aux transferts de titres

Le Pacte d'Associés prévoit les principales stipulations suivantes s'appliquant au transfert des titres d'Andromeda Holding :

- une inaliénabilité temporaire des titres détenus par Evolem et Persée Participations pour une durée de deux ans à compter, respectivement, de la date de l'Acquisition du Bloc Evolem et de la date de l'Acquisition du Bloc Persée ; à l'issue de chacune de ces périodes d'inaliénabilité temporaire, Financiere Andromeda bénéficiera d'un droit de première offre préalablement à l'organisation de toute procédure de cession de ses titres par Evolem ou Persée Participations ;
- un droit de cession conjointe totale au profit d'Evolem et de Persée Participations en cas de transfert de titres par Financiere Andromeda résultant en un changement de contrôle d'Andromeda Holding ;
- un droit de cession conjointe proportionnelle au profit d'Evolem et de Persée Participations en cas de transfert de titres par Financiere Andromeda ne résultant pas en un changement de contrôle d'Andromeda Holding ;
- un droit de cession forcée au profit de Financiere Andromeda en cas d'offre d'acquisition acceptée par Financiere Andromeda et résultant en un changement de contrôle d'Andromeda Holding ;
- une promesse de vente consentie par Persée Participations au profit de Financiere Andromeda et d'Evolem portant sur certaines ADP2 détenues par Persée Participations ;
- certains cas de transferts libres ; et

- 
- une clause d'anti-dilution permettant aux parties au Pacte d'Associés de maintenir leurs participations respectives au capital d'Andromeda Holding.

b) Règles spécifiques applicables à la gouvernance d'Andromeda Holding

Andromeda Holding est représentée à l'égard des tiers par son Président au sens de l'article L.227-6 du Code de commerce. Le Président dirige Andromeda Holding sous le contrôle et la supervision d'un conseil de surveillance (le « Conseil de Surveillance »). Certaines décisions importantes ne peuvent être prises sans l'approbation préalable du Conseil de Surveillance. En tant qu'investisseur minoritaire, Evolem dispose de droits de veto limités ayant vocation à protéger son investissement minoritaire. En revanche, Persée Participations ne dispose d'aucun droit de veto.

Les membres du Conseil de Surveillance sont désignés par décision collective des associés de la Société comme suit :

- (i) un (1) membre du Conseil de Surveillance est désigné sur proposition d'Evolem (le « Représentant d'Evolem »);
- (ii) un (1) membre du Conseil de Surveillance est désigné sur proposition de Persée Participations (le « Représentant de Persée »), et
- (iii) tous les membres du Conseil de Surveillance, autres que le Représentant d'Evolem et le Représentant de Persée, sont désignés sur proposition de Financiere Andromeda.

Le Pacte d'Associés prévoit certaines stipulations permettant de neutraliser les éventuels conflits d'intérêts du Représentant de Persée.

c) Règles spécifiques applicables à la gouvernance d'APRIL

Un représentant d'Evolem est désigné en qualité de membre du Conseil d'administration de la Société.

Le Conseil d'administration de la Société a nommé, à titre honorifique, M. Bruno Rousset en tant que président d'honneur pour une durée devant expirer lors de l'assemblée générale appelée à statuer en 2022 sur les comptes de l'exercice clos le 31 décembre 2021. »

1.7.4 Investissement des Managers

« Comme annoncé dans la note d'information publiée dans le cadre de l'OPAS et dans le projet de Note d'Information, certains cadres supérieurs du groupe APRIL (les « Managers ») regroupés pour certains dans une société ad hoc nouvellement constituée (la « Société des Managers ») ont souscrit à un mécanisme d'intéressement au capital d'Andromeda Holding postérieurement au dépôt du projet de Note d'Information, le 23 avril 2020.

Ce mécanisme d'intéressement, dont le retour est aléatoire, ne contient aucun mécanisme ou arrangement assimilable à un complément de prix ou susceptible de remettre en cause la pertinence du Prix d'Offre par Action ou l'égalité de traitement des actionnaires minoritaires de la Société, et ne fait apparaître aucun prix de sortie garanti pour aucun Manager.



Ce mécanisme d'intéressement prend la forme d'actions ordinaires et d'actions de préférence de deux catégories offrant, d'une part, un retour fixe (les ADP3) et, d'autre part, un retour variable en fonction des performances financières de l'investissement réalisé (les actions de préférence de catégorie 4, ou « ADP4 »). L'investissement a été réalisé par certains Managers et par la Société des Managers, (i) pour partie par souscription en numéraire à hauteur d'environ 2% des fonds propres et quasi fonds propres d'Andromeda Holding¹⁵, et (ii) pour le solde par attribution gratuite d'actions à hauteur d'environ 1% des fonds propres et quasi fonds propres d'Andromeda Holding. Cet investissement a été effectué exclusivement en numéraire, les Managers n'ayant apporté ni cédé aucune Action dans ce cadre.

Dans le cadre de ce mécanisme d'intéressement, des pactes ont été conclus entre la Société des Managers ainsi que les Managers qui ont investi directement dans Andromeda Holding d'une part, et Financiere Andromeda d'autre part (les « Pactes Managers »), avec pour objet principal d'organiser les règles particulières s'appliquant aux transferts de titres d'Andromeda Holding et de la Société des Managers en vertu des principales clauses suivantes :

- (i) une inaliénabilité temporaire des titres détenus par les Managers et par la Société des Managers pour une durée de dix ans ; à l'issue de cette période d'inaliénabilité temporaire, les Managers et Financiere Andromeda bénéficieront d'un droit de préemption préalablement à l'organisation de toute procédure de cession de ses titres par un Manager ou par la Société des Managers ;*
- (ii) un droit de cession conjointe totale au profit des Managers ayant investi directement dans Andromeda Holding et de la Société des Managers en cas de transfert de titres par Financiere Andromeda résultant en un changement de contrôle d'Andromeda Holding ;*
- (iii) un droit de cession conjointe proportionnelle au profit des Managers ayant investi directement dans Andromeda Holding et de la Société des Managers en cas de transfert de titres par Financiere Andromeda ne résultant pas en un changement de contrôle d'Andromeda Holding ;*
- (iv) un droit de cession forcée au profit de Financiere Andromeda en cas d'offre d'acquisition acceptée par Financiere Andromeda et résultant en un changement de contrôle d'Andromeda Holding ;*
- (v) certains cas de transferts libres ; et*
- (vi) une clause d'anti-dilution permettant aux parties aux Pactes Managers de maintenir leurs participations respectives au capital d'Andromeda Holding.*

Certains Managers ont par ailleurs consenti à Financiere Andromeda des promesses de vente, notamment exerçables dans un délai de six mois suivant la cessation, par le Manager concerné, des fonctions qu'il exerce au sein du groupe, pour un prix d'exercice de la promesse de vente variant en fonction des hypothèses de départ.

¹⁵ « Sur une base entièrement diluée, correspondant à 3,97% du capital non dilué à la date des présentes [...] »



En cas de décès ou d'invalidité permanente, chaque Manager (ou ses ayants droit) bénéficie d'une promesse d'achat de la totalité de ses titres consentie par Financiere Andromeda. A l'exception du cas particulier de décès ou d'invalidité permanente, les Managers ne bénéficient d'aucune garantie de liquidité de leur investissement ni d'aucune condition de prix de sortie garantie.

Certains des Managers sont tenus par des engagements d'exclusivité, de non-sollicitation et de non-concurrence pendant la durée des fonctions qu'ils exercent au sein du groupe, et pour une durée de 18 mois à compter de la date de leur départ.

Par ailleurs, les Managers ont souscrit aux accords de liquidité [décrits ci-après] pour la totalité des 56.170 Actions gratuites dont ils sont titulaires.

Dans le cadre de la mise en place du mécanisme d'intéressement des Managers, Financiere Andromeda, Evolem et Persée Participations ont chacun converti 90,74% de leurs actions ordinaires en ADP3. »

1.7.5 Accords de liquidité

« Lors de l'OPAS, l'Initiateur a proposé aux titulaires d'Actions gratuites [...] de souscrire à des accords de liquidité prévoyant notamment, sous certaines conditions, à l'expiration de la période d'indisponibilité fiscale des Actions gratuites, à savoir le 1er avril 2021¹⁶ (la « Date de Disponibilité »), (i) l'engagement ferme et irrévocable du titulaire concerné de céder la totalité de ses Actions gratuites (la « Promesse de Vente ») et (ii) l'engagement ferme et irrévocable de l'Initiateur de les acquérir (la « Promesse d'Achat »). La Promesse de Vente et la Promesse d'Achat sont ci-après collectivement dénommées les « Promesses » et individuellement une « Promesse ».

Pour chaque Action gratuite, la Promesse de Vente sera exerçable par l'Initiateur pendant une période de trois mois à compter de la Date de Disponibilité (la « Période d'Exercice de la Promesse de Vente »). La Promesse d'Achat sera exerçable pendant une période de trois mois à compter de la date d'expiration de la Période d'Exercice de la Promesse de Vente uniquement si l'Initiateur n'a pas exercé la Promesse de Vente à l'issue de la Période d'Exercice de la Promesse de Vente.

En cas d'exercice d'une Promesse, le prix d'exercice par Action sous Promesse correspondra au prix par Action proposé dans le cadre de l'OPAS, indexé sur la performance de la Société¹⁷, étant précisé qu'il ne pourra être (i) ni supérieur à 105% du prix par Action proposé dans le cadre de l'OPAS, (ii) ni inférieur à 85% du prix par Action proposé dans le cadre de l'OPAS.

Les accords de liquidité ne contiennent aucune clause de complément de prix ou assimilable à un complément de prix.

Dans le cadre du Retrait Obligatoire, les Actions gratuites faisant l'objet des accords de liquidité décrits ci-dessus seront assimilées aux Actions détenues par l'Initiateur conformément à l'article L.233-9 I, 4° du Code de commerce, et ne seront pas visées par ledit Retrait Obligatoire (mais seront cédées à terme à l'Initiateur en application des Promesses). »

¹⁶ « Pour la totalité des Actions gratuites, la période d'indisponibilité fiscale expire le 1er avril 2021. »

¹⁷ « Ainsi, à la date de l'OPAS, le prix d'exercice des promesses serait identique au prix de l'OPAS par Action. »



1.7.6 Syndication de la dette bancaire de l'Initiateur

« La dette bancaire de l'Initiateur a été syndiquée par le pool bancaire dans le courant du mois de janvier 2020, et à cette occasion, Persée Participations a souscrit à hauteur de 40.000.000 euros à cette dette bancaire¹⁸ dans les mêmes termes et conditions que les autres membres de la syndication. »

1.7.7 Engagements d'apport à l'Offre Publique de Retrait

« Il n'existe pas d'engagements d'apport à l'Offre Publique de Retrait. »

¹⁸ « Sur un total de 553.815.929,16 euros »



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 ;
- Analyser les risques et opportunités identifiés susceptibles d'affecter la valorisation d'APRIL ;
- Analyser les comptes et le plan d'affaires du groupe APRIL, identifier les hypothèses clés considérées et apprécier leur pertinence ;
- Examiner les transactions intervenues précédemment sur le capital de la société APRIL, et notamment les acquisitions hors marché, par ANDROMEDA INVESTISSEMENTS, de blocs d'actions, intervenues le 13 juin 2019 (bloc EVOLEM) et le 31 décembre 2019 (bloc PERSEE PARTICIPATIONS) ainsi que l'OPAS initiée en juillet 2019 ;
- Procéder à l'évaluation multicritères du groupe APRIL et à des analyses de sensibilité sur les hypothèses structurantes de valorisation ;
- Procéder à une revue critique du rapport d'évaluation préparé par les établissements présentateurs de l'Offre ;
- Analyser les accords et opérations connexes susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix ;
- Etablir un rapport présenté sous forme d'une attestation d'équité exposant les travaux d'évaluation des actions APRIL 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 basent 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.

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 de DEUTSCHE BANK, LAZARD FRERES BANQUE et NATIXIS 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 des établissements présentateurs.

Une revue qualité a été effectuée par Monsieur Olivier COURAU, Associé du cabinet, qui n'est pas intervenu sur le dossier.



4 Présentation du secteur et des activités de la société APRIL

Le groupe APRIL exerce une activité prépondérante de courtier en assurance (90% de la marge brute du Groupe en 2019) et a développé des activités d'assurance en support au courtage. Dans ces conditions, et comme nous y reviendrons par la suite avec la présentation de la Société, son activité est très largement conditionnée par le courtage, dont les caractéristiques et tendances sont examinées dans la présente section.

La présentation qui suit résulte notamment de l'étude XERFI « *Le courtage d'assurances* » d'octobre 2019, du document de référence 2018 d'APRIL, du rapport financier 2019 d'APRIL ainsi que du rapport de la Fédération Française de l'Assurance (ci-après « FFA ») « *L'assurance française – données clés 2018* ».

4.1 Présentation du marché du courtage d'assurances

Présentation générale

Les courtiers en assurances sont des intermédiaires entre les assureurs et concepteurs de contrats d'assurance et les assurés. Positionnés principalement sur le secteur des dommages (notamment les dommages aux biens des entreprises) et de la *santé prévoyance*. Les principaux acteurs intervenant sur le marché du courtage sont les suivants¹⁹ :

- Les courtiers généralistes, dont des filiales de grandes sociétés de courtage anglo-saxons, spécialisés sur le segment des entreprises (GRAS SAVOYE, MARSH FRANCE, AON FRANCE, SIACI SAINT HONORE, etc.) ;
- Les courtiers grossistes spécialisés sur une clientèle de particuliers et de TPE/PME (APRIL, SFAM, SOLLY AZAR, ALPTIS, etc.) ;
- Les spécialistes d'un segment de marché ou d'une fonction en particulier (HENNER dans la santé, SPB sur le segment de l'assurance affinitaire, etc.).

En France, les courtiers représentent le troisième circuit de distribution de contrats en assurance dommages avec une part de marché d'environ 17%²⁰, derrière les agents généraux et les mutuelles sans intermédiaires.

Aujourd'hui, les courtiers grossistes, dont fait partie APRIL, se positionnent sur l'ensemble de la chaîne de valeur de l'assurance. Ils conçoivent eux-mêmes leurs offres, puis les placent auprès d'assureurs tiers qui en portent les risques, et assurent par la suite les opérations de gestion administrative et commerciale. Ils ont vu leur poids sur le marché du courtage en assurance progresser ces dernières décennies en développant et en commercialisant des produits plus adaptés que les solutions proposées dans les contrats standards d'assurance.

¹⁹ GRAS SAVOYE, SIACI SAINT HONORE, SFAM, SOLLY AZAR, ALPTIS, HENNER et SPB sont des sociétés non cotées.

²⁰ XERFI « *Le courtage d'assurances* » - octobre 2019



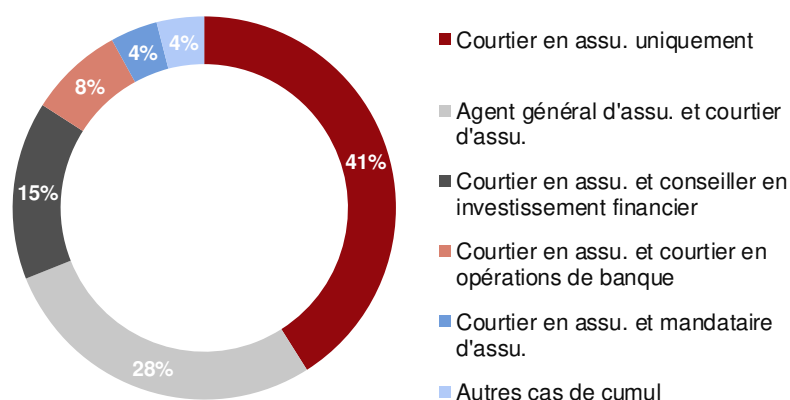
Champs d'intervention des courtiers en assurance

L'activité première du courtier en assurance est de réaliser des missions d'intermédiation entre son client (entreprise ou particulier) et les compagnies d'assurance. Dans ce cadre, il participe à l'élaboration des contrats puis à la vérification de leur bonne application par les signataires. Il se doit également de répondre aux demandes d'information émanant des compagnies d'assurance. La prise en charge de la gestion des contrats ainsi que celle des sinistres peuvent aussi être intégrées dans le champ d'intervention des courtiers en assurance.

Cette position d'intermédiaire permet aux courtiers d'être proches à la fois de leurs clients et des compagnies d'assurance.

On constate également depuis plusieurs années que la concurrence accrue dans le secteur a poussé nombre de courtiers en assurance à élargir leur domaine d'activité vers le conseil en gestion des risques (cartographie des risques, prévention, organisation, etc.), la conception de produits sur mesure, l'audit des programmes d'assurances dans le cadre de fusions-acquisitions, ou encore le montage de captives²¹ pour les sociétés clientes.

Focus sur le cumul des activités des courtiers



Source : Xerfi, données 2018

²¹ Une captive d'assurance est une compagnie d'assurance ou de réassurance détenue par une entreprise ou un groupe industriel. Son rôle est d'assurer les risques opérationnels de sa société mère en les mutualisant entre ses différentes filiales.



Mode de rémunération des courtiers en assurance

Les courtiers en assurance génèrent leurs revenus à travers les modes de rémunération suivants :

- Les commissions versées par les assureurs et déterminées en fonction d'un taux qui varie selon les risques couverts notamment ;
- Les honoraires générés par les prestations d'audit et de conseil ou lors de la mise en place de contrats d'assurance ;
- Les ventes de produits financiers.

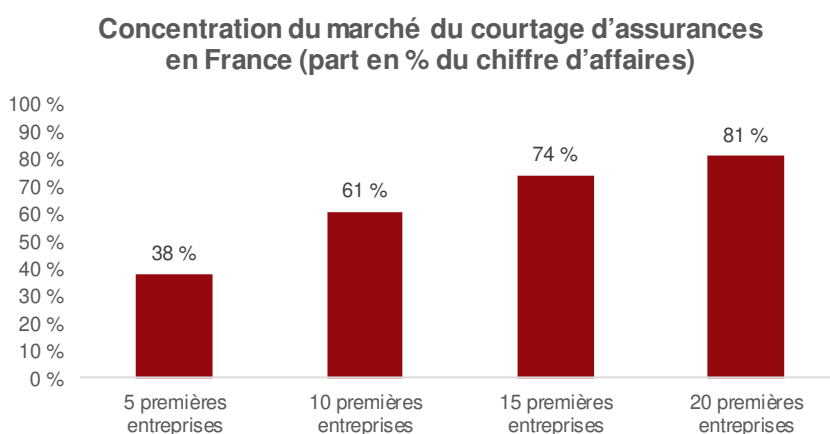
Les commissions représentent le mode de rémunération le plus fréquent pour les courtiers, étant précisé que la part des honoraires dans le chiffre d'affaires des grands cabinets de courtage ainsi que ceux intervenant pour une clientèle de grands comptes tend à augmenter.

Enfin, et comme nous le verrons ci-après, l'intensité concurrentielle tire le prix des prestations de courtage vers le bas incitant les acteurs à se diversifier pour préserver leurs marges en proposant des prestations à plus forte valeur ajoutée comme le conseil ou les services actuariels ou en s'orientant d'avantage vers des marchés de niche avec des taux de commission plus élevés comme les loyers impayés, les animaux de compagnie, les assurances pour expatriés, etc.

Caractéristiques sectorielles

Un marché à forte intensité concurrentielle

Le marché français du courtage en assurance se caractérise par une importante concentration des acteurs et une forte intensité concurrentielle. En 2018, les cinq principaux courtiers (APRIL, GRAS SAVOYE, SFAM, SIACI SAINT HONORE et MMC) ont représenté 38% du chiffre d'affaires réalisé par les 100 premières entreprises de courtage en assurance en France, soit 2,3 Mds €.



Source : Xerfi



Cette concentration est illustrée par les récents mouvements de consolidation intervenus sur le marché français depuis début 2019 :

- Janvier 2019 : acquisition du courtier en ligne ASSURONE par le groupe PREVOIR ;
- Mars 2019 : acquisition du courtier XYLASSUR par le groupe DIOT ;
- Mars 2019 : acquisition du courtier en crédit immobilier FLG FINANCES par ARTEMIS COURTAGE ;
- Juillet 2019 : finalisation de l'acquisition du courtier d'assurances ADDING par SIACI SAINT HONORE ;
- Juillet 2019 : acquisition du courtier OVATIO par AON FRANCE.

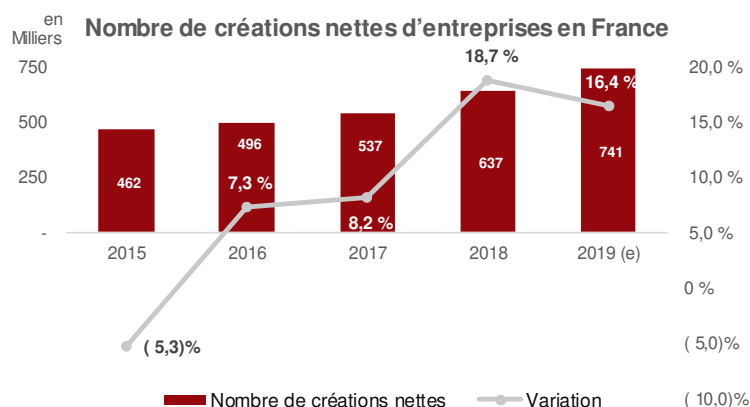
L'âge moyen des professionnels étant de 55 ans, ces mouvements de consolidation devraient se poursuivre dans les années à venir du fait des départs à la retraite de nombreux courtiers.

APRIL est le leader du marché de courtage en France tous opérateurs confondus. Cependant, les grands groupes généralistes sont les acteurs ayant le plus de poids dans le marché français du courtage d'assurances. En 2018, selon le panel XERFI, 6 généralistes figuraient dans le classement des 10 premiers courtiers en France.

Les déterminants du marché du courtage en assurance

L'environnement macro-économique

Les entreprises constituent le principal segment de clientèle des courtiers en assurances et ont représenté en 2018, 60% du chiffre d'affaires des 100 premiers courtiers du marché français. La progression du nombre de créations d'entreprises en 2019 (+16,4% de créations nettes par rapport à 2018 selon l'INSEE) a ainsi eu un impact positif sur l'activité des courtiers.



Sources : Xerfi, analyses Finexsi

Créations nettes = Créations - Défaillances



Cependant, le comportement des clients professionnels est dicté par le contexte macro-économique. Lorsqu'elles sont confrontées à une conjoncture difficile (tensions sur l'activité, baisse des marges, etc.), les entreprises cherchent à réduire leurs coûts, ce qui les incite notamment à renégocier leurs contrats d'assurance pour en diminuer le montant des cotisations. A l'inverse, lorsque l'environnement économique est plus favorable, les entreprises ont tendance à accroître leur niveau de couverture, ce qui entraîne une hausse de la demande adressée aux courtiers.

Dans ces conditions, la crise sanitaire liée au Covid-19, devrait impacter significativement l'environnement macro-économique mondial et avoir notamment des répercussions importantes sur l'activité des courtiers en 2020 et 2021.

En effet, ces répercussions pourraient se matérialiser

- d'une part dans la hausse de la sinistralité affectant les résultats des sociétés d'assurance et par effet de ricochet dans la mise en œuvre par les assureurs de restrictions budgétaires, ce qui pourrait provoquer un moindre recours aux services de courtage,
- et d'autre part dans une pression à la baisse des tarifs pratiqués par les courtiers, lesquels seraient contraints de baisser leurs commissions pour maintenir leur compétitivité en période de crise et de récession.

Il est toutefois encore trop tôt pour mesurer les effets négatifs de la crise sanitaire sur l'économie en général, et sur l'activité des courtiers en particulier. Le contexte actuel demeure particulièrement incertain.

Néanmoins, depuis le début de la crise, un important ralentissement est à noter dans les transactions immobilières ce qui fait subir un risque significatif sur les activités d'assurance emprunteur.

Les marchés de l'assurance dommage et de l'assurance des personnes²²

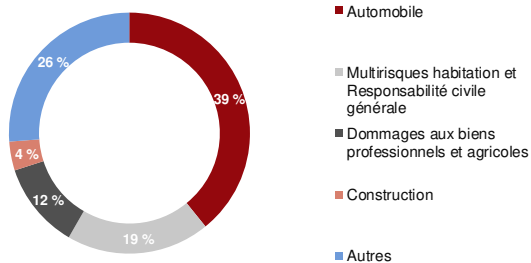
En plus du contexte macro-économique, le chiffre d'affaires des courtiers est corrélé aux évolutions des marchés de l'assurance dommage d'une part et, de l'assurance des personnes d'autre part.

Les cotisations perçues au titre de l'assurance dommage ont progressé de 2% en 2019 pour atteindre 57,2 Mds €. Cette croissance est soutenue non seulement par les revalorisations tarifaires pratiquées par les assureurs dans le segment de l'automobile et de l'habitation mais aussi par l'augmentation du nombre de création d'entreprises qui a entraîné une hausse des cotisations sur le segment des dommages liés aux biens des professionnels. Cette évolution favorable pourrait toutefois s'inverser en 2020 et en 2021 du fait de la crise sanitaire qui devrait entraîner une baisse des créations d'entreprise et une augmentation significative du nombre de défaillances dans les mois à venir, notamment sur la clientèle adressée par APRIL.

²² L'assurance des personnes inclut les segments de l'assurance-vie et de la *santé prévoyance*. APRIL n'ayant pas d'activité sur le segment de l'assurance-vie, nous présenterons uniquement celui de la *santé prévoyance*.

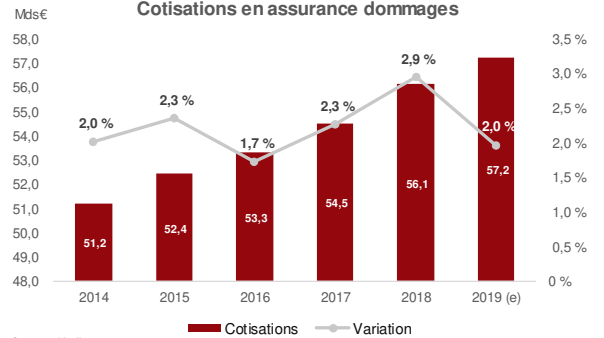


Ventilation du marché de l'assurance dommages par type de contrats



Source : Xerfi, données 2018

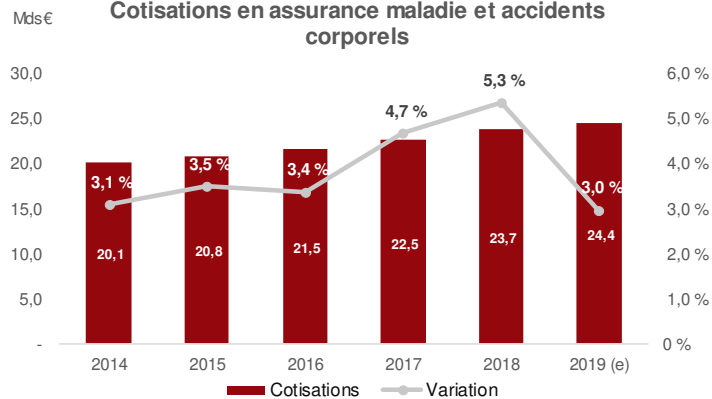
Cotisations en assurance dommages



Source : Xerfi

En 2019, le marché de l'assurance des personnes a représenté 168,3 Mds €, répartis entre l'assurance-vie (environ 85,5% des cotisations) et l'assurance maladie et accidents corporels (environ 14,5%). Les cotisations perçues au titre de l'assurance maladie et accidents corporels, marché sur lequel intervient APRIL, ont progressé de plus de 3% cette même année pour atteindre 24,4 Mds €.

Cotisations en assurance maladie et accidents corporels



Source : Xerfi

En 2020, le segment de l'assurance santé pourrait être porté par la réforme « 100% Santé » qui pourrait inciter les assureurs à effectuer des revalorisations tarifaires afin de compenser les coûts liés au remboursement intégral des soins.



La réglementation

Le courtage et l'assurance sont des marchés très réglementés. D'importantes évolutions réglementaires sont intervenues ces dernières années, dont notamment :

- L'Accord National Interprofessionnel (ANI) signé en 2013 par les partenaires sociaux a introduit la portabilité de la mutuelle pour les salariés ainsi que la généralisation de la couverture santé collective, permettant à tous les salariés du secteur privé de bénéficier, à partir de 2016, d'une complémentaire santé collective. Cet accord a ainsi engendré une évolution structurelle du marché en permettant le transfert des assurances individuelles vers les assurances collectives. L'ANI a néanmoins eu un effet moins important que prévu puisque le marché de la santé individuelle représentait toujours 52% des cotisations en 2018 principalement dû au fait que :
 - Les personnes ayant une activité réduite sont dispensées d'affiliation ;
 - Les assurés gardent leurs assurances individuelles en complément de la collective.
- La directive Solvabilité II : entrée en vigueur depuis le 1^{er} janvier 2016, cette réforme réglementaire européenne vise à augmenter la solvabilité des assureurs afin qu'ils respectent leurs engagements de long terme vis-à-vis de leurs clients en :
 - augmentant les exigences de fonds propres (Pilier I) ;
 - renforçant les processus de contrôle interne et de surveillance par les autorités (Pilier II) ;
 - harmonisant les informations et données communiquées aux assurés et aux marchés financiers (Pilier III).
- La loi Bourquin : elle a été adoptée à la suite des lois Lagarde de juillet 2010 (création de la délégation d'assurance de prêt) et Hamon de mars 2014 (possibilité pour les assurés de changer d'assurance emprunteur dans les 12 mois suivant la signature du prêt). Entrée en vigueur depuis le 22 février 2017 pour les nouvelles souscriptions assurance-emprunteur et depuis le 1^{er} janvier 2018 pour les contrats souscrits antérieurement, elle donne la possibilité aux emprunteurs de résilier leur assurance de prêt immobilier à chaque date d'anniversaire du contrat.
- La Directive sur la Distribution d'Assurances (DDA) proposée à la suite de la crise financière de 2008 et entrée en application le 1^{er} janvier 2018 : la DDA vise à protéger les consommateurs et fixe les règles de distributions des produits d'assurance.

Cette directive définit les obligations de transparence et de conseil qui incombent aux professionnels vis-à-vis de leurs clients. Elle les incite aussi à mettre en œuvre de nouvelles procédures pour la mise sur le marché de nouveaux produits.



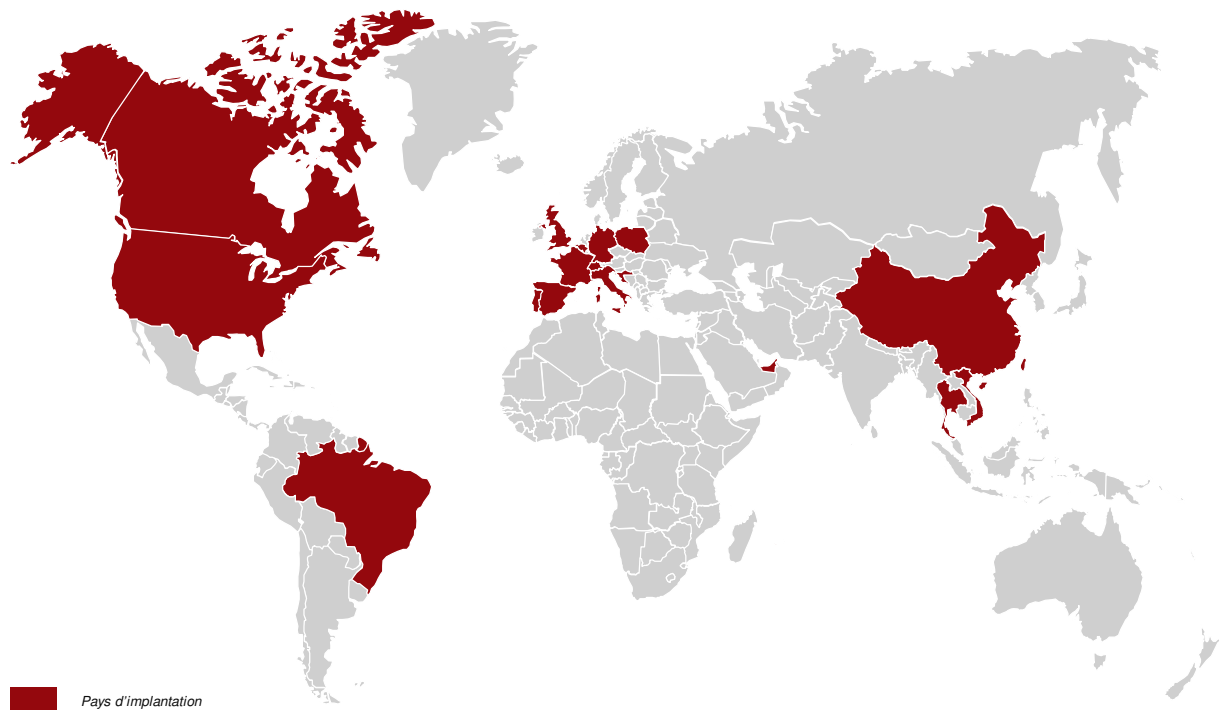
- Le RGPD entré en vigueur le 25 mai 2018 : ce dispositif a pour objectif la protection des données des utilisateur par la mise en place de nouveaux outils de mise en conformité dont la tenue d'un registre des traitements mis en œuvre ou encore la notification de failles de sécurité dans les 72h aux autorités et personnes concernées. Par ailleurs, ce règlement a incité les acteurs du secteur à désigner des personnes référentes ou *data protection officer*.
- La loi 100% Santé dont le déploiement a débuté le 1^{er} janvier 2019 et qui se poursuit graduellement jusqu'en 2021. Cette loi prévoit le remboursement intégral, par la sécurité sociale et les complémentaires santé, des lunettes de vue ainsi que d'équipements de soins auditifs et des prothèses dentaires. Cette loi pourrait inciter les assureurs à augmenter le montant de leurs cotisations et donc impacter à la hausse les primes d'assurances santé perçues par les courtiers ;
- Le projet de réforme sur l'autorégulation du courtage dans le cadre de la loi Pacte : son rôle sera d'obliger les intermédiaires d'assurance à adhérer à une organisation professionnelle afin de garantir le respect de la réglementation par tous les acteurs du marché. L'entrée en vigueur de cette réforme n'est pas prévue avant janvier 2021.

4.2 Présentation de la société APRIL

Présentation générale de la Société

APRIL est un groupe international spécialisé dans la conception, la gestion et la distribution de solutions et de prestations d'assurance pour les particuliers et les professionnels. Ses activités sont organisées autour de deux segments : l'assurance des personnes, qui inclut son activité historique en *santé prévoyance*, et l'assurance de bien et responsabilité qui regroupe l'assurance dommage et l'assistance et protection juridique. Le Groupe est caractérisé par son positionnement à la fois sur les métiers de courtiers grossiste et d'assureur, étant précisé que les activités d'assurance du groupe ont été développées en tant que support au métier central du courtage.

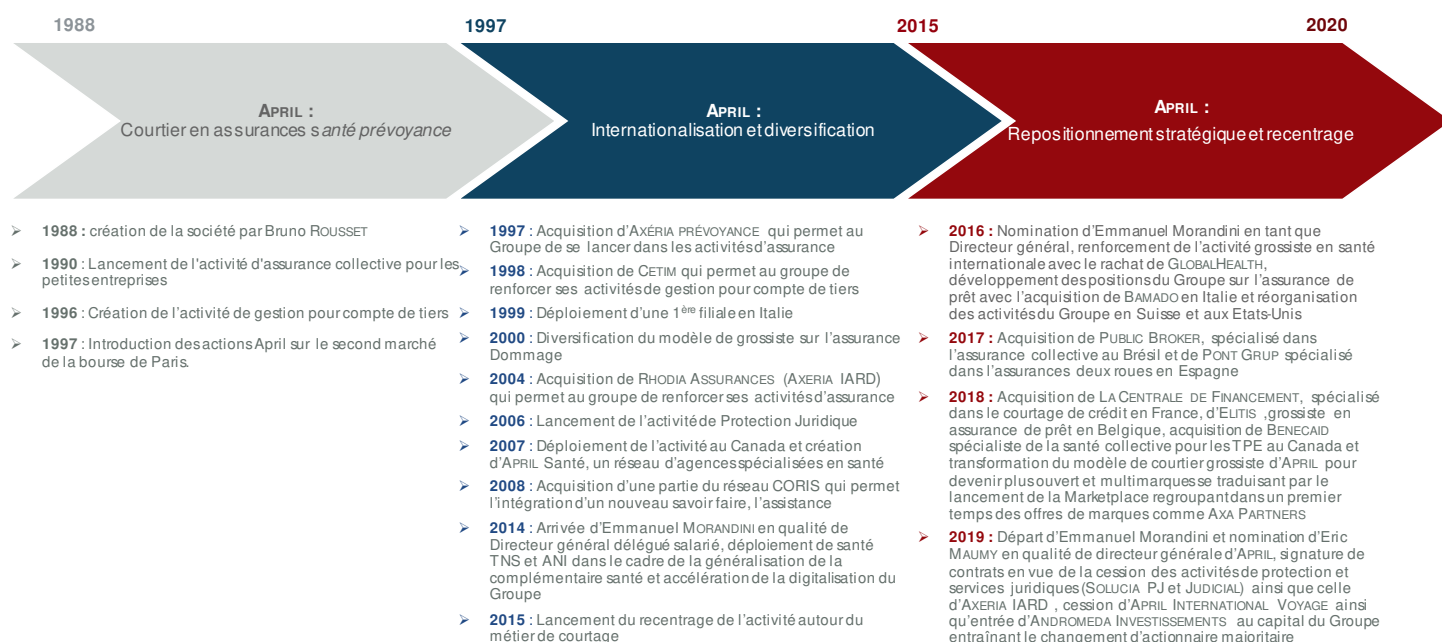
Présence internationale du groupe APRIL



Source : Rapport financier annuel 2019 d'APRIL

Coté depuis 1997 sur le compartiment B d'Euronext Paris, APRIL est implanté dans 22 pays et emploie environ 3.500 collaborateurs. Le Groupe est également en relation avec un réseau de 20.000 distributeurs dont plus de 11.700 courtiers actifs. Aujourd'hui APRIL est le leader des courtiers grossistes en France.

Historique d'APRIL



Sources : Document de référence 2018 et communiqués de presse d'APRIL

Depuis sa création en 1988 par Monsieur Bruno ROUSSET, APRIL se développe autour de plusieurs segments. Le Groupe a démarré son activité en exerçant le métier de courtage en assurance complémentaire santé, puis en prévoyance.

En 1997, APRIL a élargi son champ d'activité en se lançant, à travers l'acquisition d'AXERIA PREVOYANCE, dans le métier de l'assurance. Depuis, le Groupe a réalisé plusieurs opérations de croissance externes en acquérant des compagnies d'assurance en soutien de son activité de courtage.

Dans un second temps, APRIL s'est diversifiée en s'ouvrant au courtage dans le domaine de l'assurance dommage, ce qui lui a permis de renforcer ses liens avec les courtiers indépendants. Cette stratégie s'est avérée fructueuse puisque le Groupe est progressivement parvenu à gagner des parts de marchés jusqu'à s'imposer comme un acteur de référence du courtage en France. Aujourd'hui, la moitié des courtiers indépendants en France travaille au moins une fois par an avec APRIL.

La Société a ensuite élargi sa clientèle cible aux entreprises, notamment aux TPE/PME et aux artisans, et intervient non seulement en tant que courtier grossiste (par exemple en *santé prévoyance* pour les TPE) mais aussi en tant que courtier direct entreprise avec pour objectif d'accompagner son client vers la couverture d'assurance qui est la plus adaptée à ses besoins.

Grâce à son réseau d'agence et au développement de ses autres canaux de vente (internet, plateaux téléphoniques ou encore réseaux de ventes itinérants dans certains pays étrangers), APRIL a développé son activité de distribution directe au client final et a ainsi pu à la fois se rapprocher de ses clients et renforcer sa présence sur la chaîne de valeur.



La Société a également développé des partenariats avec des banques, des compagnies d'assurances, des institutions de prévoyance et des mutuelles en leur proposant des compléments de gammes et des services de gestion pour compte de tiers.

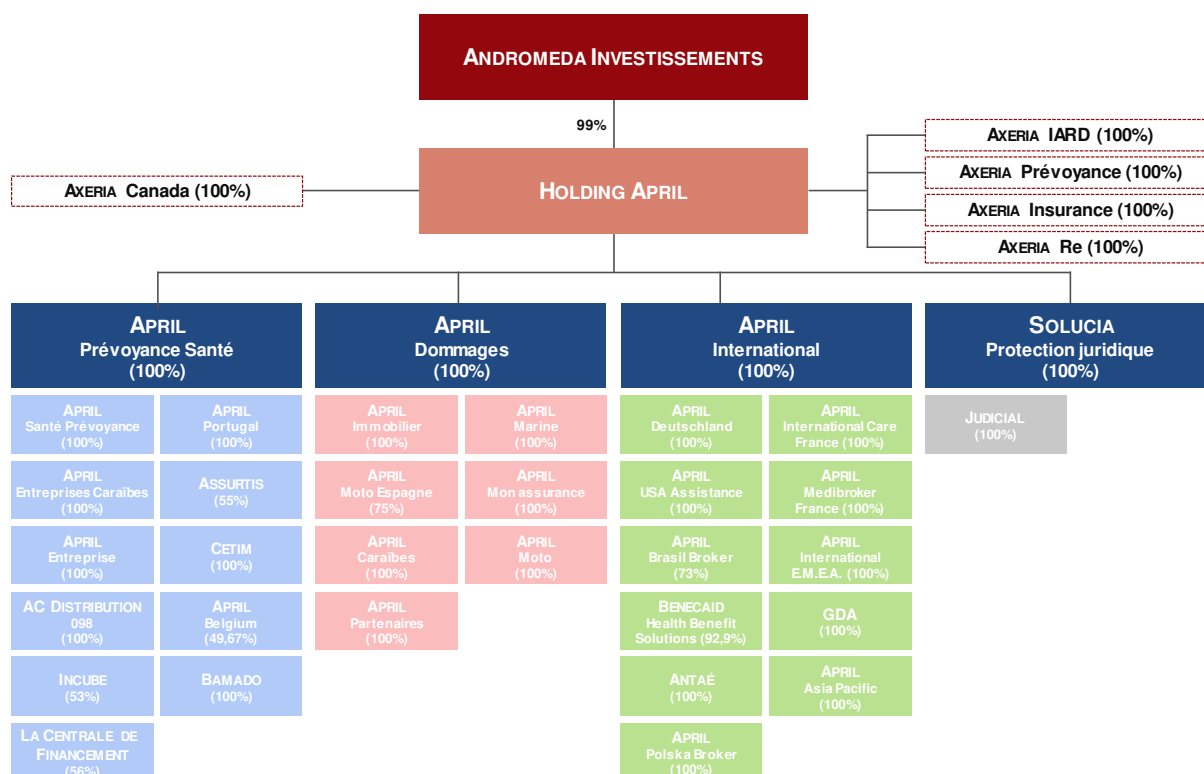
« En tant que courtier grossiste, April identifie des besoins mal adressés et y offre une réponse mieux adaptée, en concevant des solutions d'assurance dont il assurera la gestion, élément clé de la satisfaction client et de la différenciation. Ces solutions sont placées auprès d'assureurs portant le risque et distribuées par le réseau des courtiers indépendants. »

En parallèle, le Groupe s'est diversifié à l'international en s'implantant en Grande-Bretagne, en Italie ou en Allemagne et en acquérant, à la fin des années 2000, un réseau spécialisé dans l'assurance voyage.

Depuis 2015, le Groupe a engagé une politique de recentrage de son activité autour des 5 marchés clés du courtage que sont (i) la santé et prévoyance du particulier, (ii) la santé internationale, (iii) les professionnels et TPE, (iv) l'assurance emprunteur et (v) les niches dommage.

APRIL vise désormais à se désengager partiellement ou totalement de ses activités non stratégiques en France et à l'internationale comme le voyage et l'assistance, certaines activités de portage de risques, de gestion pour compte de tiers en assurance collective et de certains canaux de distribution directe. Au cours de l'année 2019, le Groupe est ainsi entré en négociations exclusives pour la cession de ses activités de portage de risque (AXERIA IARD) et de l'activité de protection et services juridiques, dont la cession effective est attendue en 2020. Il a également cédé, le 3 décembre 2019, sa filiale APRIL INTERNATIONAL VOYAGE.

Organigramme juridique simplifié du Groupe au 31 décembre 2019*



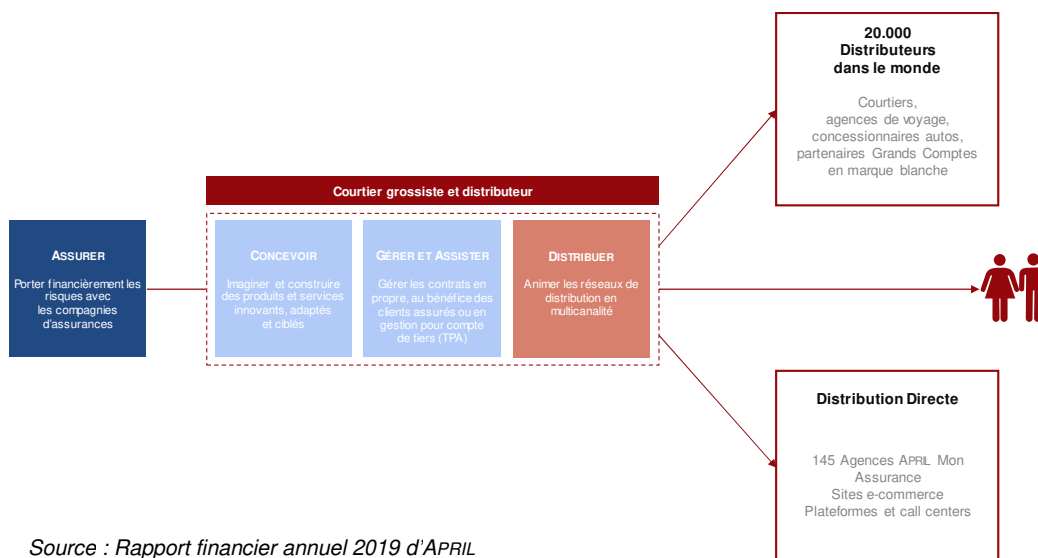
Source : Rapport financier annuel 2019 d'APRIL et document de référence 2018 de la Société

*Le 31 mars 2020, deux holdings de pôles ont fusionné : APRIL INTERNATIONAL été absorbée par APRIL PREVOYANCE SANTE.

L'organisation du Groupe

Une présence sur l'intégralité de la chaîne de valeur de l'assurance

Historiquement, APRIL est un courtier grossiste en assurance qui, par l'intermédiaire d'opérations de croissance externe réalisées au fil du temps (notamment les acquisitions d'AXERIA PREVOYANCE en 1997 et de RHODIA INSURANCE, devenue AXERIA IARD, en 2004), a fait le choix de développer des activités de portage de risque, considérées comme complémentaires à ses activités de courtage. Ces choix stratégiques confèrent au Groupe un positionnement singulier sur le marché compte tenu de sa présence sur l'ensemble de la chaîne de valeur de l'assurance.



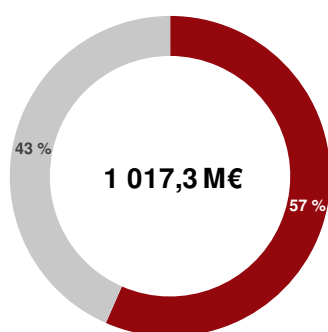
Source : Rapport financier annuel 2019 d'APRIL

Aujourd'hui, le métier du courtage est le principal vecteur de création de valeur au sein du Groupe. Cette activité a généré 57% du chiffre d'affaires en 2019 et a contribué à hauteur de 90% à la marge brute du Groupe. Le modèle financier de cette activité repose sur les principales caractéristiques suivantes :

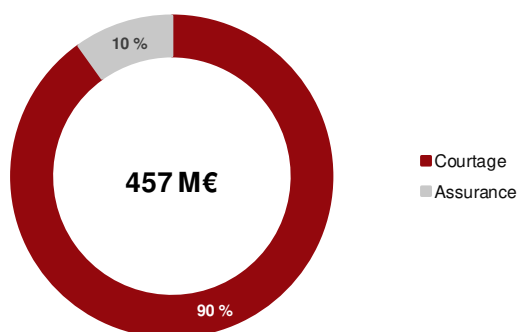
- L'absence d'intensité capitalistique, le risque étant transféré aux compagnies d'assurance qui ont l'obligation de constituer des fonds propres règlementaires suffisants ;
- La variabilité des coûts de distribution du fait du choix d'un réseau de courtiers indépendants comme principal canal de distribution ;
- Un BFR neutre ou négatif dans la mesure où les protocoles d'assureurs sont structurés pour le permettre ;
- Une certaine récurrence des revenus qui réside dans le fait qu'APRIL génère son chiffre d'affaires d'une part, sur la base des nouveaux contrats et, d'autre part, sur les contrats préexistants et renouvelés (les revenus de courtage sont calculés en pourcentage du stock de contrats en cours).



Répartition du chiffre d'affaires d'April
au 31 décembre 2019



Répartition de la marge brute d'April
au 31 décembre 2019



Source : Rapport financier annuel 2019 d'APRIL

L'activité de portage de risque (assurance) a été développée dans les différents domaines dans lesquels le Groupe exerce son métier de courtier grossiste, permettant à cette dernière de bénéficier de certaines complémentarités :

- La diversification des placements des portefeuilles donne la possibilité aux courtiers du Groupe de passer par les assureurs internes pour placer directement leur risque directement auprès des grands réassureurs ;
- La protection de l'innovation dans la mesure où le risque n'est pas placé directement chez un assureur concurrent ;
- Une meilleure connaissance de l'environnement réglementaire permet un rééquilibrage des échanges avec les compagnies d'assurances ;
- Les marges techniques sont conservées par le Groupe.

Les branches dommage et santé prévoyance

Les activités de courtage et d'assurance présentées ci-avant se regroupent, en ligne avec les pratiques sectorielles, autour des grands marchés de l'assurance que sont la *santé prévoyance* et le *dommage*. A titre informatif, APRIL n'exerce plus l'activité *vie épargne* depuis 2010

La branche *santé prévoyance* regroupe les activités suivantes :

- Santé individuelle France qui est une complémentaire santé (prise en charge des dépenses de santé non couvertes par l'assurance maladie) ;
- Assurance de prêt en France qui assure les banques en cas de non-remboursement de prêts immobiliers pour cause d'incapacité, d'invalidité ou de décès ;
- Santé collective France qui propose des contrats collectifs souscrits par les entreprises et permettant d'indemniser les salariés en cas d'arrêt de travail, d'incapacité, d'invalidité et de décès ou pour couvrir leurs frais de santé ;



- Prévoyance professionnelle et privée France qui propose d'une part, la prévoyance professionnelle permettant le maintien des revenus des professionnels non-salariés en cas d'arrêt de travail, d'incapacité ou d'invalidité et, d'autre part, la prévoyance familiale ou privée permettant le maintien ou complétant les revenus en cas d'accident de la vie, d'incapacité ou d'invalidité ;
- Santé internationale qui indemnise les expatriés des frais de santé encourus à l'étranger ; et
- Santé-Prévoyance locale hors de France qui exerce, à l'étranger, des activités locales de distribution et de gestion de produits d'assurance santé-prévoyance.

La branche *dommage* regroupe les activités suivantes :

- Dommage particulier France qui regroupe les activités de courtage grossiste de niche en assurance dommage tel que la responsabilité civile, auto aggravée, deux roues ou plaisance ainsi que les 145 agences du réseau de distribution directe du Groupe qui distribuent des produits tel que l'assurance auto ou multirisques habitation ;
- Voyage et assistance qui prend en charge le voyageur en cas d'annulation, pertes de bagages, engagement de frais de santé à l'étranger ;
- Courtage entreprises (dommage) qui consiste, pour une entreprise cliente qui mandate APRIL, à analyser le risque, le présenter aux assureurs, identifier et préconiser la couverture la plus adaptée, mettre en place et suivre cette garantie ;
- Dommage International qui regroupe notamment les activités de dommage du Groupe au Canada ; et
- Protection juridique qui propose aux assurés des services d'assistance ou d'information juridiques en cas de litiges et prend en charge les frais de justice en cas de contentieux.

Cette ventilation par branche d'activité (ou secteur opérationnel) est celle retenue par la Société pour les besoins de son *reporting* interne ainsi que pour la présentation de son information sectorielle²³ (cette même ventilation sera par conséquent suivie pour la présentation des données financières de la Société ci-après)

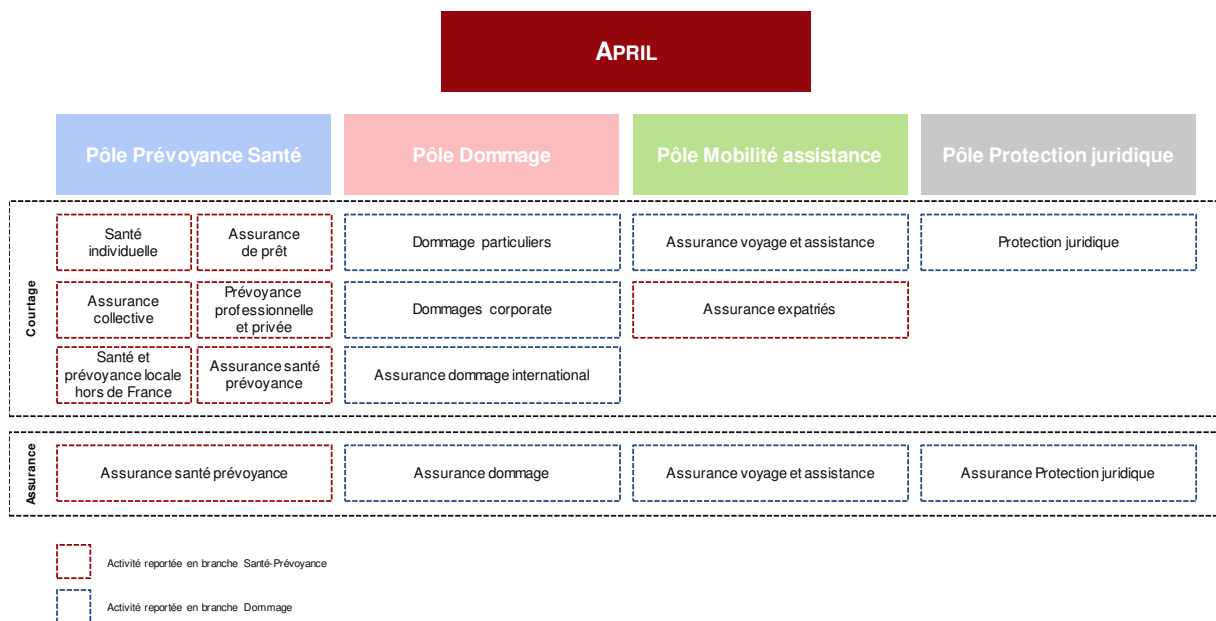
La branche *santé prévoyance* est la plus contributrice aux résultats du Groupe puisqu'elle a représenté 66% de la marge brute du Groupe en 2019, contre 34% pour la branche *dommage*.

²³ Il existe également un secteur « Autres » correspondant à la holding de pilotage du Groupe, à certains GIE internes et à un nombre limité de sociétés non encore actives.

Les pôles d'activités

Les pôles participent à la même logique métier que les branches d'activité, mais en affinant le regroupement des activités en leur sein. Les porteurs de risques du groupe sont structurés en fonction du marché qu'ils adressent :

- Le pôle *prévoyance santé* regroupe les activités de santé individuelle, l'assurance de prêt, l'assurance collective, la prévoyance professionnelle et privée ainsi que la gestion pour compte de tiers ;
- Le pôle *dommage* propose des solutions d'assurance à destination des marchés de niche que sont l'assurance auto aggravé, la responsabilité civile, la plaisance (financement et assurance) ou les deux roues ;
- Le pôle *mobilité assistance* regroupe les activités d'assurance voyage et d'assurance pour les expatriés ;
- Le pôle *protection juridique* propose des services de renseignement et d'accompagnement juridiques et administratifs, des services de conseil en négociation à l'amiable dans le cadre de litiges ainsi que la prise en charge des frais de justice en cas de contentieux.



Source : Rapport financier annuel 2019 d'APRIL et document de référence 2018 de la Société

4.2.1 Etats financiers d'APRIL

Les états financiers consolidés d'APRIL, tels que présentés dans le rapport financier annuel au 31 décembre 2019 et les documents de référence 2016 à 2018²⁴, sont reproduits ci-dessous :

APRIL - Compte de résultat					
En K€	2016	2017	2018	2018 retraité ^{(a) et (b)}	2019^(a)
Chiffre d'affaires	861 189	928 418	997 238	961 657	1 017 317
% Croissance ^(c)	8 %	8 %	7 %	4 %	6 %
Produits financiers nets de charges hors coût de l'endettement	16 439	11 036	9 211	8 931	13 960
Total produit activités ordinaires	877 627	939 454	1 006 449	970 588	1 031 277
% Croissance ^(c)	8 %	7 %	7 %	3 %	6 %
Charges techniques d'assurances	(302 797)	(365 882)	(400 397)	(379 995)	(404 590)
Charges ou produits nets de réassurance	(24 928)	(7 134)	(12 752)	(12 752)	(2 820)
Autres achats et charges externes	(237 229)	(252 496)	(262 970)	(259 487)	(264 017)
Impôts taxes	(24 511)	(23 700)	(24 344)	(23 526)	(26 033)
Charges de personnel	(201 041)	(196 233)	(203 963)	(197 304)	(203 155)
Dotations aux amortissements	(17 264)	(17 887)	(20 464)	(20 279)	(35 278)
Dotations aux provisions nettes de reprise	(2 849)	(3 438)	(5 763)	(5 770)	472
Autres produits et charges d'exploitation	(1 642)	(3 292)	2 052	3 000	(8 256)
Résultat Opérationnel Courant	65 366	69 393	77 848	74 477	87 599
% du chiffre d'affaires	8 %	7 %	8 %	8 %	9 %
Autres produits et charges opérationnels non courants	(23 231)	(4 540)	(3 950)	(3 950)	(23 901)
Résultat Opérationnel	42 135	64 852	73 899	70 527	63 698
% du chiffre d'affaires	5 %	7 %	7 %	7 %	6 %
Charges de financement	(13)	(52)	(114)	(114)	(1 120)
Quote part dans les entreprises associées	(69)	(242)	(279)	(279)	(164)
Charge d'impôt	(22 220)	(24 276)	(43 815)	(42 709)	(61 333)
Résultat net des activités poursuivies	19 833	40 282	29 690	27 424	1 081
% du chiffre d'affaires	2 %	4 %	3 %	3 %	0 %
Résultat des activités abandonnées après impôt	(47)	(61)	11	2 277	(177)
Résultat net consolidé	19 785	40 221	29 701	29 701	904
% du chiffre d'affaires	2 %	4 %	3 %	3 %	0 %
Intérêts minoritaires	(299)	652	1 512	1 512	1 733
Résultat net part du groupe	20 085	39 568	28 190	28 190	(829)
% du chiffre d'affaires	2 %	4 %	3 %	3 %	(0)%

Source : Rapport financier annuel 2019 et documents de référence 2016 à 2018 d'April

(a) Conformément à la norme IFRS 5 « Actifs non courants détenus en vue de la vente et activités abandonnées », le résultat des activités de protection et services juridiques a été reclassé sur la ligne « Résultat après impôts des activités abandonnées ».

(b) Les données comparatives liées à 2018 n'ont pas été retraitées de l'application de la norme IFRS 16, le groupe ayant opté pour la méthode de transition rétrospective simplifiée.

(c) La croissance 2019 est calculée par rapport aux données 2018 retraitées.

Sur l'exercice 2019, le chiffre d'affaires (1.017,3 M€) et le résultat opérationnel courant (87,6 M€) d'APRIL ont augmenté respectivement de 5,8% et 17,6% par rapport aux comptes 2018 retraités des flux des activités devant être cédées. A périmètre constant, la progression du chiffre d'affaires 2019 s'élève à 4,4%.

Le 10 décembre 2019, APRIL a conclu avec l'administration fiscale française un accord relatif à la proposition de rectification faisant suite aux investigations portant sur la territorialité de l'activité de réassurance de sa filiale à Malte AXERIA RE. Cet accord définitif a conduit APRIL à inscrire dans ses comptes, en sus de la provision de 15 M€ déjà constatée au 31 décembre 2018, une charge d'impôt de 26,1 M€ pour l'exercice 2019. Un montant de 5,5 M€ a été réglé sur la fin de l'exercice 2019.

²⁴ Les comptes consolidés des exercices 2016 à 2019 ont été certifiés sans réserve par les commissaires aux comptes (les cabinets MAZARS et DELOITTE & ASSOCIES).

April - Actif

En K€	2016	2017	2018	2018 retraité ^(b)	2019 ^(a)
Écarts d'acquisition	217 007	224 832	269 505	269 505	259 533
Autres immobilisations incorporelles	64 615	67 131	77 578	77 578	76 655
Actifs comptabilisés au titre du droit d'utilisation					55 907
Immobilisations corporelles	11 510	11 952	13 643	13 643	11 338
Immeubles de placement	162	156	151	151	-
Sociétés mises en équivalence	354	91	816	816	653
Placements financiers	655 051	667 026	608 287	608 287	419 650
Part des cessionnaires et rétrocessionnaires dans les provisions techniques	214 997	224 511	214 528	214 528	152 625
Impôts différés actifs	15 201	15 121	18 065	18 065	15 446
Autres actifs	7 733	8 037	8 812	8 812	7 265
Total actif non courants	1 186 630	1 218 857	1 211 384	1 211 384	999 074
Créances nées des opérations d'assurance ou de réassurance acceptées	96 778	100 871	126 767	126 767	72 499
Créances nées d'opérations de cession en réassurance	42 097	21 655	33 589	33 589	23 983
Créances clients	226 675	247 264	265 878	265 878	307 289
Créances d'impôt exigibles	9 727	10 519	7 123	7 123	5 608
Autres créances	31 046	29 312	29 827	29 827	30 268
Trésorerie et équivalent de trésorerie	99 500	107 842	136 214	136 214	219 215
Total actif courants	505 823	517 461	599 397	599 397	658 863
Actifs classés comme détenus en vue de la vente	-	-	-	-	299 740
Total actif	1 692 452	1 736 319	1 810 781	1 810 781	1 957 676

Source : Rapport financier annuel 2019 et documents de référence 2016 à 2018 d'April

(a) Conformément à la norme IFRS 5 « Actifs non courants détenus en vue de la vente et activités abandonnées », les actifs liés aux activités de protection et services juridiques, et à la société Axeria Iard ont été reclassés en « Actifs et passifs détenus en vue de la vente » au 31 décembre 2019.

(b) Les données comparatives liées à 2018 n'ont pas été retraitées de l'application de la norme IFRS 16, le groupe ayant opté pour la méthode de transition rétrospective simplifiée.

April - Passif

En K€	2016	2017	2018	2018 retraité ^(b) et (c)	2019 ^(a)
Capitaux propres du groupe	614 521	632 318	617 665	617 665	617 382
Intérêts minoritaires	303	(202)	(573)	(573)	(728)
Capitaux propres	614 825	632 116	617 092	617 092	616 654
Provisions techniques des contrats d'assurance	478 264	499 369	503 702	503 702	350 913
Provisions pour risques et charges	29 886	30 009	37 809	22 809	18 409
Impôts différés passifs	6 998	7 403	4 054	4 054	5 008
Dettes d'impôts exigibles	-	-	-	15 000	-
Dettes financières	6 540	37 482	51 876	51 876	42 058
Dettes sur obligations locatives	-	-	-	-	56 357
Total passifs non courants	521 687	574 262	597 442	597 442	472 745
Concours bancaires courants	11 536	14 698	16 317	16 317	18 478
Dettes nées des opérations d'assurance ou de réassurance acceptées	46 704	39 108	51 547	51 547	27 364
Dettes nées des opérations de réassurance cédées	79 883	51 054	61 830	61 830	34 903
Dettes d'exploitation	301 871	314 624	344 080	344 080	398 313
Dettes d'impôts exigibles	9 647	5 140	2 549	2 549	39 084
Autres dettes	106 300	105 316	119 924	119 924	124 147
Total passifs courants	555 940	529 940	596 246	596 246	642 289
Passifs classés comme détenus en vue de la vente	-	-	-	-	225 988
Total passif	1 692 452	1 736 319	1 810 781	1 810 781	1 957 676

Source : Rapport financier annuel 2019 et documents de référence 2016 à 2018 d'April

(a) Conformément à la norme IFRS 5 « Actifs non courants détenus en vue de la vente et activités abandonnées », les actifs liés aux activités de protection et services juridiques, et à la société Axeria Iard ont été reclassés en « Actifs et passifs détenus en vue de la vente » au 31 décembre 2019.

(b) Les données comparatives liées à 2018 n'ont pas été retraitées de l'application de la norme IFRS 16, le groupe ayant opté pour la méthode de transition rétrospective simplifiée.

(c) Conformément à la norme IFRIC 23 « Comptabilisation des positions fiscales incertaines », les risques et incertitudes fiscales sont désormais présentés en dettes d'impôts exigibles et non plus en provisions pour risques comme précédemment. Le reclassement en 2018 en dettes d'impôts non courants a porté sur un montant de 15 M€.

Au 31 décembre 2019, APRIL présentait un total bilan de 1.958 M€. Son actif est majoritairement composé (i) d'écarts d'acquisition (260 M€) issus des différentes opérations de croissance externe réalisées par le Groupe, (ii) de placements financiers (420 M€) réalisés dans le cadre des activités d'assurance, (iii) de créances clients (307 M€) et (iv) de disponibilités (219 M€).

Au passif, les capitaux propres du Groupe s'élèvent à 617 M€ (stables par rapport à 2018) et les provisions techniques relatives aux contrats d'assurance à 351 M€.

**April - Tableau de flux de trésorerie**

En K€	2016	2017	2018	2018 retraité ^(a) (b) et (c)	2019 ^(a)
RÉSULTAT NET DE L'ENSEMBLE CONSOLIDÉ	19 785	40 221	29 701	29 701	904
Résultat net des activités abandonnées	(47)	(61)	11	2 277	(177)
RÉSULTAT NET DES ACTIVITÉS POURSUIVIES	19 833	40 282	29 690	27 424	1 081
Élimination des charges nettes sans effet sur la trésorerie	9 343	28 930	46 198	44 864	46 342
Neutralisation du résultat des sociétés mises en équivalence	69	242	279	279	164
Élimination des résultats sur cessions et autres	14 764	5 606	3 293	3 293	9 365
Capacité d'autofinancement	44 009	75 060	79 460	75 861	56 952
Variation du BFR lié à l'activité	(3 923)	(26 862)	2 395	(1 445)	43 716
Flux de trésorerie d'exploitation des activités abandonnées	(2)	(35)	(7)	7 433	3 543
FLUX NETS LIÉS À L'ACTIVITÉ	40 083	48 163	81 849	81 849	104 211
Investissements nets en immobilisations corporelles et incorporelles	(22 376)	(19 860)	(24 155)	(24 017)	(20 009)
Investissements nets en placements financiers	2 275	(11 647)	40 000	41 133	63 677
Flux nets sur acquisitions de sociétés consolidées	(4 057)	(16 333)	(54 057)	(54 057)	(5 435)
Investissement dans les entreprises mises en équivalence	-	-	(1 000)	(1 000)	-
Flux de trésorerie d'investissement des activités abandonnées	-	-	-	(1 271)	5 228
FLUX NETS LIÉS AUX INVESTISSEMENTS	(24 158)	(47 839)	(39 212)	(39 212)	43 461
Augmentation de capital liée à l'exercice des stock-options	-	-	-	-	-
Augmentation de capital liée aux minoritaires dans les sociétés intégrées	80	6	116	116	-
Acquisitions et cessions d'actions propres	18	143	50	50	1
Dividendes versés	(10 854)	(11 780)	(11 802)	(11 802)	(8 283)
aux actionnaires d'APRIL	(10 537)	(10 538)	(10 945)	(10 945)	(6 959)
aux minoritaires des sociétés intégrées	(317)	(1 242)	(857)	(857)	(1 324)
Variation nette des emprunts	(306)	18 818	(3 981)	(3 475)	(15 819)
Flux de trésorerie de financement des activités abandonnées	-	-	-	(506)	-
FLUX NETS DES OPÉRATIONS DE FINANCEMENT	(11 063)	7 187	(15 617)	(15 617)	(24 101)
Incidence des conversions	(349)	(2 331)	(266)	(266)	1 557
VARIATION DE LA TRÉSORERIE NETTE	4 513	5 180	26 754	26 754	125 128
VARIATION DE LA TRÉSORERIE NETTE RETRAITÉE	(4 273)	6 241	(10 428)	(10 428)	113 478

Source : Rapport financier annuel 2019 et documents de référence 2016 à 2018 d'April

(a) Conformément à la norme IFRS 5 « Actifs non courants détenus en vue de la vente et activités abandonnées », les flux liés aux activités protection et services juridiques ont été reclassés sur les lignes « flux de trésorerie des activités abandonnées »

(b) Les données comparatives liées à 2018 n'ont pas été retraitées de l'application de la norme IFRS 16, le groupe ayant opté pour la méthode de transition rétrospective simplifiée.

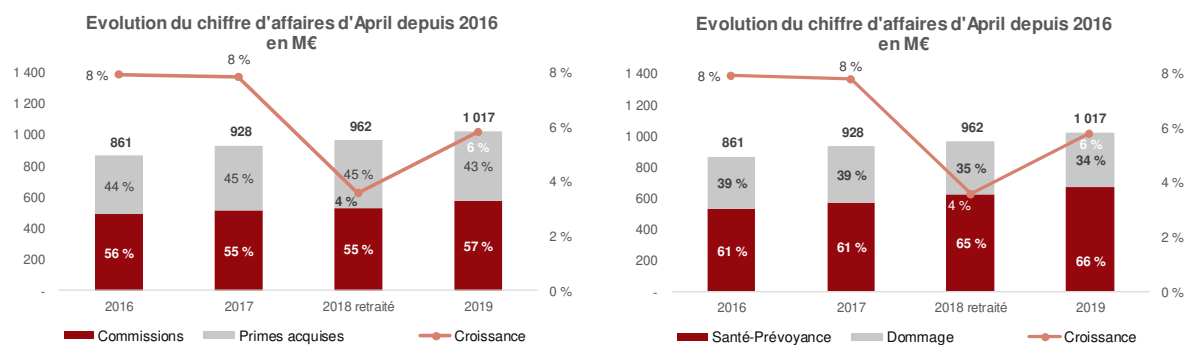
(c) Conformément à la norme IFRS 16, les augmentations et diminutions d'actifs liés aux droits d'utilisation ne sont pas reportés en flux d'investissement.

A fin 2019, la variation de trésorerie nette s'est élevée à 125,1 M€, contre 26,8 M€ en 2018. Cette évolution s'explique principalement par (i) des flux nets liés à l'activité de 104,2 M€, en progression de 22,4 M€ par rapport à l'exercice précédent du fait de l'amélioration du BFR et (ii) des flux nets d'investissements de 43,4 M€, en progression de 82,7 M€ par rapport à l'exercice précédent en lien notamment avec l'absence d'acquisition ou de rachat de minoritaires significatifs en 2019.

4.2.2 Données financières

4.2.2.1 Compte de résultat

Le chiffre d'affaires



Sources : Rapport financier annuel 2019 et documents de référence 2016 à 2018 d'APRIL

En données publiées le chiffre d'affaires 2019 a progressé de +2% par rapport à 2018, et de +6% par rapport à l'exercice 2018 retraité des flux des activités devant être cédées.

A périmètre constant, cette évolution est de +4,4%, étant précisé que les principales variations de périmètre concernent la déconsolidation des activités de protection et service juridique (reclassées en activités abandonnées) et d'assurance voyage, la cession des activités de santé locale en Irlande et au Royaume-Uni et les acquisitions de BENECAID en avril 2018 et de LA CENTRALE DE FINANCEMENT en septembre 2018.

Sur la période 2016 - 2019, la contribution au chiffre d'affaires de la branche *dommage* est en retrait par rapport à celle de la branche *santé prévoyance*.

Au titre de l'exercice 2019, les principales évolutions du chiffre d'affaires des branches *dommage* et *santé prévoyance* se présentent comme suit :

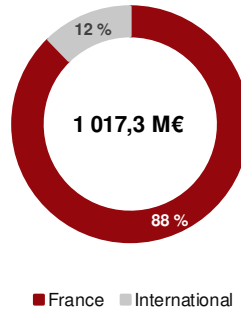
- Pour la branche *dommage* : +1,8% par rapport à 2018 retraité, en lien avec la baisse des primes d'assurance (-2,1%) du fait de la décélération des activités affinitaires, compensée par l'amélioration des commissions de courtage (+5,3%) sur les segments de l'assurance auto, deux roues, plaisance et professionnel.
- Pour la branche *santé prévoyance* : +7,8% par rapport à 2018 retraité, en lien avec la croissance des primes d'assurance (+4,9%) ainsi qu'avec la hausse des commissions de courtage (+10,0%) favorisée notamment par l'intégration de LA CENTRALE DE FINANCEMENT et par le développement des activités de santé et de prévoyance individuelle et de santé internationale.

D'une manière générale, la répartition du chiffre d'affaires entre les commissions générées par les activités de courtage (57% en 2019) et les primes acquises issues des activités d'assurance (43% en 2019) est relativement stable depuis 2016. Ces deux lignes de métiers ont affiché, au titre de l'exercice 2019, des évolutions respectives de +8,6% et 2,3% par rapport à l'exercice 2018 retraité et leurs croissances annuelles moyennes sur la période 2016 - 2019 s'élèvent respectivement à +5,8% et +5,6%.



Par ailleurs, il faut noter que les activités de la Société présentent des taux de *churn*²⁵ importants, de l'ordre de 15 à 25 % selon les risques couverts. Dans ces conditions, la croissance attendue repose sur la capacité à aller chercher de nouveaux clients.

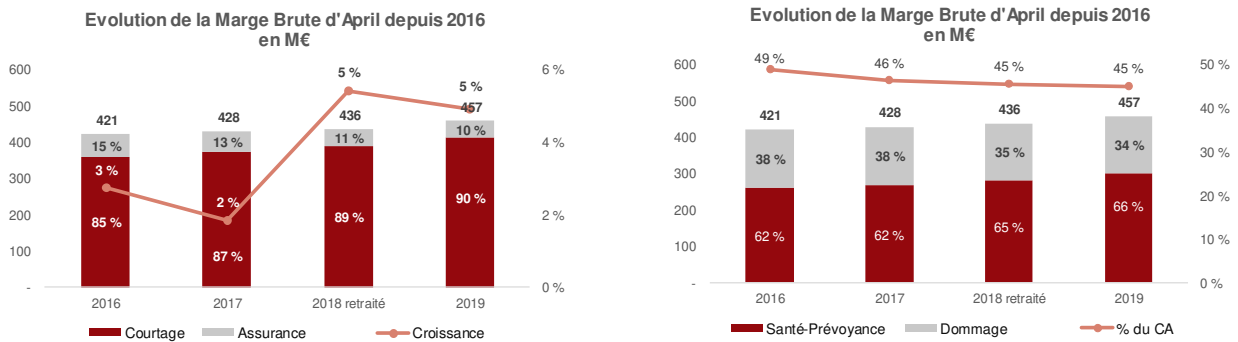
Répartition du chiffre d'affaires d'April en France et à l'international au 31 décembre 2019



Enfin, malgré la présence du Groupe dans 22 pays, l'activité en France reste prépondérante puisqu'elle a représenté 88% des revenus générés par le groupe en 2019 (soit 893 M€), en progression de +6,9% par rapport à 2018 retraité, alors que l'activité réalisée à l'international apparaît en retrait de -1,7%.

La marge brute

La marge brute est un des indicateurs clés du Groupe, elle permet notamment de comparer et d'analyser la création de valeur par ligne de métier et par branche d'activité.



Sources : Rapport financier annuel 2019 et documents de référence 2016 à 2018 d'APRIL

La marge brute du groupe s'est élevée à 457 M€ au 31 décembre 2019. Elle représente 45% du chiffre d'affaires, en hausse de 5% par rapport à 2018 retraité.

²⁵ Churn : perte de clientèle



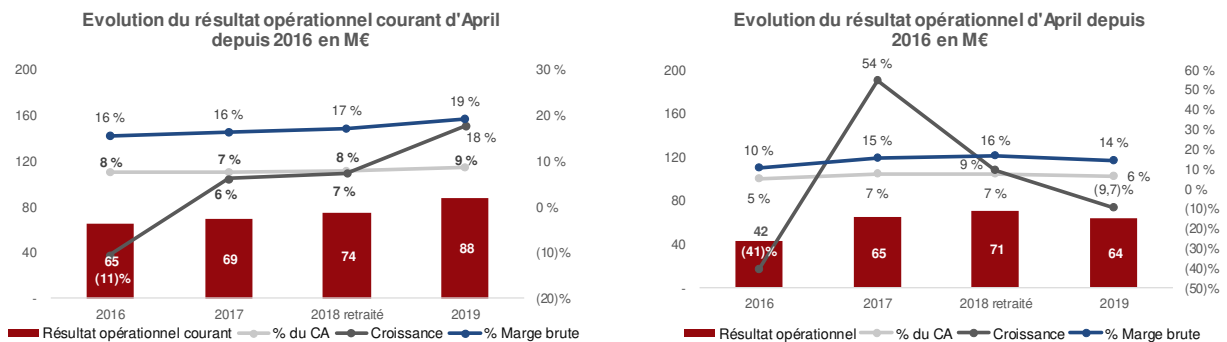
Sur la période 2016 - 2019 la contribution de la branche *dommage* apparaît en retrait, puisqu'elle a représenté 34% de la marge brute en 2019 (soit 157,8 M€), contre 35% l'année précédente et 38% en 2017. Cette évolution s'explique principalement par le reclassement des activités de services juridiques en activités abandonnées, partiellement compensé par la croissance des activités de courtages en France²⁶. En valeur absolue, la marge brute de la branche *dommage* apparaît néanmoins en progression de +2,5%.

S'agissant de la contribution de la branche *santé prévoyance*, celle-ci a représenté 66% de la marge brute en 2019, soit 299,6 M€, contre 282,0 M€ en 2018. Cette progression s'explique principalement par l'augmentation des commissions de courtages et des primes d'assurances présentée ci-avant.

Plus généralement, depuis 2016 la contribution à la marge brute des commissions générées par les activités de courtage (90% en 2019) ressort en croissance au détriment de celle des activités d'assurance (10% en 2019).

Les marges de la Société liées aux commissions apparaissent élevées, ce qui résulte d'un modèle de commissionnement dans lequel les commissions variables sont importantes, ce qui a pour corollaire une volatilité des marges en période de crise.

Le résultat opérationnel courant et le résultat opérationnel



Sources : Rapport financier annuel 2019 et documents de référence 2016 à 2018 d'APRIL

Le résultat opérationnel courant du Groupe s'est élevé à 88 M€ au 31 décembre 2019, représentant 9% du chiffre d'affaires et 19% de la marge brute.

La croissance du résultat opérationnel courant en 2019 (+17,6% par rapport à l'exercice 2018 retraité) provient essentiellement de la branche *dommage* (+9,6 M€ par rapport aux comptes 2018 retraités). Néanmoins, la branche *santé prévoyance* est celle qui contribue le plus au résultat opérationnel courant, avec 85 M€ à fin 2019, étant précisé que la branche *dommage* a contribué à hauteur de 15 M€ et que le secteur « autres » a contribué négativement à hauteur de -13 M€²⁷.

²⁶ Rapport financier annuel 2019 d'APRIL.

²⁷ Le secteur « autres » correspond principalement à la holding de pilotage du Groupe, à certains GIE internes et à un nombre limité de sociétés non encore actives.



Au 31 décembre 2019, le résultat opérationnel du Groupe s'est élevé à 64 M€ soit une évolution de -9,7% par rapport à l'exercice 2018 retraité. Cette évolution s'explique par l'augmentation de 20,0 M€ des autres charges opérationnelles non courantes, en raison principalement (i) de l'impact des cessions d'APRIL UK, APRIL COLOMBIA ASSISTANCE et APRIL INTERNATIONAL VOYAGE, (ii) d'honoraires stratégiques et de cessions ainsi que (iii) de la perte de valeur de cession diminuée des frais associés d'AXERIA IARD.

4.2.2.2 Notes sur le Bilan

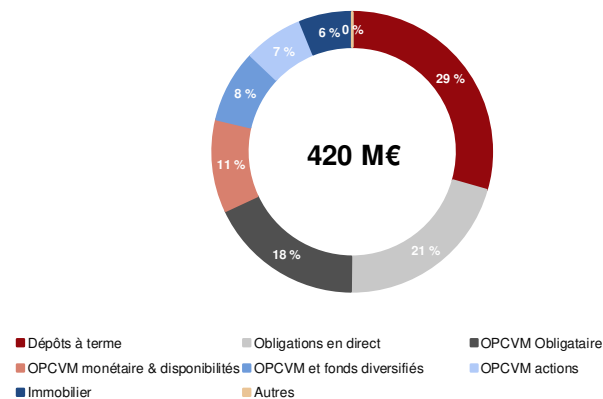
Les écarts d'acquisition

Les écarts d'acquisition proviennent des diverses opérations de croissances externes réalisées par APRIL. Au 31 décembre 2019, ils s'élèvent à 260 M€ soit -10,0 M€ par rapport à l'exercice 2018. Cette évolution s'explique principalement par les cessions d'APRIL UK, APRIL COLOMBIA ASSISTANCE et APRIL INTERNATIONAL VOYAGE.

Les placements financiers

Les placements financiers sont liés aux activités d'assurance d'APRIL et se décomposent comme suit :

Décomposition des placements financiers au 31 décembre 2019



Source : Rapport financier annuel 2019 d'APRIL

Compte tenu de la crise sanitaire et de l'effondrement des marchés financiers depuis la fin du mois de février 2020, le portefeuille de placements de la société présente une moins-value latente de 11,4 M€ au 31 mars 2020, dont il n'a pas été tenu compte dans nos travaux d'évaluation ci-après.

BFR et trésorerie

Au 31 décembre 2019, la trésorerie nette s'élève à 191 M€. La Société n'est donc pas endettée. Par ailleurs, l'activité de courtage permet à APRIL d'afficher un besoin en fond de roulement négatif.



4.2.3 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 :

Forces

- Leader sur le marché des courtiers grossistes en France
- Présence sur l'ensemble de la chaîne de valeur de l'assurance (mais désinvestissements dans les activités d'assurance)
- Réseau de courtier très développé auprès duquel la Société bénéficie d'une bonne image
- Faible intensité capitalistique des activités de courtage
- Absence d'endettement du Groupe (situation de trésorerie nette)

Faiblesses

- Le Groupe est peu ou pas présent sur le marché des grandes entreprises
- Forte dépendance au marché français (malgré la présence du Groupe dans 22 pays)
- Taille limitée au regard de celles des grands courtiers internationaux ou anglo-saxons
- Absence de taille critique suffisante pour l'activité d'assurance
- Dépendance de l'activité à la clientèle des Travailleurs Non Salariés et des Professionnels qui sont très exposés à la crise sanitaire actuelle

Opportunités

- Amélioration des résultats économiques grâce à la stratégie de recentrage des activités sur le cœur de métier historique (courtage)
- Développement de canaux de distribution digitaux
- Être un acteur de la consolidation du marché

Menaces

- Environnement réglementaire complexe et contraignant, en particulier dans le domaine de l'assurance
- Concurrence importante sur le marché du courtage, ayant tendance à tirer les prix vers le bas
- Forte exposition de l'activité d'assurance aux risques systémiques (Covid-19 / récession)
- Développement de nouveaux modes de distribution et nouvelles concurrences



5 Evaluation des actions de la société APRIL

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

5.1 Méthodes d'évaluation écartées

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes suivantes :

5.1.1 Actif net comptable consolidé

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

Pour information, l'actif net comptable consolidé (part du groupe) au 31 décembre 2019 s'établit à 617,4 M€, soit une valeur par action de 15,1 € sur une base diluée.

5.1.2 Actif net comptable réévalué

La méthode de l'actif net comptable réévalué consiste à corriger l'actif net comptable des plus ou moins-values latentes identifiées à l'actif, au passif ou hors bilan. Cette méthode, souvent utilisée pour évaluer les sociétés de certains secteurs (holdings, 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'APRIL.

Cette approche serait, de plus, redondante avec l'approche fondée sur l'actualisation des flux futurs pour laquelle nous évaluons distinctement les activités de courtage d'une part et d'assurance d'autre part, comme nous y reviendrons.

5.1.3 Transactions comparables

La méthode des transactions comparables repose sur l'analyse des multiples extériorisés lors des opérations de rachat total ou partiel d'entreprises intervenues dans le secteur d'activité de l'entité évaluée.

Nous n'avons pas identifié de transaction²⁸ récente suffisamment comparable aux activités d'APRIL pour lesquelles l'information publique disponible est suffisante pour déterminer de façon fiable des multiples de transaction, raison pour laquelle cette méthode n'a pas été mise en œuvre.

²⁸ Etant notamment précisé que l'information publique disponible sur les transactions mentionnées au paragraphe 4.1 ne permet de déterminer les multiples d'acquisition.



5.1.4 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 indique dans son Rapport financier 2019 avoir « pris le parti de distribuer à ses actionnaires un montant minimum de l'ordre de 25 % de son résultat net sous forme de dividendes, complété de l'excédent de trésorerie une fois couverts les investissements et le dividende N-1. » A ce titre, la Société a versé en 2019, 2018 et 2017 des dividendes relatifs aux exercices 2018, 2017 et 2016 qui se sont élevés respectivement à 0,17 € par action, 0,27 € par action et 0,26 € par action.

En ce qui concerne l'exercice 2019, « le résultat net du groupe ressort à - 0,8 M€. Le Conseil d'administration, réuni le 11 mars 2020, va proposer à l'Assemblée générale de ne pas verser de dividende au titre de l'exercice 2019. »

Nous ne retiendrons pas cette méthode dans la mesure où les montants distribués sont variables dans le temps et où elle apparaît moins pertinente que l'approche par l'actualisation des flux futurs de trésorerie (DCF). La mise en œuvre de cette méthode ferait ressortir une valeur par action APRIL inférieure à celle extériorisée par la méthode du DCF.

5.1.5 Valeur liquidative

Nous n'avons pas considéré devoir retenir cette méthode, non pertinente dans un contexte où seules des approches en continuité d'exploitation permettant de valoriser les actions APRIL sont à retenir.

5.2 Méthodes d'évaluation retenues

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

- Les transactions récentes intervenues sur le capital d'APRIL (bloc EVOLEM, OPAS et bloc PERSEE PARTICIPATIONS) ;
- 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.



A titre indicatif, nous présenterons également :

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

5.2.1 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 APRIL, nous nous référons à l'acquisition du premier bloc d'actions auprès d'EVOLEM intervenue le 13 juin 2019, à l'OPAS initiée par ANDROMEDA INVESTISSEMENTS en juillet 2019 et à l'acquisition du second bloc d'actions auprès de PERSEE PARTICIPATIONS intervenue le 31 décembre 2019.

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

5.2.2 Actualisation des flux de trésorerie futurs (ou DCF²⁹)

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'APRIL. 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 celui-ci, donc le contrôle.

Nous avons évalué de manière distincte l'activité de courtage et l'activité d'assurance car, même si elles apparaissent complémentaires, ces 2 activités correspondent à des modèles économiques différents.

L'activité de courtage a été valorisée sur la base des flux de trésorerie d'exploitation prévisionnels établis à partir du budget 2020 et du plan d'affaires 2020 – 2022 pour les 2 années suivantes, transmis par la Société³⁰.

A partir de ces mêmes prévisions, l'activité d'assurance a été évaluée selon une approche DDM³¹ fondée sur les dividendes futurs prévisionnels des sociétés d'assurance détenues par le groupe APRIL. Cette approche usuelle pour les sociétés d'assurance permet d'intégrer les contraintes réglementaires liées au maintien d'une marge de solvabilité suffisante, c'est-à-dire de fonds propres réglementaires suffisants.

²⁹ Discounted Cash-Flows.

³⁰ Le plan d'affaires a fait l'objet d'une revue par le comité des indépendants de la Société lors de l'OPAS initiée par ANDROMEDA INVESTISSEMENT en juillet 2019.

³¹ Discounted Dividend Model.



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 et qu'elles n'en intègrent donc aucune conséquence, ce qui apparaît favorable à l'actionnaire minoritaire.

Il est précisé que nous n'avons pas retenu d'hypothèse de croissance externe dans la mesure où le management d'une part, et l'actionnaire majoritaire d'autre part, nous ont confirmé qu'il n'existait à ce jour aucune discussion en cours avec des cibles potentielles ou de stratégie de croissance externe arrêtée.

Les principales hypothèses du plan d'affaires figurent au paragraphe 5.4.1.2 présentant la mise en œuvre du critère du DCF.

La Société présentant une situation de trésorerie nette, les flux de trésorerie ont été actualisés au coût des fonds propres, déterminé en fonction des caractéristiques d'APRIL, en distinguant un taux d'actualisation approprié à chacune des deux activités de courtage et d'assurance.

La valeur terminale est calculée à la fin de l'horizon explicite du plan d'affaires sur la base d'un flux de trésorerie ou de dividende normatif actualisé à l'infini en tenant compte d'un taux de croissance estimé à long terme de ce dernier flux.

5.2.3 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.

La société est cotée sur le compartiment B d'EURONEXT PARIS (Code ISIN FR0004037125).

Selon les informations qui ressortent du projet de note d'information, la part du capital flottant s'établit à 0,94%.

Sur la base du dernier cours de bourse avant annonce de l'Offre, soit celui du 31 décembre 2019 (l'annonce est intervenue le 31 décembre 2019 après bourse), les cours moyens pondérés par les volumes (ci-après, désignés « CMPV »), les volumes échangés sur le titre et les taux de rotation qui en découlent se présentent comme suit sur une période de 24 mois :

APRIL - Analyse du cours de bourse

Cours moyens pondérés par les volumes 31 décembre 2019	en €/action	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 (31/12/2019)	22,50	1	1	12	12	0,00 %	0,00 %	0,09 %	0,09 %
CMPV 1 mois	21,97	1	11	13	240	0,00 %	0,03 %	0,01 %	0,17 %
CMPV 60 jours	21,79	1	73	27	1 592	0,00 %	0,18 %	0,02 %	1,13 %
CMPV 3 mois	21,79	1	73	27	1 592	0,00 %	0,18 %	0,02 %	1,13 %
CMPV 6 mois	21,74	30	3 804	662	82 690	0,07 %	9,29 %	0,37 %	46,28 %
CMPV 12 mois	21,35	50	12 583	1 066	268 588	0,12 %	30,74 %	0,45 %	113,94 %
CMPV 24 mois	20,59	28	14 408	585	296 702	0,07 %	35,20 %	0,23 %	118,42 %

Sources : Capital IQ et analyse Finexsi



Sur les 6 derniers mois (antérieurs au 31 décembre 2019) le volume des actions d'APRIL échangées est de 3.804 milliers d'actions (soit environ 30 milliers d'actions par jour de cotation). Sur cette même période, la rotation du capital flottant s'est établie à 46,28%. Il est précisé que cette période intègre les volumes échangés dans le cadre de l'OPAS initiée par ANDROMEDA INVESTISSEMENTS en juillet 2019, avec un pic de 1,4 millions d'actions échangées le 15 juillet 2019, ce qui a pour conséquence d'augmenter significativement la rotation du capital flottant sur la période analysée.

Sur les 3 derniers mois (excluant donc l'OPAS de juillet 2019), le volume d'actions échangées passe à 73 milliers (soit environ 1.218 actions par jour de cotation) et la rotation du capital flottant s'établit à 1,13%.

Nous présentons également à titre d'information la même analyse à la date du 23 mars 2020, veille du dépôt du premier projet de note d'information dans lequel figure le prix d'Offre. Les volumes échangés sur le titre et les taux de rotation qui en découlent se présentent comme suit sur une période de 24 mois :

APRIL - Analyse du cours de bourse

Cours moyens pondérés par les volumes 23 mars 2020	en €/action	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 (23/3/2020)	21,70	0	0	7	7	0,00 %	0,00 %	0,05 %	0,05 %
CMPV 1 mois	21,82	1	25	26	545	0,00 %	0,06 %	0,19 %	4,01 %
CMPV 60 jours	21,93	1	49	18	1 079	0,00 %	0,12 %	0,11 %	6,82 %
CMPV 3 mois	21,94	1	51	18	1 111	0,00 %	0,12 %	0,09 %	5,57 %
CMPV 6 mois	21,84	1	134	24	2 923	0,00 %	0,33 %	0,03 %	3,53 %
CMPV 12 mois	21,63	36	9 105	782	196 979	0,09 %	22,24 %	0,45 %	113,64 %
CMPV 24 mois	20,71	28	14 159	579	293 158	0,07 %	34,59 %	0,26 %	131,41 %

Sources : Capital IQ et analyse Finexsi

Sur les 6 derniers mois (antérieurs au 23 mars 2020), le volume des actions d'APRIL échangées est de 134 milliers d'actions (soit environ 1.088 actions par jour). Sur cette même période, la rotation du capital flottant s'est établie à 3,53%. Il est précisé que cette période n'intègre pas les volumes échangés lors de l'OPAS de juillet 2019.

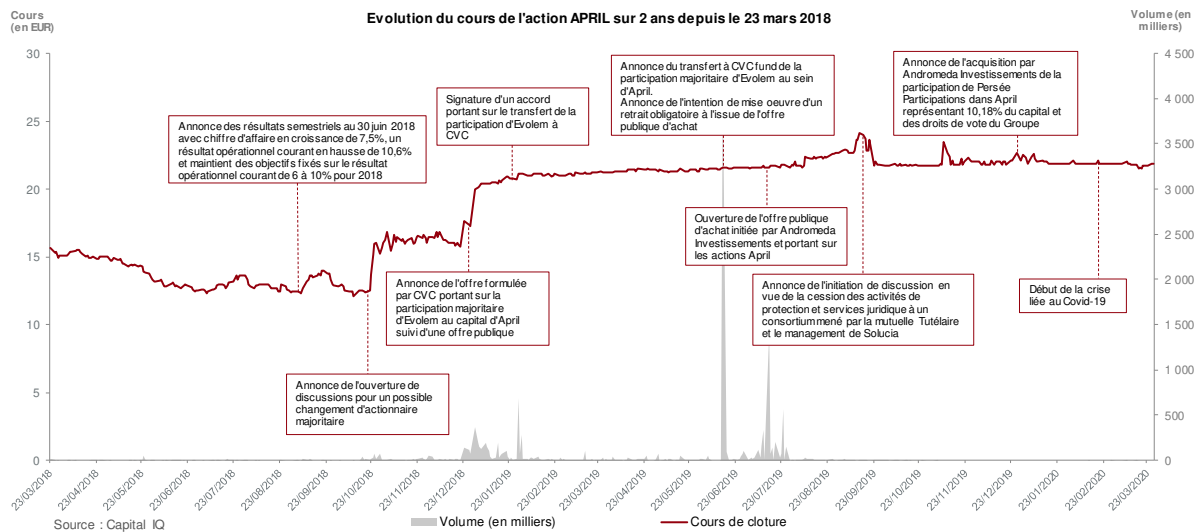
Sur les 3 derniers mois, le volume d'actions est de 51 milliers (soit environ 817 actions par jour de cotation) et la rotation du capital flottant s'établit à 5,57%.

Nous considérons que ces constats démontrent que le cours de bourse apparaît peu représentatif en raison d'un flottant et de volumes limités, notamment du fait de l'OPAS intervenue en juillet 2019, à l'issue de laquelle le capital flottant est devenu extrêmement restreint. Par ailleurs, nous relevons que le cours de bourse s'est ajusté depuis le début de l'année 2019 à des niveaux très proches du prix d'Offre, en lien avec les différentes informations communiquées au marché depuis le 29 décembre 2018³², ce qui traduit une vision convergente du marché sur le prix d'Offre même si cette référence de valorisation reste peu représentative compte tenu de la faible liquidité.

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

³² Annonce de l'entrée en négociations exclusives pour l'acquisition du bloc EVOLEM à un prix par action de 22,00 € (lequel est ensuite passé à 21,60 € puis à 20,90 € après ajustements).

Depuis le 23 mars 2018, le cours de bourse de l'action APRIL a évolué comme suit :



A titre d'information, le cours de bourse a évolué dans une fourchette de 12,10 € à 24,10 € sur la période du 23 mars 2018 au 23 mars 2020.

Nous relevons par ailleurs que le cours de bourse d'APRIL au 22 octobre 2018, veille de la publication du communiqué de presse d'APRIL annonçant l'initiation de discussions avec son actionnaire majoritaire dans le cadre de l'analyse des différentes options stratégiques et des possibles évolutions de sa participation au capital de la Société, était de 12,55 € et que sur les deux années précédant cette annonce, le cours de bourse a atteint son plus haut le 31 janvier 2018 à 16,20 €.

5.2.4 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 valorisé séparément les deux activités du groupe APRIL (courtage et assurance) sur la base de leur résultat net qui est l'agrégat le plus pertinent, tel que communément admis par les évaluateurs et les analystes pour les activités d'APRIL.

Nous avons constitué deux échantillons distincts de comparables et avons appliqué aux résultats nets 2020e et 2021e de chacune des activités d'APRIL, les multiples observés sur les mêmes périodes pour l'échantillon de comparables.

Il convient toutefois de noter que nous n'avons pas identifié de sociétés cotées pleinement comparable à APRIL, 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.



5.2.5 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 APRIL ne fait pas l'objet d'un suivi régulier de la part de plusieurs analystes et aucun objectif de cours n'a été publié depuis le 14 juin 2019.

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

5.3 Données de référence de la société APRIL

5.3.1 Nombre de titres retenu

Nos calculs sont réalisés sur la base du nombre d'actions composant le capital social au 31 décembre 2019 (41.041.461 actions), diminué du nombre d'actions auto-détenues (105.694 actions) à cette même date. Il est précisé qu'il n'existe aucun instrument dilutif en circulation au 31 décembre 2019.

Le nombre d'actions ainsi retenu s'établit à 40.935.767.



5.3.2 Dette financière nette

Les ajustements permettant le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres ont été déterminés sur la base des éléments de trésorerie et de dette financière du groupe APRIL tels qu'ils figurent dans les comptes consolidés du Groupe au 31 décembre 2019.

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


APRIL - Passage de la VE à la VFP

en k€	31/12/2019
Disponibilités	218 430
VMP	785
Concours bancaires	(18 478)
Emprunts auprès des établissements de crédits	(9 746)
Trésorerie nette	190 991
Comptes à terme	97 461
Trésorerie des activités d'assurance	(133 000)
Trésorerie / (dette) nette ajustée	155 452
Autres dettes financières	(32 312)
Provisions pour risques et charges	(17 127)
<i>dont provisions pour litiges</i>	<i>(5 383)</i>
<i>dont provisions pour retraites nettes des IDA comptabilisés</i>	<i>(2 761)</i>
<i>dont provisions pour autres risques et charges</i>	<i>(8 983)</i>
Intérêts minoritaires	(728)
Participations mises en équivalence	653
Litige fiscal à Malte	(35 600)
Dividendes versés aux minoritaires	(5 586)
Autres	53 000
Autres ajustements	(37 700)
Passage de la VE à la VFP	117 752

Source : Rapport financier annuel 2019 d'APRIL

Hormis la trésorerie, les emprunts auprès des établissements de crédit et les engagements de retraite qui n'appellent pas de commentaire particulier, nous avons inclus dans notre passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres les principaux éléments suivants :

- La trésorerie détenue par les compagnies d'assurance, non disponible car nécessaire au maintien des ratios de solvabilité, et donc au maintien de ces activités règlementées, soit 133 M€ au 31 décembre 2019 ;
- Les autres dettes financières, soit 32,3 M€ au 31 décembre 2019, qui intègrent principalement les compléments de prix pour 1,8 M€ et les dettes actualisées relatives aux engagements de rachats des minoritaires pour 29,7 M€ ;
- Les provisions pour des litiges (5,4 M€) et les autres provisions pour risques et charges (9,0 M€) comptabilisées dans les comptes consolidés du Groupe au 31 décembre 2019. Nous nous sommes assurés que ces provisions ne figurent pas par ailleurs dans les flux du DCF ;
- Le décaissement, intervenu en janvier 2020, relatif au règlement du litige fiscal à Malte pour lequel un accord a été conclu avec l'administration fiscale française le 10 décembre 2019 (35,6 M€) ;
- Les dividendes qui seront versés aux minoritaires des sociétés détenues par le Groupe avant exercice des engagements de rachat (soit sur la période 2020 à 2024) pour 5,6 M€. Ces dividendes, dont le montant a été estimé par le management, ont été actualisés en fonction de leur horizon probable de versement ;

- 
- Autres pour 53 M€, comprenant notamment les produits de cessions attendus des activités de protection et services juridiques et de la société Axeria IARD, ainsi que des charges relatives à la liquidation et à la recapitalisation de certaines sociétés du Groupe³³.

Après retraitements, la trésorerie financière nette ajustée ressort à 117.752 K€.

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 réelles de l'entreprise 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.

5.4 Mise en œuvre de la valorisation de la Société APRIL

5.4.1.1 Transactions récentes intervenues sur le capital de la Société

Concernant APRIL, nous nous référons aux transactions suivantes :

- L'acquisition du premier bloc d'actions auprès d'EVOLEM intervenue le 13 juin 2019 ;
- L'OPAS initiée par ANDROMEDA INVESTISSEMENTS en juillet 2019 en suite d'acquisition ; et
- L'acquisition du second bloc d'actions auprès de PERSEE PARTICIPATIONS intervenue le 31 décembre 2019.

Concernant l'acquisition du premier bloc d'actions auprès d'EVOLEM

En 2018, EVOLEM, société holding de Monsieur Bruno ROUSSET, fondateur du groupe APRIL et actionnaire de contrôle de la Société, a mis en œuvre un processus compétitif aux fins de céder la totalité de sa participation dans le capital de la société APRIL. A l'issue de ce processus compétitif, EVOLEM a retenu l'offre formulée par CVC CAPITAL PARTNERS, qui a abouti à la signature d'un contrat d'acquisition le 28 janvier 2019. La réalisation définitive de la cession du bloc de 26.639.922 actions³⁴, représentant 64,91% du capital et 64,79% des droits de vote d'APRIL, est intervenue le 13 juin 2019, au prix de 21,60 € par action³⁵.

Il est précisé qu'EVOLEM bénéficiait d'un droit de suite dans le cas où l'acquéreur aurait cédé, dans les 12 mois suivant la signature du contrat d'acquisition, plus des deux tiers des titres acquis auprès d'EVOLEM, à un prix supérieur au prix d'acquisition. Ce droit de suite est aujourd'hui caduc puisque l'acquéreur détient toujours les titres APRIL ayant fait l'objet du contrat d'acquisition en janvier 2019.

³³ Les sociétés en liquidation, présentant une marge brute négative, ont en contrepartie été retirées des flux du plan d'affaires à la date attendue de leur liquidation.

³⁴ Dont 24.594.715 actions cédées à ANDROMEDA INVESTISSEMENTS et 2.045.207 actions cédées à ANDROMEDA HOLDING.

³⁵ Ce prix de 21,60 € s'entend après application du mécanisme d'ajustement de prix. Le prix initial de 22,00 € par action a en effet été ajusté de 0,17 € pour tenir compte du dividende versé aux actionnaires d'APRIL ainsi que de 0,23 € au titre du litige fiscal à Malte.



Par ailleurs, aux termes de cette cession, les parties ont convenu qu'EVOLEM réinvestisse une partie de son produit de cession et reste ainsi engagée dans la bonne marche de la société APRIL. Les modalités de ce réinvestissement en actions ordinaires, obligations à taux fixe et ADP³⁶ au niveau d'ANDROMEDA HOLDING sont détaillées au § 6.1, étant précisé que le pacte d'associés conclu le 13 juin 2019 entre FINANCIERE ANDROMEDA et EVOLEM ne comporte aucun mécanisme de garantie de prix de sortie au bénéfice d'EVOLEM en cas de cession de ses titres.

En sa qualité de Président et fondateur du groupe APRIL, nous considérons que Monsieur Bruno ROUSSET 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 21,60 €.

De plus, la mise en œuvre d'un processus compétitif lui a permis de rechercher le meilleur prix de cession pour son bloc de contrôle.

Dans ces conditions, le prix de 21,60 € par action constitue donc une référence de valorisation des titres de la société APRIL.

Il convient toutefois de noter que ce prix était assorti de garanties consenties par EVOLEM, lesquelles ont été mises en œuvre à hauteur de 18.903.236 €, soit l'équivalent 0,70 € par action³⁷. En conséquence, dans le cadre de l'appréciation de la présente Offre, il convient donc de se référer à un prix ajusté de 20,90 €³⁸ par action pour le prix du bloc.

Sur ces bases, le prix de l'Offre extériorise une prime de 5,26% par rapport au prix d'acquisition du bloc de contrôle.

Concernant l'OPAS initiée par ANDROMEDA INVESTISSEMENTS

À la suite de l'acquisition du bloc auprès d'EVOLEM décrite ci-avant, ANDROMEDA INVESTISSEMENTS a initié, en juillet 2019, une OPAS sur l'ensemble des titres APRIL non encore détenus. Le prix proposé aux actionnaires minoritaires était strictement identique au prix d'acquisition du bloc, soit 21,60 € par action.

Les actionnaires minoritaires ont dans ce cadre apporté 9.389.412³⁹ titres, représentant environ 68% des titres visés par l'OPAS.

³⁶ Les ADP 1 ont été souscrites dans un second temps, en février 2020, suite à l'entrée de PERSEE PARTICIPATIONS au capital d'ANDROMEDA HOLDING.

³⁷ 18.903.236 € / 26.639.922 actions cédées

³⁸ 21,60 € - 0,70 €

³⁹ « En ce compris 4.242.043 titres acquis sur le marché au prix de 21,60 € postérieurement à la publication de l'avis de dépôt du projet d'OPAS par l'AMF mais antérieurement à l'ouverture de l'offre et 3.234 titres acquis sur le marché au prix de 21,60 € postérieurement à la clôture de l'offre. »



Le solde des titres non apportés à l'OPAS se compose, d'une part, des titres détenus préalablement et acquis pendant ou postérieurement à l'offre sur le marché par Monsieur Christian BURRUS et les sociétés qu'il contrôle et, d'autre part, des titres non apportés par les autres actionnaires minoritaires, représentant moins de 1% du capital de la Société et objets de la présente OPR.

Il est par ailleurs précisé que les titres acquis pendant ou postérieurement à l'OPAS par Monsieur Christian BURRUS et les sociétés qu'il contrôle l'ont été à un prix très proche de celui proposé dans le cadre de l'OPAS.

Entre la clôture de l'OPAS le 26 juillet 2019 et le 14 octobre 2019, l'Initiateur a acquis au prix de l'OPAS (21,60 €), sur le marché, un total de 3.234 actions de la Société.

Par conséquent « à l'issue de ces acquisitions, le 14 octobre 2019, l'Initiateur détenait 36.458.438⁴⁰ Actions représentant, en application de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF, 88,83% du capital et 88,53% des droits de vote théoriques de la Société⁴¹ ».

Ces constats démontrent selon nous que le prix de 21,60 € a été validé par le marché qui, dans sa grande majorité, et à l'exception des sociétés liées à Monsieur Christian BURRUS, a fait le choix d'apporter ses titres à l'OPAS.

Pour être complet, il convient de relever que ce prix de 21,60 € devait être apprécié dans un contexte où le risque lié au contentieux fiscal visant AXERIA RE était alors estimé à 19,3 M€ sous réserve d'une franchise de 10,0 M€, soit un risque net pris en compte lors de l'OPAS de 9,3 M€⁴², là où son coût pour la société s'est établi en définitive à 41,1 M€⁴³, soit une augmentation nette de la charge de 21,8 M€⁴⁴, soit 0,53 €⁴⁵ par action.

Concernant l'acquisition du second bloc d'actions auprès de PERSEE PARTICIPATIONS

Le 30 décembre 2019, ANDROMEDA INVESTISSEMENTS et ANDROMEDA HOLDING ont conclu avec PERSEE PARTICIPATIONS⁴⁶ un contrat d'acquisition par lequel cette dernière s'est engagée à céder à ANDROMEDA INVESTISSEMENTS l'intégralité de sa participation, soit 4.178.649 actions représentant 10,18% du capital et 10,18% des droits de vote théoriques d'APRIL, au prix de 22,00 € par action. La réalisation de cette acquisition hors marché est intervenue le 31 décembre 2019.

⁴⁰ « En ce compris 105.694 actions auto-détenues assimilées aux Actions détenues par l'Initiateur en application des dispositions de l'article L.233-9, 1^{er} du code de commerce, et 323.410 actions gratuites dont les bénéficiaires ont souscrit aux accords de liquidité [...], assimilées aux actions détenues par l'Initiateur en application des dispositions de l'article L.233-9 I, 4^o du code de commerce. »

⁴¹ « Sur la base d'un capital composé de 41.041.461 actions représentant au plus 41.060.332 droits de vote au 30 septembre 2019, en application du 2^{ème} alinéa de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF. »

⁴² Soit un ajustement de 0,23 € par action résultant du calcul suivant : (19,3 M€ - 10,0 M€) / 41.041.461 actions.

⁴³ Pour information, le montant provisionné au titre de ce litige fiscal dans les comptes consolidés du groupe au 31 décembre 2018 s'élevait à 15 M€.

⁴⁴ 41,1 M€ - 19,3 M€.

⁴⁵ 21,8 M€ / 41.041.461 actions.

⁴⁶ Société de droit luxembourgeois contrôlée par Monsieur Christian BURRUS.



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 PERSEE PARTICIPATIONS et le prix d'acquisition de ce bloc, soit 22,00 € par action, est strictement identique à celui proposé aux actionnaires minoritaires dans le cadre de la présente OPR.

Par ailleurs, il est précisé « *qu'afin de financer l'acquisition des Actions détenues par Persée Participations, cette dernière a consenti à Andromeda Holding un crédit vendeur d'un montant de 11.230.658 euros. Ce crédit vendeur est matérialisé par 11.230.658 actions de préférence de catégorie 2 sans droit de vote souscrites à leur valeur nominale d'un euro (les « ADP2 ») émises par Andromeda Holding sur la base du Prix d'Offre par Action* », dont les modalités sont détaillées au § 6.2.

Le 30 décembre 2019, FINANCIERE ANDROMEDA, EVOLEM et PERSEE PARTICIPATIONS ont conclu un avenant au pacte d'associés du 13 juin 2019 initialement conclu entre FINANCIERE ANDROMEDA et EVOLEM. Cet avenant, applicable à compter du 9 janvier 2020, fait suite à l'investissement de PERSEE PARTICIPATIONS au capital d'ANDROMEDA HOLDING. Il ne comporte aucun complément de prix de quelque nature que ce soit, ni aucun mécanisme de garantie de prix de sortie au bénéfice de PERSEE PARTICIPATIONS ou d'EVOLEM.

Dans ces conditions, et compte tenu de l'analyse des accords connexes présentée au § 6, le prix de 22,00 € par action constitue également donc une référence de valorisation des titres de la société APRIL.

Les différentes transactions récentes et représentatives observées sur le capital d'APRIL extériorisent une fourchette de prix par action comprise entre 20,90 € (prix du bloc de contrôle sous déduction des garanties payées) et 22,00 € (rachat du bloc PERSEE PARTICIPATIONS). Le prix d'Offre correspond ainsi à la borne haute de ces références et fait ressortir une prime de 5,2% par rapport à la borne basse.



5.4.1.2 L'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels

Nous avons mené nos travaux sur la base du plan d'affaires « *standalone* » 2020-2022, communiqué par la Société. Ce plan d'affaires a fait l'objet d'une revue par le comité des indépendants de la Société lors de l'OPAS initiée par ANDROMEDA INVESTISSEMENTS en juillet 2019. Ce plan d'affaires est celui qui a été considéré par l'expert indépendant dans le cadre de l'OPAS et pour lequel le budget 2020 a été mis à jour, sans remise en cause des prévisions des années suivantes. Il présente d'une part, les activités de courtage et, d'autre part, les activités d'assurance, que nous avons valorisées séparément en raison de leurs différences de modèle économique.

Ce plan d'affaires qui constitue l'outil de pilotage de la direction a été construit selon une approche « *bottom-up* », étant précisé qu'une ligne directrice est fixée par le management pour ce qui concerne les grandes hypothèses du plan (masse salariale, investissements...) et repose sur un plan de digitalisation qui constitue un facteur clé pour la Société. Il n'intègre pas les effets de la norme IFRS 16 et nous n'avons pas retenu d'hypothèse de croissance externe dans la mesure où le management nous a confirmé qu'il n'existait à ce jour aucune discussion en cours avec des cibles potentielles.

Ces prévisions ayant été établies avant la survenue de la crise sanitaire, elles n'intègrent pas l'incidence négative de cette crise sur le niveau d'activité et les résultats de la Société, ce qui est favorable à l'actionnaire minoritaire et de nature à donner la pleine valeur du plan d'affaires dans un contexte de retrait obligatoire. Le management nous a par ailleurs indiqué que la visibilité sur le niveau d'activité des prochains mois était insuffisante à ce jour pour établir de nouvelles prévisions suffisamment fiables dans le contexte de crise actuel.

Enfin, le management nous a confirmé l'absence de rupture stratégique depuis l'arrivée du nouvel actionnaire de contrôle, étant rappelé qu'il nous a également confirmé que ce plan d'affaires est identique à celui communiqué à ASSOCIES EN FINANCE, expert indépendant dans le cadre de l'OPAS initiée par ANDROMEDA INVESTISSEMENTS en juillet 2019.

Concernant l'activité courtage

L'activité de courtage a été valorisée sur la base des flux de trésorerie prévisionnels établis à partir du plan d'affaires 2020 – 2022 transmis par la Société et dont les principales hypothèses structurantes se présentent comme suit :

- Un taux de croissance annuel moyen de la marge brute de 1,4% sur la période pour atteindre environ 352 M€ en fin de plan ;
- Des investissements (corporels et incorporels) de l'ordre de 20 M€ par an, stables sur la période ;
- Une variation de BFR nulle.



Ce plan d'affaires s'inscrit globalement dans la continuité et le maintien des performances actuelles du Groupe, avec une légère amélioration des marges et du niveau d'activité, malgré les pressions concurrentielles auquel le Groupe est confronté. Il apparaît globalement équilibré étant précisé que cela résulte d'hypothèses jugées plutôt volontaristes sur la partie *santé prévoyance* qui subit une pression concurrentielle forte et plus conservatrices sur la partie *dommages*, sans tenir compte ici des conséquences négatives de la crise actuelle qui ne sont pas appréhendées.

Détermination des flux :

Les flux de trésorerie ont été actualisés à mi-année à compter du 1^{er} janvier 2020.

Dans la mesure où la majeure partie des résultats sont réalisés en France, nous avons modélisé l'impôt sur les sociétés sur la base des règles françaises. Par conséquent, l'impôt sur les sociétés a été modélisé conformément au projet de loi de finance 2020, prévoyant un taux d'imposition de 25,8% à l'horizon 2022.

Flux normatif

Le flux normatif a été construit sur la base d'un taux de marge d'EBIT en ligne avec la moyenne des taux de marge constatés ou attendus sur la période 2019 – 2022e.

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 de 1,25% a été appliqué au flux normatif, en ligne avec le taux d'inflation à long terme, c'est-à-dire sans factoriser d'érosion tarifaire du fait de la pression concurrentielle.

Taux d'actualisation

La Société présentant une situation de trésorerie nette, les flux de trésorerie ont été actualisés au coût des fonds propres.

Nous avons déterminé un coût des fonds propres distinct pour chaque activité. Celui-ci a été estimé à 9,29% pour l'activité de courtage sur la base :

- D'un taux sans risque de -0,03% correspondant au taux moyen de l'OAT 10 ans (moyenne 1 an calculée au 31 mars 2020 - Source : Banque de France) ;
- D'une prime de risque marché de 8,07% (moyenne 1 an des primes de risques Associés en Finance à fin mars 2020) ; étant observé que le recours à la moyenne 1 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 des comparables de 0,85⁴⁷ (Source : Capital IQ) ;
- D'une prime de 2,4% retenue pour refléter la moindre taille de l'activité de courtage par rapport à celle des comparables (Sources : Duff & Phelps - Valuation Handbook et analyse Finexsi).

Concernant l'activité d'assurance

L'activité d'assurance a été valorisée sur la base des dividendes prévisionnels des sociétés d'assurance détenues par le groupe APRIL. Ces dividendes représentent la meilleure estimation des flux de trésorerie disponibles pour l'actionnaire compte tenu des contraintes règlementaires qui pèsent sur cette activité, en particulier concernant le niveau des fonds propres règlementaires requis pour satisfaire aux exigences de solvabilité.

Détermination des flux :

Les dividendes versés par les sociétés d'assurance ont été actualisés à mi-année à compter du 1^{er} janvier 2020.

Flux normatif

Le flux normatif a été construit sur la base d'un niveau de dividende en ligne avec celui de la dernière année de l'horizon explicite du plan d'affaires.

Un taux de croissance à l'infini de 1,25% a été appliqué au flux normatif.

Taux d'actualisation

De même que pour l'activité courtage, les flux de trésorerie de l'activité assurance ont été actualisés au coût des fonds propres. Celui-ci a été estimé à 12,89% sur la base :

- D'un taux sans risque de -0,03% correspondant au taux moyen de l'OAT 10 ans (moyenne 1 an calculée au 31 mars 2020 - Source : Banque de France) ;
- D'une prime de risque marché de 8,07% (moyenne 1 an des primes de risques Associés en Finance à fin mars 2020) ; étant observé que le recours à la moyenne 1 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 des comparables de 0,99⁴⁸ pour l'activité d'assurance (Source : Capital IQ) ;

⁴⁷ Nous avons retenu les bêtas des comparables ayant un R² supérieur à 20%.

⁴⁸ Nous avons retenu les bêtas des comparables ayant un R² supérieur à 20%.

- D'une prime de 4,9% retenue pour refléter la moindre taille de l'activité d'assurance par rapport à celle des comparables (Source Duff & Phelps - Valuation Handbook et analyse Finexsi).

Calculs de valorisation

Sur ces bases, la valeur des fonds propres s'établit à 835,0 M€ et la valeur par action APRIL à 20,4 €.

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

		Taux d'actualisation (%)				
		-0,50%	-0,25%	0,00%	+0,25%	+0,50%
Croissance à l'infini (%)	+0,50%	22,6	21,9	21,4	20,8	20,3
	+0,25%	22,0	21,4	20,9	20,3	19,8
	0,0%	21,5	20,9	20,4	19,9	19,4
	-0,25%	21,0	20,5	20,0	19,5	19,1
	-0,50%	20,5	20,0	19,5	19,1	18,7

Nous retiendrons à l'issue de cette analyse une fourchette de valeurs comprises entre 19,9 € et 20,9 € par action APRIL, avec une valeur centrale de 20,4 €. Le prix d'Offre fait ainsi ressortir une prime de 10,5% par rapport à la borne basse et une prime de 5,2% par rapport à la borne haute de notre fourchette.

Ces valeurs sont selon nous représentatives de la pleine valeur de la Société, en particulier dans le contexte actuel de crise sanitaire, puisqu'aucune baisse d'activité en lien avec cette crise n'est factorisée dans les flux.

5.4.1.3 La référence au cours de bourse (à titre secondaire)

Nous présentons ci-dessous les cours de bourse moyens pondérés par les volumes au 31 décembre 2019 (l'annonce de l'OPR étant intervenue le 31 décembre 2019 après bourse) et au 23 mars 2020 (veille du dépôt du premier projet de note d'information) :

APRIL - Analyse du cours de bourse

Cours moyens pondérés par les volumes 31 décembre 2019	en €/action	Prime / (décote) induite par le prix d'offre de 22€
Spot (31/12/2019)	22,50	(2,2) %
CMPV 1 mois	21,97	+0,2 %
CMPV 60 jours	21,79	+1,0 %
CMPV 3 mois	21,79	+1,0 %
CMPV 6 mois	21,74	+1,2 %
CMPV 12 mois	21,35	+3,1 %
CMPV 24 mois	20,59	+6,8 %
Plus haut 12 mois (13/9/2019)	24,10	(8,7) %
Plus bas 12 mois (31/12/2018)	19,95	+10,3 %
Plus haut 24 mois (13/9/2019)	24,10	(8,7) %
Plus bas 24 mois (11/10/2018)	12,10	+81,8 %

Sources : Capital IQ et analyse Finexsi

APRIL - Analyse du cours de bourse

Cours moyens pondérés par les volumes 23 mars 2020	en €/action	Prime / (décote) induite par le prix d'offre de 22€
Spot (23/3/2020)	21,70	+1,4 %
CMPV 1 mois	21,82	+0,8 %
CMPV 60 jours	21,93	+0,3 %
CMPV 3 mois	21,94	+0,3 %
CMPV 6 mois	21,84	+0,7 %
CMPV 12 mois	21,63	+1,7 %
CMPV 24 mois	20,71	+6,3 %
Plus haut 12 mois (13/9/2019)	24,10	(8,7) %
Plus bas 12 mois (9/5/2019)	21,20	+3,8 %
Plus haut 24 mois (13/9/2019)	24,10	(9) %
Plus bas 24 mois (11/10/2018)	12,10	+82 %

Sources : Capital IQ et analyse Finexsi

Au 31 décembre 2019, le prix d'Offre fait ressortir une décote de 2,2% par rapport au cours spot et des primes de 0,2% et 1,0% par rapport aux cours moyens pondérés par les volumes 1 mois et 60 jours.

Au 23 mars 2020, le prix d'Offre fait ressortir une prime de 1,4% par rapport au court spot et des primes de 0,8% et 0,3% par rapport aux cours moyens pondérés par les volumes 1 mois et 60 jours.

Ces analyses démontrent que le cours de bourse d'APRIL s'est ajusté depuis le début de l'année 2019 à des niveaux très proches du prix d'Offre, en lien avec les différentes informations communiquées au marché depuis le 29 décembre 2018 et l'annonce de l'entrée en négociations exclusives pour l'acquisition du bloc EVOLEM à un prix par action de 22,00 € (lequel est ensuite passé à 21,60 € après ajustements).

Par conséquent, nous considérons que le cours de bourse apparaît peu représentatif de la valeur de l'action APRIL, sauf à observer qu'il converge vers le prix d'Offre.

Par ailleurs, l'analyse du cours de bourse d'APRIL à fin 2018, avant l'annonce de l'entrée en négociations exclusives pour l'acquisition du bloc EVOLEM, ne nous paraît pas davantage pertinente dans la mesure où cette référence apparaît trop ancienne.



5.4.1.4 Comparables boursiers (à titre indicatif)

5.4.1.4.1 Multiples observés sur les sociétés cotées comparables

Compte tenu des spécificités de la société APRIL, il n'existe pas de société qui lui soit pleinement comparable, en raison notamment de la répartition des activités du Groupe, de sa taille et de son positionnement géographique.

Nous avons cependant constitué deux échantillons distincts de sociétés cotées pour valoriser d'une part, les activités de courtage et, d'autre part, les activités d'assurance.

Par ailleurs, compte tenu de la crise sanitaire en cours et de son incidence sur les marchés boursiers, nous avons déterminé les multiples de PER sur la base d'un CMPV 3 mois au 31 mars 2020, date proche de l'émission du présent rapport, ainsi qu'au 31 décembre 2019, l'annonce de l'Offre étant intervenue à la même date après bourse, afin de présenter également des multiples qui ne soient pas impactés par le contexte boursier actuel.

Valorisation de l'activité de courtage :

Nous avons identifié les sociétés cotées suivantes pour l'activité de courtage :

- AON PLC est une société britannique qui exerce des activités de courtage en assurance et de conseil en matière de gestion des risques. Elle opère dans 120 pays et est principalement implantée aux Etats-Unis, Royaume-Uni ainsi que dans la région Europe, Afrique et Moyen-Orient (EMEA). Elle a réalisé en 2019 un chiffre d'affaires de 11.013 M\$ (environ 9.814 M€), un résultat net de 1.574 M\$ et compte environ 50.000 employés ;
- WILLIS TOWERS WATSON est un groupe britannique proposant des prestations de courtage en assurance et réassurance ainsi que des prestations de conseil en gestion des risques. Le Groupe génère ses revenus dans 140 pays principalement en Amérique du Nord, Royaume-Uni ainsi qu'en Europe de l'ouest. Son chiffre d'affaires 2019 s'est élevé à 9.039 M\$ (environ 8.055 M€) pour un résultat net de 1.073 M\$. La Société compte plus de 45.000 employés ;
- ARTHUR J. GALLAGHER & CO est un groupe américain spécialisé dans les prestations de courtage en assurance, de conseil ainsi que dans les prestations de gestion et d'évaluation des risques. Le Groupe emploie environ 33.300 employés, est présent dans 49 pays et génère ses revenus principalement en Amérique du Nord et au Royaume-Uni. Son chiffre d'affaires en 2019 s'est élevé à 7.195 M\$ (environ 6.411 M€) et son résultat à 716 M\$;
- BROWN & BROWN INC est une société américaine spécialisée dans le courtage en assurance principalement dans le domaine de l'assurance dommage et des retraites. Elle fournit également des prestations de service en matière de gestion des risques. Le Groupe emploie plus de 10.000 collaborateurs, est présent dans plus de 290 pays et opère principalement aux Etats-Unis et au Royaume-Uni. En 2019, le Groupe a réalisé un chiffre d'affaires de 2.392 M\$ (environ 2.131 M€) et un résultat net de 399 M\$ (environ 355 M€).



Nous n'avons pas retenu la société MARSH & MCLENNAN dans notre échantillon du fait de l'importance de son activité de conseil (43% du chiffre d'affaires) à travers ses filiales OLIVER WYMAN (conseil en stratégie) et MERCER (conseil en ressources humaines).

Nous obtenons les multiples suivants sur la base des agrégats estimés issus des consensus d'analystes pour 2020e, 2021e et 2022e :

Au 31 décembre 2019

April - Courtage - Multiples* observés sur les sociétés comparables

Comparables - CMPV 3 mois - 31 décembre 2019	Pays	RN (mEUR)	Capitalisation boursière (mEUR) **	xPER		
				2020e	2021e	2022e
Aon plc	United Kingdom	1 365	43 458	19,2x	17,6x	nd
Willis Towers Watson Public Limited Company	United Kingdom	930	23 136	16,0x	14,7x	nd
Arthur J. Gallagher & Co.	United States	596	15 828	21,0x	18,4x	nd
Brown & Brown, Inc.	United States	355	9 912	25,1x	23,4x	nd
Moyenne				20,3x	18,6x	nd
Médiane				20,1x	18,0x	nd

* Multiples induits par une capitalisation boursière sur la base du CMPV 3 mois au 31 déc. 19 et d'un nombre moyen d'action sur 3 mois

** Capitalisation boursière calculée sur la base d'un cours de bourse au 31/12/2019

Source: Capital IQ

Au 31 mars 2020

April - Courtage - Multiples* observés sur les sociétés comparables

Comparables - CMPV 3 mois - 31 mars 2020	Pays	RN (mEUR)	Capitalisation boursière (mEUR) **	xPER		
				2020e	2021e	2022e
Aon Plc	United Kingdom	1 365	34 963	18,5x	16,3x	15,5x
Willis Towers Watson Public Limited Company	United Kingdom	930	19 895	14,5x	13,4x	11,9x
Arthur J. Gallagher & Co.	United States	596	14 064	21,5x	18,9x	17,9x
Brown & Brown, Inc.	United States	355	9 345	27,8x	25,0x	23,3x
Moyenne				20,6x	18,4x	17,2x
Médiane				20,0x	17,6x	16,7x

* Multiples induits par une capitalisation boursière sur la base du CMPV 3 mois au 31 mars. 20 et d'un nombre moyen d'action sur 3 mois

** Capitalisation boursière calculée sur la base d'un cours de bourse au 31/3/2020

Source: Capital IQ

Valorisation de l'activité d'assurance :

Nous avons identifié les sociétés cotées suivantes pour l'activité d'assurance :

- ALLIANZ SE est une compagnie d'assurance allemande qui exerce des activités d'assurance vie et santé, d'assurance non-vie et de gestion d'actifs. Avec un portefeuille de plus de 100 millions de clients, elle est présente dans plus de 70 pays et génère ses revenus en Allemagne, Europe de l'Ouest, Asie Pacifique ainsi que dans les pays anglosaxons. Le Groupe emploie plus de 147.200 employés et a réalisé un chiffre d'affaires de 142.369 M€ en 2019 ainsi qu'un résultat net de 8.302 M€ (dont 7.914 M€ de résultat net part du groupe) ;



- AXA SA est le premier groupe d'assurance en Europe. Il opère majoritairement à travers des activités d'assurance vie, non-vie et de gestion d'actifs. Cette compagnie est présente dans 57 pays notamment en Europe, Amérique du nord et en Asie Pacifique. Axa emploie environ 160.000 collaborateurs et a généré un chiffre d'affaires de 103.532 M€ (dont 100.096 M€ provenant des compagnies d'assurances) pour un résultat net part du groupe de 3.857 M€ en 2019 ;
- ASSICURAZIONI GENERALI S.P.A. est une compagnie d'assurance italienne proposant des services d'assurance vie, non-vie ainsi que de la gestion d'actifs. Elle opère dans plus de 50 pays et génère essentiellement ses revenus en Italie, en France et en Allemagne. Assicurazioni Generali emploie environ 72.000 personnes. La société a émis des primes brutes de 69.785 M€ et a réalisé un résultat net de 2.670 M€ en 2019 ;
- UNIPOLSAI ASSICURAZIONI S.P.A. est une compagnie d'assurance italienne proposant des services d'assurance vie et non-vie ainsi que de la gestion immobilière. Elle opère principalement sur le marché italien et emploie environ 14.700 personnes. Les primes brutes émises s'élèvent à 14.014 M€ en 2019 et le résultat net à 655 M€ (dont 628 M€ de résultat net part du groupe) ;
- CNP ASSURANCES SA est une compagnie d'assurance française proposant des services d'assurance vie et non-vie. Elle opère principalement en France, en Europe, Amérique Latine, Brésil et compte environ 38 millions d'assurés prévoyance et 12 millions d'assurés épargne retraite. CNP Assurances emploie environ 5.400 personnes. Le montant des primes brutes émises s'est élevé à 33.436 M€ et le résultat net part du groupe à 1.412 M€ en 2019 ;
- MAPFRE, S.A. est une compagnie d'assurance espagnole proposant des services d'assurance vie, non-vie et de réassurance. Elle est présente dans 49 pays principalement en région ibérique et en Amérique latine et assure environ 26 millions de personnes. Le groupe a émis des primes brutes de 23.043 M€ et a réalisé résultat net de 955 M€ en 2019 (dont 609 M€ de résultat net part du groupe) ;
- AGEAS SA/NV est une compagnie d'assurance proposant des solutions d'assurance vie et non-vie. Elle opère dans 14 pays à travers la Belgique, l'Europe, le Royaume-Uni et l'Asie et détient un portefeuille de 47 millions de clients. Ageas emploie environ 45.000 personnes et a émis des primes brutes de 9.384 M€ en 2019 pour un résultat net de 1.178 M€ (dont 979 M€ de résultat net part du groupe) ;
- ASR NEDERLAND N.V. est une compagnie d'assurance hollandaise proposant des services d'assurance vie, non-vie et exerce également une activité de gestion d'actifs. Elle génère essentiellement ses revenus aux Pays-Bas et emploie environ 3.900 personnes. Grâce à un portefeuille constitué de plus d'1,5 millions de clients, la société a émis en 2019 des primes brutes de 4.666 M€ et a réalisé un résultat net part du groupe de 972 M€ ;
- AEGON N.V. est une compagnie d'assurance hollandaise proposant principalement des services d'assurance vie, d'assurance accident et santé ainsi que des services bancaires et de gestion d'actifs. Elle opère dans plus de 20 pays, emploie environ 23.800 personnes et gère un portefeuille d'environ 29,9 millions de clients. La société a émis des primes brutes de 18.138 M€ en 2019 et a réalisé un résultat net de 1,239 M€ ;

- ZURICH INSURANCE GROUP AG est une compagnie d'assurance suisse proposant des services d'assurance dommages, vie, réassurance ainsi que de la gestion d'actifs et des services bancaires. Elle opère dans plus de 215 pays et territoires majoritairement situés en Amérique du nord et du sud, en Europe et Asie pacifique. Zurich Insurance emploie environ 54.000 personnes et a émis des primes brutes de 48.056 M\$ (soit environ 44.822 M€) pour un résultat net de 4.384 M\$ en 2019 (dont 4,147 M\$ de résultat net part du groupe, soit environ 3.695 M€) ;
- AVIVA PLC est une compagnie d'assurance britannique proposant des services d'épargne, d'assurance vie, non-vie ainsi que de gestion d'épargne retraite. Elle opère principalement au Royaume-Uni, Canada et en Europe et emploie environ 30.000 personnes. Au titre de l'exercice 2019, elle a émis des primes brutes de 31.243 M£ (soit environ 36.872 M€) et a réalisé un résultat net de 2.663 M£ (dont 2,548 M£ de résultat net part du groupe, soit environ 3.007 M€).

Nous obtenons les multiples suivants sur la base des agrégats estimés issus des consensus d'analystes pour 2020e, 2021e et 2022e :

Au 31 décembre 2019

April - Assurance - Multiples* observés sur les sociétés comparables

Comparables - CMPV 3 mois - 31 décembre 2019	Pays	RN (mEUR)	Capitalisation boursière (mEUR) **	xPER		
				2020e	2021e	2022e
Allianz SE	Germany	7 914	90 901	10,7x	10,4x	9,5x
AXA SA	France	3 857	60 384	8,2x	7,8x	
Assicurazioni Generali S.p.A.	Italy	2 670	28 870	10,6x	10,2x	10,0x
UnipolSai Assicurazioni S.p.A.	Italy	628	7 201	10,9x	10,7x	12,7x
CNP Assurances SA	France	1 412	12 167	8,2x	7,9x	7,7x
Mapfre, S.A.	Spain	609	7 204	9,2x	8,7x	8,5x
ageas SA/NV	Belgium	979	10 095	11,2x	10,8x	10,4x
ASR Nederland N.V.	Netherlands	972	4 704	7,1x	7,0x	6,3x
Aegon N.V.	Netherlands	1 239	8 056	5,4x	5,0x	5,2x
Zurich Insurance Group AG	Switzerland	3 695	53 170	12,3x	11,8x	11,5x
Aviva plc	United Kingdom	3 007	19 374	7,2x	6,7x	7,9x
Moyenne				9,2x	8,8x	9,0x
Médiane				9,2x	8,7x	9,0x

* Multiples induits par une capitalisation boursière sur la base du CMPV 3 mois au 31 déc. 19 et d'un nombre moyen d'action sur 3 mois

** Capitalisation boursière calculée sur la base d'un cours de bourse au 31/12/2019

Source: Capital IQ

Au 31 mars 2020

April - Assurance - Multiples* observés sur les sociétés comparables

Comparables - CMPV 3 mois - 31 mars 2020	Pays	RN (mEUR)	Capitalisation boursière (mEUR) **	xPER		
				2020e	2021e	2022e
Allianz SE	Germany	7 914	65 000	9,2x	8,5x	8,0x
AXA SA	France	3 857	37 676	6,8x	6,4x	6,2x
Assicurazioni Generali S.p.A.	Italy	2 670	19 464	9,0x	8,3x	8,1x
UnipolSai Assicurazioni S.p.A.	Italy	628	6 336	8,9x	9,0x	10,0x
CNP Assurances SA	France	1 412	6 120	6,0x	5,8x	5,3x
Mapfre, S.A.	Spain	609	4 751	7,1x	7,3x	6,9x
ageas SA/NV	Belgium	979	7 201	8,1x	8,5x	8,4x
ASR Nederland N.V.	Netherlands	972	3 226	6,2x	6,0x	5,9x
Aegon N.V.	Netherlands	1 239	4 750	3,8x	3,4x	3,4x
Zurich Insurance Group AG	Switzerland	3 695	48 018	13,2x	11,6x	11,3x
Aviva plc	United Kingdom	3 007	11 927	6,5x	5,8x	5,6x
Moyenne				7,7x	7,3x	7,2x
Médiane				7,1x	7,3x	6,9x

* Multiples induits par une capitalisation boursière sur la base du CMPV 3 mois au 31 mars. 20 et d'un nombre moyen d'action sur 3 mois

** Capitalisation boursière calculée sur la base d'un cours de bourse au 31/3/2020

Source: Capital IQ



5.4.1.4.2 Résultat net de référence de la Société

Nous avons appliqué les multiples moyens 2020e, 2021e et 2022e, calculés sur la base des cours moyens pondérés par les volumes 3 mois au 31 décembre 2019 et au 31 mars 2020, aux prévisions de résultats nets de la même année des activités de courtage et d'assurance, issues du plan d'affaires établi par le management de la Société.

Il est cependant précisé qu'en l'absence de multiples 2022e au 31 décembre 2019 pour l'activité courtage, le multiple 2022e au 31 décembre 2019 de l'activité assurance n'a pas été appliqué afin d'assurer la cohérence des résultats.

De plus, comme cela a été précisé supra, l'échantillon des comparables boursiers est composé de sociétés qui ne sont pas directement comparables, du fait notamment de tailles beaucoup plus importantes que celle d'APRIL. Ainsi, de la même manière qu'une prime de taille a dû être considérée dans la détermination du coût des fonds propres, une décote de taille doit être appliquée aux multiples extériorisés sur les échantillons considérés.

Par transposition des primes de taille considérées dans le calcul des taux d'actualisation issues d'analyses externes, et sur la base d'analyse de sensibilité sur ces primes, les décotes applicables aux multiples des échantillons considérés s'établissent dans une fourchette de 18%⁴⁹ à 41%⁵⁰. Dans le contexte de l'Offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire, nous avons retenu une décote limitée de 18% constituant selon nous un minimum au regard des différences observées avec les comparables boursiers, ce qui constitue une référence conservatrice favorable à l'actionnaire minoritaire.

5.4.1.4.3 Fourchette de valorisation d'APRIL selon les multiples de sociétés comparables

Au 31 décembre 2019

Synthèse - CMPV 3 mois - 31 décembre 2019	xPER	
	Min	Max
Valeur par action (en €)	20,3	21,9
Prime induite par le prix d'Offre de 22,0 € avant décote	8,6 %	0,7 %
Décote	18 %	
Valeur par action (en €) après décote	16,6	17,9
Prime induite par le prix d'Offre de 22,0 €	32,5 %	22,8 %

Au 31 mars 2020

Synthèse - CMPV 3 mois - 31 mars 2020	xPER	
	Min	Max
Valeur par action (en €)	19,9	22,4
Prime / (Décote) induite par le prix d'Offre de 22,0 € avant décote	10,4 %	(1,7)%
Décote	18 %	
Valeur par action (en €) après décote	16,3	18,4
Prime induite par le prix d'Offre de 22,0 €	34,6 %	19,8 %

⁴⁹ Bas de fourchette pour le courtage.

⁵⁰ Haut de fourchette pour l'assurance.



L'application des multiples moyens observés sur les comparables boursiers aux résultats nets 2020e, 2021e et 2022e, fait ressortir une valeur par action d'APRIL comprise entre 16,3 € et 18,4 €. Sur ce critère, le prix d'Offre extériorise une prime de 34,6% si l'on se place sur la borne inférieure de la fourchette et une prime de 19,8% si l'on se place sur la borne supérieure de la fourchette.

5.4.1.5 Objectifs de cours des analystes (à titre indicatif)

Le titre April fait l'objet d'un suivi limité de la part des analystes puisque seuls ODDO BHF et EXANE BNP-PARIBAS ont publié des objectifs de cours depuis le mois de novembre 2018. Les derniers objectifs de cours publiés par les analystes sont les suivants :

Période	Date	Analyste	Prix cible	Recommandation
Postérieurement au 29 décembre 2018	14/06/2019	Oddo BHF	21,6	Apporter à l'offre
	28/12/2018	Oddo BHF	16,5	Achat
Antérieurement au 29 décembre 2018 : avant annonce de l'entrée en négociations exclusives pour l'acquisition du bloc d'actions Evolem	14/11/2018	Exane	15,3	Neutral
	Min		15,3	
	Moyenne		15,9	
	Médiane		15,9	
	Max		16,5	

Le tableau ci-dessus présente (i) les objectifs de cours publiés avant l'annonce, le 29 décembre 2018, de l'entrée en négociations exclusives pour l'acquisition du bloc EVOLEM (ii) ainsi que celui publié le lendemain de la réalisation de cette cession de bloc, soit le 14 juin 2019.

L'objectif de cours publié le 14 juin 2019 s'est ajusté sur le prix de la cession de bloc et par conséquent sur le prix de l'OPAS, raison pour laquelle nous considérons dans notre analyse uniquement les objectifs de cours publiés avant le 29 décembre 2018.

Sur ce critère, que nous retenons à titre indicatif compte tenu du suivi très limité dont le titre fait l'objet, le prix d'Offre fait ressortir une prime comprise entre 33,3% et 43,8% sur les objectifs de cours publiés antérieurement à l'annonce de l'entrée en négociations exclusives pour l'acquisition du bloc d'actions EVOLEM le 29 décembre 2018.



6 Accords connexes et autres accords pouvant avoir une incidence significative sur le prix d'Offre

Nous avons procédé à l'examen des accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue, tels que présentés dans le projet de note d'information, afin d'apprécier si ces accords comportaient des dispositions financières susceptibles de remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre.

Ces différents accords connexes sont repris partiellement au § 1.7 du présent rapport et décrits au § 1.3. du projet de note d'information.

Dans ce cadre, nous avons examiné :

1. Le Contrat d'Acquisition EVOLEM ;
2. Le Contrat d'Acquisition PERSEE PARTICIPATIONS ;
3. Le Pacte d'associés avec EVOLEM et PERSEE PARTICIPATIONS ;
4. L'investissement des Managers ;
5. Les accords de liquidité ;
6. La syndication de la dette bancaire de l'initiateur ;
7. Les engagements d'apport à l'Offre Publique de Retrait.

6.1 Contrat d'Acquisition EVOLEM

Le 28 janvier 2019, l'Initiateur et EVOLEM ont conclu un contrat de cession portant sur le bloc de contrôle détenu par EVOLEM (le « Contrat d'Acquisition EVOLEM »).

Ce Contrat d'Acquisition EVOLEM comportait notamment des clauses de réinvestissement partiel sous forme d'actions ordinaires ANDROMEDA HOLDING et d'obligations subordonnées⁵¹ émises par ANDROMEDA HOLDING, portant intérêt à un taux de 9% capitalisés annuellement et remboursables au terme de 10 ans.

Ces éléments ont été examinés par l'expert indépendant désigné dans le cadre de l'OPAS lequel a conclu :

« L'examen des conditions de cession de ses actions et de réinvestissement partiel par Evolem ne fait ainsi pas apparaître d'éléments de nature à constituer un avantage particulier à son bénéfice ou à lui garantir une rémunération certaine, les titres Andromeda Holding souscrits supportant un risque. A ce titre, Evolem ne bénéficie pas d'instruments pouvant être considérés comme lui offrant un complément de prix. »⁵².

⁵¹ Subordination à la dette d'acquisition (également dénommée dette senior ou dette syndiquée)

⁵² Section III.A du rapport ASSOCIES EN FINANCE de juillet 2019



En suite de l'acquisition du bloc PERSEE PARTICIPATIONS examinée au § suivant, le 4 février 2020, EVOLEM a souscrit 68.251 actions ordinaires supplémentaires et 68.251 actions de préférences de catégorie 1 émises par d'ANDROMEDA HOLDING (ci-après les « ADP 1 »), qui répliquent les caractéristiques des obligations subordonnées avec un rendement préférentiel cumulatif annuel de 9% et sont rachetables au même terme.

Ces souscriptions complémentaires ont pour objet de maintenir pari passu les droits relatifs respectifs des associés d'origine d'ANDROMEDA HOLDING, à savoir EVOLEM et FINANCIERE ANDROMEDA.

Sur le réinvestissement complémentaire en actions ordinaires ANDROMEDA HOLDING

Le réinvestissement en actions ordinaires est réalisé au nominal, dans les mêmes conditions que les souscriptions d'origine au capital d'ANDROMEDA HOLDING, sans avantage particulier.

L'acquisition d'APRIL par les fonds gérés par CVC CAPITAL PARTNERS a été structurée autour d'ANDROMEDA INVESTISSEMENTS et ANDROMEDA HOLDING qui portent ensemble les financements y afférents, dont le seul actif (à l'exclusion d'un léger solde de trésorerie) est la participation de 99,03% dans APRIL et qu'il convient d'appréhender globalement pour apprécier l'économie de l'opération dans un contexte où ANDROMEDA INVESTISSEMENTS est la filiale unique d'ANDROMEDA HOLDING.

Dans ces conditions, la souscription des actions ordinaires ANDROMEDA HOLDING au nominal correspond par transparence à la prise en compte du prix d'acquisition des actions APRIL, sans plus ou moins-value.

De plus, sur la base des flux de trésorerie disponibles dégagés par APRIL sur les 10 prochaines années, tels qu'estimés dans notre approche DCF, ANDROMEDA INVESTISSEMENTS disposerait des sommes nécessaires au remboursement des dettes d'acquisition (ou dettes syndiquées). En revanche, la trésorerie ainsi dégagée n'apparaîtrait pas suffisante pour rembourser la totalité des obligations subordonnées ANDROMEDA HOLDING à leur échéance (10 ans). A fortiori, sur ces bases, elle ne permettrait pas le remboursement des ADP 1 et ADP 2⁵³, elles-mêmes subordonnées aux obligations subordonnées. Le montage LBO ainsi structuré présente donc des risques réels pour ses créanciers subordonnés, et a fortiori pour les actionnaires d'ANDROMEDA HOLDING.

Dans ces conditions, et dès lors que le réinvestissement en actions ordinaires n'est assorti d'aucune garantie, EVOLEM supporte ici pleinement son risque d'actionnaire avec une réelle prise de risque en raison du montage LBO ainsi structuré.

Notons également que les actions ordinaires souscrites par EVOLEM sont grevées d'une inaliénabilité temporaire pour une durée de deux ans, ce qui constitue une restriction à leur jouissance par rapport à celles souscrites par FINANCIERE ANDROMEDA.

⁵³ Actions de préférences de catégorie 2 émises par d'ANDROMEDA HOLDING.



Par la suite, le 23 avril 2020, dans le cadre de la mise en place du mécanisme d'intéressement des Managers, une partie des actions ordinaires détenues par FINANCIERE ANDROMEDA, EVOLEM et PERSEE PARTICIPATIONS a fait l'objet d'une conversion en ADP3⁵⁴. Cette conversion est examinée au § 6.4.

Sur le réinvestissement complémentaire en ADP 1 ANDROMEDA HOLDING

Les ADP 1 sont souscrites au nominal. Elles répliquent les conditions des obligations subordonnées (ou mezzanines) qui avaient fait l'objet d'une analyse par un expert indépendant auquel s'était référé l'expert indépendant désigné dans le cadre de l'OPAS :

« Un expert indépendant a analysé le niveau de taux d'intérêt de ces obligations et a conclu que ce taux d'intérêt semblait « cohérent au regard des différentes observations faites à la date d'évaluation »⁵⁵ ».

Dans ces conditions, nous avons examiné l'évolution des taux de marché applicables aux dettes mezzanines entre la date d'émission des obligations subordonnées et celle de négociation des ADP 1. Nous n'identifions pas de variation notable.

De plus, nous observons que, par leur nature d'actions, les ADP 1 sont subordonnées aux obligations subordonnées qu'elles répliquent. Elles présentent donc, de ce fait, un risque de non-remboursement supérieur aux obligations subordonnées en cas de défaillance d'ANDROMEDA HOLDING. Ce constat aurait pu justifier un niveau d'intérêts plus élevé que les 9% *in fine* des obligations subordonnées répliquées, ce qui n'est pas le cas.

Par conséquent, les ADP 1 présentent un niveau de rémunération cohérent au regard des observations de marché pour des risques similaires, dès lors qu'elles ne bénéficient d'aucun avantage ou garantie.

Etant émises à un taux de marché, les ADP 1 ne recèlent ni plus, ni moins-value lors de leur émission et leur valeur nominale est alors représentative de leur valeur de marché.

En complément, on peut noter que, du fait de la crise sanitaire en cours, les taux de marché des dettes subordonnées ont depuis significativement augmenté (de l'ordre de 5% selon nos observations sur les références comparables). Par conséquent, la valeur de marché des ADP 1 apparaît actuellement inférieure à leur prix de souscription au nominal.

Les conditions de réinvestissements complémentaires d'EVOLEM, en actions ordinaires et en ADP 1 émises par ANDROMEDA HOLDING, qui s'inscrivent dans la continuité de l'OPAS, ne sont donc pas, selon nous, de nature à remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre d'un point de vue financier.

⁵⁴ Actions de préférences de catégorie 3 émises par d'ANDROMEDA HOLDING.

⁵⁵ Section III.A du rapport ASSOCIES EN FINANCE de juillet 2019



6.2 Contrat d'Acquisition PERSEE PARTICIPATIONS

Le 30 décembre 2019, l'Initiateur et ANDROMEDA HOLDING ont conclu avec PERSEE PARTICIPATIONS un contrat de cession (le « Contrat d'Acquisition PERSEE PARTICIPATIONS ») organisant la cession par PERSEE PARTICIPATIONS de ses actions.

Nous avons obtenu communication de ce contrat d'acquisition ainsi que du pacte visé au § 6.3 que nous avons examinés et nous nous sommes fait confirmer l'absence d'autre accord conclu entre PERSEE PARTICIPATIONS et l'Initiateur, directement ou indirectement.

Comme détaillé au § 5.4.1.1, le prix d'achat du bloc PERSEE PARTICIPATIONS s'élève à 91.930.278 €, sur la base d'un prix par action acquise de 22,00 €, soit un prix identique à celui de l'Offre.

Ce prix de cession du bloc a été payé :

- D'une part en numéraire pour un montant de 61.500.000 € ;
- D'autre part en une créance de prix au profit de PERSEE PARTICIPATIONS d'un montant de 30.430.278 €, et cédée à ANDROMEDA HOLDING, pour être convertie en actions ordinaires et en actions de préférence de catégories 1 et 2, comme suit :
 - 9.599.810 actions ordinaires ANDROMEDA HOLDING émises au nominal de 1 € par action, soit au total 9.599.810 € ;
 - 9.599.810 actions de préférence de catégorie 1 (« ADP1 ») émises par ANDROMEDA HOLDING au nominal de 1 € par action, soit au total 9.599.810 €, identiques à celles souscrites par EVOLEM décrites ci-dessus ;
 - Un crédit vendeur de 11.230.658 € arrivant à échéance de le 9 juillet 2029 matérialisé par 11.230.658 actions de préférence de catégorie 2 (« ADP2 »), émises par ANDROMEDA HOLDING au nominal de 1 € par action.

Sur le paiement du prix en numéraire

Le paiement en numéraire qui représente 66,9% du prix, s'entend d'un prix ferme et définitif, sans ajustement ou complément.

Comme l'ensemble des composantes du prix, il est fondé sur un prix unitaire de 22,00 € par action, identique au prix d'Offre.

Il n'appelle pas de commentaire particulier de notre part.



Sur le réinvestissement en actions ordinaires ANDROMEDA HOLDING

La souscription a été réalisée au nominal, dans des conditions strictement identiques à celles des autres actionnaires.

De plus, les actions ordinaires ANDROMEDA HOLDING souscrites par PERSEE PARTICIPATIONS, à l'instar de celles souscrites par EVOLEM, sont grevées d'une inaliénabilité temporaire pour une durée de deux ans à compter de la date d'acquisition du bloc d'actions APRIL correspondant.

Nous renvoyons donc aux analyses présentées supra au § 6.1 pour les actions ordinaires souscrites par EVOLEM en rappelant que :

- i. Ce prix de souscription correspond, par transparence, à la prise en compte du prix d'acquisition des actions APRIL par ANDROMEDA INVESTISSEMENTS, sans plus ou moins-value ;
- ii. En l'absence de garantie, PERSEE PARTICIPATIONS supporte pleinement le risque d'actionnaire lié à son réinvestissement dans ANDROMEDA HOLDING, structure faitière du LBO d'acquisition d'APRIL, et ce de la même manière que les autres actionnaires.

Dans le cadre de la mise en place du mécanisme d'intéressement des Managers, ces actions ordinaires ont ensuite fait l'objet d'une conversion partielle en ADP3 le 23 avril 2020, examinée au § 6.4.

Sur le réinvestissement en ADP 1 et en ADP 2 ANDROMEDA HOLDING

Concernant les ADP 1

Les ADP 1 étant souscrites à des conditions identiques à celles d'EVOLEM, nous renvoyons à l'analyse présentée au § 6.1. qui conclut que les conditions d'émission des ADP 1 sont cohérentes avec les conditions de marché prévalant lors de leur émission et qu'en conséquence le prix de souscription au nominal apparaît représentatif de leur valeur à l'époque.

Concernant la subordination des ADP 2

Les ADP 2 sont souscrites au nominal de 1 €. Elles sont dépourvues de droit de vote et répliquent les termes économiques d'une obligation de 1 € de nominal, de maturité 10 ans, remboursable *in fine* avec un taux d'intérêt annuel capitalisé de 13,5 %, selon un modèle identique à celui des ADP 1, c'est-à-dire sans garantie pour leur souscripteur.

Leur remboursement est subordonné au remboursement, par ordre de priorité, de la dette d'acquisition, des obligations subordonnées puis des ADP 1. Elles s'analysent donc comme des titres de créances super-subordonnés.



Comme nous l'avons vu précédemment, sur la base des projections de flux d'APRIL retenues dans notre approche DCF, la trésorerie disponible au terme de l'échéance des ADP 2, soit 10 ans, et donc susceptible d'être remontée à ANDROMEDA INVESTISSEMENTS puis à ANDROMEDA HOLDING n'apparaît pas suffisante pour rembourser les ADP 2 du fait de leur caractère super-subordonné.

Sur la base des analyses ainsi menées, il existe donc un risque réel de non-remboursement des ADP 2. Ce risque est plus élevé que celui des obligations subordonnées et des ADP 1, en raison d'une plus grande subordination, ce qui justifie un taux de rémunération sensiblement plus élevé que celles-ci, pour mémoire de 9%.

Concernant les conditions financières des ADP 2

S'il existe des références de marché auxquelles se référer pour apprécier le taux de 9% des obligations subordonnées, qui rentrent dans la catégorie des dettes mezzanines, nous n'avons pas identifié de référence directement comparable aux ADP 2 super-subordonnées.

Dans ces conditions, et pour les besoins de notre analyse, nous avons apprécié globalement les ADP 1 et ADP 2, dès lors que ces 2 composantes du réinvestissement présentent des formes similaires (actions de préférence répliquant les caractéristiques d'une obligation subordonnée remboursable *in fine* dont les intérêts fixes sont capitalisés) et qu'elles sont toutes les deux régies par le même Contrat d'Acquisition PERSEE PARTICIPATIONS.

A cet effet, nous avons considéré le produit synthétique formé par la combinaison des ADP 1 et des ADP 2, qui consisterait en substance en une créance remboursable *in fine* portant intérêt au taux moyen pondéré annuel capitalisé de 11,6%. Ce taux s'inscrit dans le haut de la fourchette observée récemment par le VERNIMMEN pour des dettes mezzanine, à savoir entre 10% et 12%⁵⁶. Le positionnement en haut de fourchette du taux synthétique apparaît, selon nous, justifié ne serait-ce que du fait du caractère super-subordonné des ADP 2 et du niveau de risque associé du fait de la structuration du LBO.

Sur la base de ces analyses, nous n'identifions pas d'avantage financier dans les taux consentis qui, pris globalement, s'inscrivent dans les fourchettes de marché de l'époque et permettent de considérer dans ces conditions que les prix de souscription au nominal sont représentatifs de la valeur de ces ADP.

A titre informatif, notons de plus que, depuis la crise sanitaire en cours, les taux d'intérêts mezzanines ont fortement augmenté, de l'ordre de 5% selon les références considérées. Ce constat signifie qu'aujourd'hui la valeur de marché des ADP 1 et des ADP 2 est inférieure à leur prix de souscription au nominal par PERSEE PARTICIPATIONS.

⁵⁶ VERNIMMEN 2020, page 1024



Concernant la clause de remboursement anticipé à l'initiative d'ANDROMEDA HOLDING

Les ADP 2 peuvent être rachetées en tout ou en partie, à compter du 9 janvier 2021, à l'initiative exclusive d'ANDROMEDA HOLDING, sur la base d'un prix de rachat correspondant à la valeur des ADP2 à leur échéance actualisée au taux annuel de la dette d'acquisition, soit 4,25%.

Concernant cette possibilité de remboursement anticipée des ADP 2, nous nous sommes notamment fait confirmer par ANDROMEDA HOLDING que :

- i. Cette éventualité a été envisagée afin de prémunir les intérêts d'ANDROMEDA HOLDING notamment en fonction des conditions de marché ;*
- ii. Le remboursement par anticipation relève d'une décision exclusive d'ANDROMEDA HOLDING et sa mise en œuvre ne saurait résulter d'une demande faite par PERSEE PARTICIPATIONS ; il n'existe aucun accord ou engagement permettant à PERSEE PARTICIPATIONS de le solliciter ;*
- iii. A ce jour, il n'existe aucun projet à l'étude de mise en œuvre de cette possibilité.*

Par conséquent, PERSEE PARTICIPATIONS demeure totalement tributaire d'une éventuelle décision d'ANDROMEDA HOLDING qui en appréciera l'opportunité en fonction de son intérêt et notamment en fonction de l'évolution des conditions de marché auxquelles elle pourra avoir accès.

Les conditions du Contrat d'Acquisition PERSEE PARTICIPATIONS fixant en particulier les modalités de réinvestissement de PERSEE PARTICIPATIONS ne sont donc pas, selon nous, de nature à remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre d'un point de vue financier.

6.3 Le Pacte d'associés avec EVOLEM et PERSEE PARTICIPATIONS

PERSEE PARTICIPATIONS, EVOLEM et FINANCIERE ANDROMEDA ont conclu le 30 décembre 2019, un avenant modifiant à compter du 9 janvier 2020 le pacte d'associés initialement conclu le 13 juin 2019 entre FINANCIERE ANDROMEDA et EVOLEM pour une durée de quinze années (le « Pacte d'Associés »). Nous avons obtenu ce Pacte d'Associés que nous avons examiné. Un second avenant au Pacte d'Associés a été conclu dans le cadre de la mise en place du mécanisme d'intéressement des Managers tel que décrit au § 6.4 ci-dessous, le 23 avril 2020.

Ce pacte comporte notamment des clauses usuelles de suivi en cas de cession et des droits dans la gouvernance permettant en substance à EVOLEM et PERSEE PARTICIPATIONS un accès à l'information. L'accès à l'information de PERSEE PARTICIPATION est néanmoins soumis à des restrictions afin de ne pas créer de situation de conflit d'intérêt avec les autres activités de son actionnaire, Monsieur BURRUS.

Selon notre analyse, le pacte ne comporte pas de clause financière assimilable à un complément ou un ajustement de prix des actions cédées ou à une garantie qui aurait été consentie sur les actions ordinaires, ADP 1 et ADP 2 souscrites par EVOLEM ou PERSEE PARTICIPATIONS.

Les conditions du Pacte d'Associés ne sont donc pas, selon nous, de nature à remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre d'un point de vue financier.



6.4 L'investissement des Managers

Sur l'investissement des Managers

Comme annoncé dans le cadre de l'OPAS, un mécanisme d'intéressement des Managers a été mis en place le 23 avril 2020. Nous avons obtenu et pris connaissance des promesses unilatérales de vente et d'achat d'actions conclues entre chaque Manager concerné et FINANCIERE ANDROMEDA, ainsi que des statuts à jour au 23 avril 2020 d'ANDROMEDA DEVELOPPEMENT (société des Managers).

L'intéressement des Managers ne comporte pas de prix de sortie garanti, ni de clause assimilable à un complément de prix.

Ainsi que cela ressort du projet de note d'information, les Managers concernés ont souscrit aux accords de liquidité examinés ci-après pour la totalité des actions gratuites APRIL dont ils sont titulaires et, à ce titre, ne sont donc pas concernés par la présente Offre.

Ainsi, ils devront investir en numéraire au niveau d'ANDROMEDA HOLDING de sorte qu'ils seront exposés aux risques associés à la structuration LBO en place, sans garantie, à l'exclusion d'une promesse d'achat limitée au cas de décès ou d'invalidité permanente.

Les conditions d'investissement des Managers ne sont donc pas, selon nous, de nature à remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre d'un point de vue financier.

Sur les opérations connexes à l'investissement des Managers

Dans le cadre de la mise en place du mécanisme d'intéressement des Managers le 23 avril 2020 (examiné au § 6.2), FINANCIERE ANDROMEDA, EVOLEM et PERSEE PARTICIPATIONS ont chacun converti 90,74% de leurs actions ordinaires ANDROMEDA HOLDING en actions de préférence de catégorie 3 (ci-après « ADP3), également souscrites par les Managers.

La conversion, également en date du 23 avril 2020, s'inscrit donc dans le cadre général de la mise en place du mécanisme d'intéressement des Managers qui se traduit globalement par une dilution de FINANCIERE ANDROMEDA, EVOLEM et PERSEE PARTICIPATIONS au profit des Managers.

Nous relevons que la conversion est opérée pari passu entre les 3 actionnaires d'ANDROMEDA HOLDING (avant l'entrée des Managers au capital), les droits relatifs respectifs de FINANCIERE ANDROMEDA, EVOLEM et PERSEE PARTICIPATIONS demeurant inchangés.

Les ADP3 répliquent les conditions financières des ADP1, qui répliquent elles-mêmes celles des obligations subordonnées, à savoir un rendement annuel fixe de 9% capitalisé et payé in fine avec le remboursement du nominal prévu au terme de 10 ans, sans être assorties de garantie d'aucune sorte. Nous renvoyons donc aux développements qui précèdent sur l'analyse des ADP1, lesquelles concluent notamment sur la cohérence du taux de 9% par rapport aux observations de marché à fin 2019 et compte tenu des risques associés à l'investissement.



Selon nous, dès lors que les ADP3 sont subordonnées aux ADP1 et que les conditions de marché se sont nettement dégradées depuis (cf. § 6.2), un taux supérieur à 9% aurait pu être envisagé si les ADP3 n'étaient pas également souscrites par les Managers. Exprimé autrement, leur valeur de marché des ADP3 apparaît aujourd'hui inférieure au nominal de 1 €.

De plus, elles ne sont assorties d'aucun avantage lié à leur conversion dans la mesure où une action de 1 € de valeur nominale, représentative de sa valeur réelle comme nous l'avons vu précédemment au § 6.1, est convertie en une ADP3 de 1 € de valeur nominale.

Par conséquent, les conditions de conversion d'actions ordinaires détenues par ANDROMEDA, EVOLEM et PERSEE PARTICIPATIONS en ADP3 ne sont donc pas, selon nous, de nature à remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre d'un point de vue financier.

6.5 Les accords de liquidité

La Société a émis au bénéfice de certains de ses salariés et mandataires sociaux des plans d'actions gratuites.

Dans le cadre de l'OPAS, les titulaires d'actions gratuites ont pu souscrire un accord de liquidité sous la forme de promesses croisées d'achat et de vente. De manière synthétique, le prix fixé selon les accords de liquidité correspondra à l'application du multiple d'EBITDA implicite de l'OPAS au dernier EBITDA consolidé, majoré des distributions intercalaires, et restera inclus dans une fourchette comprise entre 85% et 105% du prix d'Offre de l'OPAS de 21,60 € par action APRIL, soit dans une fourchette comprise entre 18,36 € et 22,68 € par action.

Ainsi, quand bien même le prix de la présente Offre (22,00 €) est supérieur à celui de l'OPAS (21,60 €), nous relevons que la formule des accords de liquidité n'a fait l'objet d'aucun ajustement ou rehaussement. De plus, le prix issu de la formule demeure fonction de la performance future du Groupe avec un potentiel d'appréciation limité à 3,1%⁵⁷ par rapport au prix d'Offre alors que le risque de perte s'établit à 16,5%⁵⁸ par rapport à cette même référence.

Le maintien des conditions des accords de liquidité conclus en suite de l'OPAS n'est donc pas, selon nous, de nature à remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre d'un point de vue financier.

⁵⁷ $22,68 \text{ €} / 22,00 \text{ €} - 1 = 3,1\%$

⁵⁸ $18,36 \text{ €} / 22,00 \text{ €} - 1 = -16,5\%$



6.6 La souscription de PERSEE PARTICIPATIONS à la dette bancaire syndiquée de l'initiateur

Le projet de note d'information indique que « *La dette bancaire de l'Initiateur a été syndiquée par le pool bancaire dans le courant du mois de janvier 2020, et à cette occasion, Persée Participations a souscrit à hauteur de 40.000.000 euros à cette dette bancaire⁵⁹ dans les mêmes termes et conditions que les autres membres de la syndication* ».

Nous avons reçu et examiné le Senior Facilities Agreement relatif à la syndication.

Dès lors que PERSEE PARTICIPATIONS a souscrit à la dette senior syndiquée aux mêmes conditions que les autres membres du pool bancaire, cette souscription apparaît réalisée à des conditions de marché et n'appelle pas de commentaire particulier de notre part.

La souscription de PERSEE PARTICIPATION à la dette bancaire syndiquée n'est donc pas, selon nous, de nature à remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre d'un point de vue financier.

6.7 Les engagements d'apport à l'Offre Publique de Retrait

Le projet de note d'information précise qu'il n'existe aucun engagement d'apport à l'Offre Publique de Retrait.

En complément de l'examen de ces différents accords, nous nous sommes notamment fait confirmer par ANDROMEDA HOLDING l'absence d'autres accords susceptibles d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.

Par ailleurs, il convient de relever que, dans le cadre de son activité courante, APRIL a des relations d'affaires avec des sociétés contrôlées par Monsieur BURRUS. Ces relations sont historiques, antérieures à la montée au capital d'ANDROMEDA INVESTISSEMENTS, et ne présentent pas de caractère significatif. Nous avons de plus obtenu la confirmation que ces accords sont conclus à des conditions normales, similaires à celles des autres tiers, et qu'il n'est pas prévu de les modifier.

⁵⁹ « Sur un total de 553.815.929,16 euros »



7 Analyse des éléments d'appréciation du prix établi par les établissements présentateurs

DEUTSCHE BANK, LAZARD FRERES BANQUE et NATIXIS (ci-après « les établissements présentateurs »), agissant en tant qu'établissements présentateurs de l'Offre, ont 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 des établissements présentateurs en charge de l'évaluation pour échanger sur les méthodes et critères d'évaluation retenus.

7.1 Choix des critères d'évaluation

Les établissements présentateurs retiennent les méthodes de l'actualisation des flux de trésorerie, des transactions récentes sur le capital de la Société, des comparables boursiers, l'analyse du cours de bourse ainsi que les 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 de la Société à titre secondaire et le critère des comparables boursiers ainsi que la référence aux objectifs de cours des analystes à titre indicatif.

Enfin nous sommes en accord avec les méthodes écartées, à savoir l'actif net comptable, l'actif net réévalué, l'actualisation des flux futurs de dividendes ainsi que les transactions comparables.

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

Comme nous, les établissements présentateurs ont réalisé une valorisation dont le point de départ est le 1^{er} janvier 2020.

S'agissant du nombre d'actions, les établissements présentateurs retiennent comme nous un nombre d'actions dilué estimé à 40.935.767 actions.

Pour le calcul de la valeur par action issue de l'approche DCF, les établissements présentateurs partent d'une position de trésorerie nette ajustée de 66 M€ au 31 décembre 2019, quand nous retenons un montant de trésorerie nette ajustée de 118 M€. L'écart s'explique principalement par la prise en compte dans nos calculs des produits de cessions des activités de protection et services juridiques et de la société AXERIA IARD ainsi que des charges relatives à la liquidation et à la recapitalisation de certaines sociétés du Groupe au niveau de la trésorerie nette ajustée, alors que les établissements présentateurs retiennent pour leur part ces produits de cession dans les flux de trésorerie prévisionnelle.



Il s'agit donc d'une simple différence de présentation entre les établissements présentateurs et nous, chacun considérant le même montant de produits de cessions en les appréhendant à des niveaux différents.

7.2.2 Transactions récentes intervenues sur le capital de la Société

Les établissements présentateurs retiennent les références à l'acquisition du bloc EVOLEM finalisée le 13 juin 2019 au prix de 21,60 € par action, à l'OPAS initiée en juillet 2019 par ANDROMEDA INVESTISSEMENTS au prix de 21,60 € par action et à l'acquisition du bloc PERSEE PARTICIPATIONS le 31 décembre 2019 au prix de 22,00 € par action.

Nous retenons les mêmes références pour nos analyses.

7.2.3 Actualisation des flux de trésoreries futurs

Concernant les prévisions considérées

Les établissements présentateurs se sont référés au plan d'affaires communiqué par le management de la Société, comme nous l'avons fait.

S'agissant des hypothèses de marge, les établissements présentateurs ont retenu dans leur valeur terminale un taux de marge stable par rapport à la dernière année du plan d'affaires, quand nous avons pour notre part retenu un taux moyen sur la période 2019 – 2022e.

Concernant les hypothèses financières

Pour l'activité courtage, nous retenons la même hypothèse de taux de croissance du flux normatif que les établissements présentateurs, soit 1,25%.

Pour l'activité d'assurance, nous avons également retenu un taux de croissance à l'infini de 1,25% quand les établissements présentateurs retiennent un taux de croissance à l'infini de 0%.

Concernant le taux d'actualisation de l'activité de courtage, nous retenons un taux de 9,29% quand les établissements présentateurs retiennent un taux de 11,9%.

Pour l'activité d'assurance, nous retenons un taux de 12,89% quand les établissements présentateurs retiennent un taux de 15,0%.

Concernant la valeur par action

La valeur centrale retenue par les établissements présentateurs s'élève à 17,07 €. Pour notre part, nous retenons une fourchette de 19,9 € à 20,9 €, avec une valeur centrale de 20,4 € par action.



7.2.5 Analyse du cours de bourse

Les établissements présentateurs ont choisi de retenir les dates du 22 octobre 2018, veille de la confirmation d'existence de rumeurs de marché, et du 28 décembre 2018, veille de l'annonce de l'entrée en négociations exclusives d'EVOLEM avec CVC CAPITAL PARTNERS, pour l'application de ce critère. Par ailleurs, les établissements présentateurs ont choisi de présenter une moyenne du cours pondérée des 60 jours de négociation précédant le 31 décembre 2019.

Pour notre part, nous présentons notre analyse du cours de bourse au 31 décembre 2019, l'annonce de l'acquisition par ANDROMEDA INVESTISSEMENTS de la participation de PERSEE PARTICIPATIONS au capital du Groupe étant intervenue à la même date après bourse, et au 23 mars 2020, veille du dépôt du premier projet de note d'information.

Hormis ces différences de dates, l'analyse du cours de bourse menée par les établissements présentateurs n'appelle pas de commentaire particulier de notre part.

7.2.6 Comparables boursiers

Les établissements présentateurs retiennent comme nous deux échantillons distincts pour valoriser d'une part, l'activité de courtage et, d'autre part, l'activité d'assurance.

Concernant l'activité de courtage

Nous avons retenu le même échantillon de comparables boursiers que les établissements présentateurs, à l'exception de MARSH & MCLENNAN que nous n'avons pas retenu, en raison notamment du poids des activités de conseil au sein de cette société.

Concernant l'activité d'assurance

Nous avons retenu le même échantillon de comparables boursiers que les établissements présentateurs, que nous avons complété avec AEGON N.V., ZURICH INSURANCE GROUP et AVIVA PLC.

Concernant la mise en œuvre de l'évaluation

Tout comme nous, les établissements présentateurs fondent leur analyse sur les multiples de PER.

Les établissements présentateurs retiennent une pondération des multiples moyens issus de chaque échantillon à hauteur de 75% / 25% entre le courtage et l'assurance, déterminée sur la base de la contribution respective de ces deux activités dans le résultat opérationnel courant de 2022 (selon le communiqué de presse de la Société du 18 mars 2019). Le multiple moyen pondéré qui en ressort est ensuite appliqué au résultat net global de la Société.

Pour notre part, nous avons appliqué les multiples moyens de chaque échantillon aux résultats nets de chaque activité tels que communiqués par la Société, sans appliquer de pondération.

Les établissements présentateurs appliquent leurs multiples moyens pondérés aux prévisions de résultats nets 2020e et 2021e alors que nous retenons également les prévisions 2022e.



7.2.7 Objectifs de cours des analystes

Les établissements présentateurs retiennent une fourchette de valeur correspondant, pour la borne basse, à la moyenne des objectifs de cours des analystes publiés avant les rumeurs de marché et, pour la borne haute, à la moyenne des objectifs de cours publiés avant l'annonce de l'entrée en négociations exclusives.

Pour notre part, nous n'avons pas retenu les objectifs de cours publiés avant les rumeurs de marché et notre fourchette de valeur est composée uniquement des derniers objectifs de cours publiés avant l'annonce de l'entrée en négociations exclusives pour l'acquisition du bloc EVOLEM.

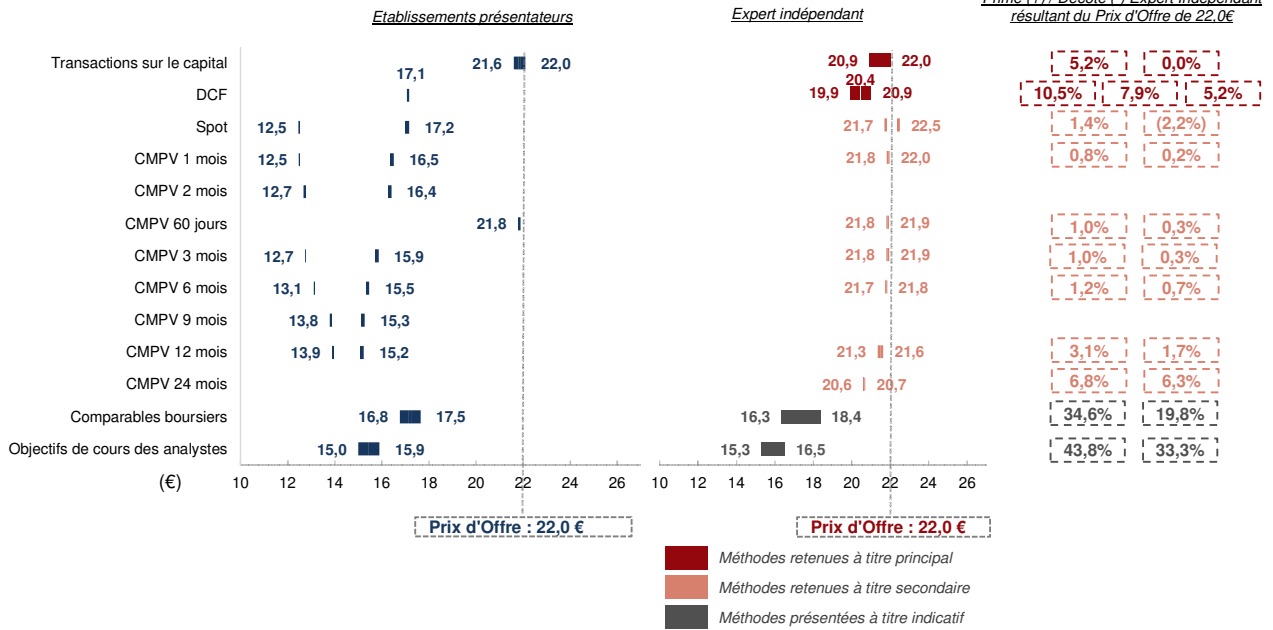
Tout comme nous, les établissements présentateurs ne retiennent pas l'objectif de cours communiqué après l'annonce de l'entrée en négociations exclusives pour l'acquisition du bloc EVOLEM.

Dans le cadre de cette méthode, la valeur retenue par les établissements présentateurs se situe dans une fourchette de 15,0 € à 15,9 €. Pour notre part, nous retenons une fourchette de 15,3 € à 16,5 €.

8 Synthèse de nos travaux et appréciation sur le caractère équitable du prix d'Offre

8.1 Synthèse de nos travaux d'évaluation

Valeur par action (€)





8.2 Attestation sur le caractère équitable du prix de l'Offre

En ce qui concerne l'actionnaire d'APRIL

La présente Offre Publique de Retrait qui sera suivie d'un Retrait Obligatoire est proposée à l'ensemble des actionnaires d'APRIL au prix de 22,00 € par action.

Ce prix correspond au prix du dernier bloc acquis le 31 décembre 2019 par l'Initiateur, à savoir le bloc détenu par PERSEE PARTICIPATIONS et représentant plus de 10 % du capital d'APRIL. Il présente une prime de 5,2 % par rapport au prix net d'acquisition du bloc de contrôle cédé par EVOLEM (20,90 € après mise en œuvre des garanties) et de 4,7% par rapport au prix de l'OPAS (21,60 €) de juillet 2019. Il s'inscrit donc dans le haut de fourchette des transactions récentes et représentatives sur le titre APRIL.

Le prix d'Offre extériorise également une prime de 5,2% sur le haut de fourchette du DCF fondé sur le plan d'affaires du management qui n'intègre pas les conséquences négatives sur le plan économique et financier de la crise sanitaire en cours. L'actionnaire minoritaire bénéficie donc, selon ce critère, d'un prix d'Offre qui donne la pleine valeur de l'action APRIL, sans impact de la crise actuelle.

Le cours de bourse apparaît peu représentatif en raison d'un flottant et de volumes très limités, et dès lors que celui-ci s'est ajusté depuis le 29 décembre 2018⁶⁰ à des niveaux très proches du prix de transaction du bloc de contrôle, puis de l'OPAS, ayant précédé la présente Offre. Selon ce critère considéré à titre secondaire, le prix d'Offre présente une décote de 2,2% sur le dernier cours précédant l'annonce de l'Offre et une prime de 1,0% par rapport au cours moyen pondéré 60 jours calculé à cette date.

Nous observons enfin que le prix d'Offre fait ressortir des primes sur les critères des comparables boursiers et des objectifs de cours des analystes, présentés à titre indicatif.

En ce qui concerne les accords connexes

L'examen des accords pouvant avoir une influence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre, tels que présentés dans le projet de note d'information, à savoir (i) le Contrat d'Acquisition EVOLEM, (ii) le Contrat d'Acquisition PERSEE PARTICIPATIONS, (iii) le Pacte d'associés avec EVOLEM et PERSEE PARTICIPATIONS, (iv) l'investissement des Managers, (v) les accords de liquidité, (vi) la syndication de la dette bancaire de l'initiateur et (vi) les engagements d'apport à l'Offre Publique de Retrait, n'a pas fait apparaître de disposition financière de nature à remettre en cause, selon nous, le caractère équitable de l'Offre d'un point de vue financier.

⁶⁰ Annonce de l'entrée en négociations exclusives pour l'acquisition du bloc EVOLEM à un prix par action de 22,00 € (lequel est ensuite passé à 21,60 € puis à 20,90 € après ajustements).



En conséquence, sur la base de ces éléments d'appréciation, nous sommes d'avis que le prix d'Offre et l'indemnité prévue dans le cadre du Retrait Obligatoire de 22,00 € par action sont équitables d'un point de vue financier pour l'actionnaire d'APRIL.

Fait à Paris, le 18 mai 2020

FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER

Lucas ROBIN

Olivier PERONNET



Annexe unique

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	Odoo	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

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 un montant de 190 K€, hors taxes, frais et débours.

Les temps effectivement consacrés à cette mission sont de l'ordre de 570 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 l'établissement présentateur
- 5 - Analyse de l'opération et de la documentation juridique liée (notamment celle relative aux accords connexes)
- 6 - Prise de connaissance de la documentation comptable et financière de la Société ;
- 7 - Analyse du cours de bourse d'APRIL :
 - Analyse du flottant et de la liquidité
 - Analyse de l'évolution du cours
- 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 de tests de sensibilité
- 10 - Mise en œuvre des méthodes analogiques :
 - Comparables boursiers
 - Transactions récentes sur le capital de la Société
- 11 - Mise en œuvre des méthodes fondées sur les données de marché :
 - Cours spot et cours moyens
 - Objectifs de cours des analystes
- 12 - Obtention des lettres d'affirmation du représentant de la Société cible et de l'initiateur



13 - Revue indépendante

14 - Rédaction du rapport.



Calendrier de l'étude

4 mars 2020	Première réunion de présentation avec CVC CAPITAL PARTNERS
5 mars 2020	Désignation de FINEXSI en qualité d'expert indépendant par le Conseil d'Administration d'APRIL
6 mars 2020	Réunion de travail avec les banques présentatrices
11 mars 2020	Conférence téléphonique avec Monsieur Emmanuel MAILLET portant notamment sur le plan d'affaires
13 mars 2020	Conférence téléphonique avec CVC CAPITAL PARTNERS et LINKLATERS portant sur les accords connexes
20 mars 2020	Conférence téléphonique avec Monsieur Emmanuel MAILLET
20 mars 2020	Conférence téléphonique avec CVC CAPITAL PARTNERS, les banques présentatrices et LINKLATERS
Mars 2020	Collecte de l'information publique disponible Identification et collecte de données sur les comparables boursiers à partir de la base de données financières Capital IQ notamment
Fin mars / avril 2020	Mise en œuvre de l'évaluation multicritères des actions APRIL Rédaction du rapport d'évaluation
8 avril 2020	Point d'étape avec le Conseil d'administration d'APRIL sur les travaux de l'Expert Indépendant
10 avril 2020	Conférence téléphonique avec Messieurs Eric MAUMY et Emmanuel MAILLET portant sur la stratégie et les perspectives du Groupe (intégrant les conséquences de la crise en cours)
14 au 23 avril 2020	Revue indépendante du rapport du cabinet FINEXSI



24 avril 2020	Remise du rapport d'évaluation et présentation au Conseil d'Administration d'APRIL
25 et 27 avril 2020	Réalisation d'analyses complémentaires sur les ADP 3
27 avril 2020	Revue indépendante du rapport du cabinet FINEXSI intégrant les remarques de l'AMF
4 mai 2020	Remise du rapport d'évaluation complété des remarques de l'AMF (annule et remplace le rapport du 24 avril)
11 mai 2020	Remise du rapport d'évaluation complété du calendrier définitif de l'Offre à la demande de l'AMF (annule et remplace les rapports du 24 avril et du 4 mai)
18 mai 2020	Remise du rapport d'évaluation complété du calendrier définitif de l'Offre à la demande de l'AMF (annule et remplace les rapports du 24 avril, du 4 mai et du 11 mai)



Liste des personnes rencontrées ou contactées

APRIL

- Monsieur Eric MAUMY, Directeur Général
- Monsieur Emmanuel MAILLET, Directeur Général Adjoint
- Monsieur Guillaume CEREZO, Chargé de communication financière

CVC CAPITAL PARTNERS

- Monsieur Edouard CONQUES, Managing Director
- Monsieur Nicolas BONNARD, Investment Director

Etablissements présentateurs (DEUTSCHE BANK, LAZARD FRERES BANQUE et NATIXIS)

- Monsieur Cyril NIBOYET, Managing Director (Deutsche Bank)
- Madame Gaetane REBUFFET, Managing Director (Deutsche Bank)
- Monsieur Nicolas FAUGEROUX, Vice President (Lazard Freres Banque)
- Monsieur Gilles MOREL, Executive Director (Natixis)

Avocat de CVC CAPITAL PARTNERS, LINKLATERS

- Monsieur Fabrice De La MORANDIERE, Avocat
- Monsieur Pierre THOMET, Avocat
- Monsieur Louis PRADES, Avocat
- Madame Marie-Sarah DIB, Avocat



Sources d'information utilisées

Principales informations communiquées par la société APRIL

- Budget 2020 ;
- Plan d'affaires 2020-2022 ;
- Etats financiers consolidés de 2016 à 2019 ;
- Communication financière de 2016 à 2020 ;
- PV des CA tenus en 2019 ;
- Lettre d'affirmation.

Informations communiquées par l'initiateur

- Contrat de cession d'actions entre PERSEE PARTICIPATIONS, ANDROMEDA HOLDING et ANDROMEDA INVESTISSEMENTS ;
- Contrat de cession d'actions entre EVOLEM et ANDROMEDA INVESTISSEMENTS, et entre EVOLEM et ANDROMEDA HOLDING ;
- Statuts d'ANDROMEDA HOLDING ;
- Accords avec le management ;
- Pactes entre détenteurs de valeurs mobilières émises par ANDROMEDA HOLDING ;
- Rapport de l'Expert Indépendant relatif à l'analyse du niveau de taux d'intérêt applicable aux obligations émises par ANDROMEDA INVESTISSEMENTS du 27 juin 2019 ;
- Accords de liquidité (modèle de contrat) ;
- Memorandum : structuration du financement de l'opération de juin 2019 ;
- Senior Facilities Agreement ;
- Promesses unilatérales de vente et d'achat d'actions conclues entre chaque Manager concerné et FINANCIERE ANDROMEDA ;
- Statuts à jour au 23 avril 2020 d'ANDROMEDA DEVELOPPEMENT (société des Managers) ;
- 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'APRIL sur les exercices 2016 à 2019 ;
- Cours de bourse, comparables boursiers, consensus de marché : CAPITAL IQ ;



- Données de marchés (Taux sans risque, prime de risque, bêta...) : CAPITAL IQ, ASSOCIES EN FINANCE, BANQUE DE FRANCE ;
- Autres : XERFI et la FEDERATION FRANÇAISE DE L'ASSURANCE.

Personnel associé à la réalisation de la mission

Les signataires, Olivier PERONNET (associé, 35 années d'expérience) et Lucas ROBIN (associé, 25 années d'expérience), ont notamment été assistés de Maxime ROGEON (manager, 11 années d'expérience), Julien BIANCIOTTO (évaluateur-modélisateur, 14 années d'expérience), Salah Eddine BENABDERRAZIK (analyste, 2 années d'expérience) ainsi qu'une équipe de collaborateurs selon les besoins de la mission.

La revue qualité a été effectuée par Olivier COURAU, associé du cabinet (29 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.



APRIL
114 boulevard Marius Vivier-Merle
69439 Lyon Cedex 03

Réf. : OPE/LRB/19.03.083

Paris, le 17 mars 2020

A l'attention de Monsieur Emmanuel MAILLET, Directeur Général Adjoint

Monsieur,

En application des dispositions prévues à l'article 261-1 I et II du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers (ci-après l'« AMF »), le Conseil d'administration d'APRIL a désigné le cabinet FINEXSI en qualité d'Expert indépendant dans le cadre du projet d'Offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire qui serait initié par CVC CAPITAL PARTNERS au travers du véhicule ANDROMEDA INVESTISSEMENTS, sur les actions APRIL (ci-après « APRIL » ou « la Société »). Cette désignation a été agréée par le Collège de l'AMF du 3 mars 2020.

Cette lettre de mission fait suite à la présentation faite à votre Conseil d'Administration qui a conduit ce dernier à demander notre agrément auprès de l'AMF, et en reprend les termes qui y sont développés.

Le cabinet FINEXSI, représenté par Messieurs Olivier PERONNET (associé) et Lucas ROBIN (associé), a pour mission d'évaluer les actions de la société APRIL, et d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

Sommaire

1. Compréhension de l'opération	2
2. Principales diligences à effectuer	3
3. Modalités pratiques et financières	5
3.1. Calendrier d'intervention	5
3.2. Présentation de l'équipe dédiée à la mission	5
3.3. Estimation de nos honoraires	6
4. Responsabilité	7
5. Déclarations	8
6. Confidentialité	8
7. Juridiction	9

14, rue de Bassano - 75116 Paris
Tél. : 01 43 38 42 42
Fax : 01 44 40 04 16
Email : finexsi@finexsi.com

Société de commissariat aux comptes
Société d'expertise comptable inscrite au tableau de Paris Ile-de-France
Membre de l'organisation A.T.H.
S.A. au capital de 336 913 € - RCS Paris B 415 193 189



1. Compréhension de l'opération

Le fonds CVC CAPITAL PARTNERS est monté progressivement au capital d'APRIL SA via (i) le rachat fin 2018, par l'intermédiaire de la structure ANDROMEDA INVESTISSEMENTS, du bloc majoritaire (65,13%) détenue par EVOLEM (le holding du fondateur d'APRIL, Monsieur Bruno ROUSSET) suivi de (ii) l'Offre Publique d'Achat Simplifiée initiée par ANDROMEDA INVESTISSEMENTS en juillet 2019 au prix de 21,60€ par action APRIL SA, à l'issue de laquelle ANDROMEDA INVESTISSEMENTS détenait 88,83% du capital et 88,41% des droits de vote de la Société.

Les sociétés AFI ESCA et DOM FINANCE (toutes deux contrôlées par Monsieur Christian BURRUS) ont, au cours de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée, procédé à l'acquisition de titres APRIL et déclaré auprès de l'AMF avoir augmenté progressivement leurs participations au capital de cette dernière. AFI ESCA a déclaré à cette occasion son intention de « *poursuivre ses acquisitions dans la limite de 10% du capital d'APRIL* » et de « *ne pas apporter les titres acquis à l'offre* » (Document AMF n° 219C1202 du 17 juillet 2019).

Dans un communiqué de presse du 31 décembre 2019, le groupe APRIL a annoncé l'acquisition par ANDROMEDA INVESTISSEMENTS de la participation de PERSEE PARTICIPATIONS (société contrôlée par Monsieur Christian BURRUS au sein de laquelle les titres APRIL acquis via AFI ESCA et DOM FINANCE ont été regroupées), qui représentait 10,18% du capital et 10,18% des droits de vote d'APRIL, à un prix de 22,00€ par action APRIL. Il a également été annoncé le réinvestissement par PERSEE PARTICIPATIONS d'une partie de son produit de cession aux côtés de CVC et d'EVOLEM.

ANDROMEDA INVESTISSEMENTS détient désormais 99,01% du capital et 98,71% des droits de vote d'APRIL et envisage de déposer un projet d'offre publique de retrait suivi d'un retrait obligatoire visant les actions APRIL SA non encore détenues par elle.

Ce dépôt aurait lieu postérieurement à l'annonce des résultats annuels du Groupe APRIL SA au titre de l'exercice 2019, prévue le 18 mars 2020.







2. Principales diligences à effectuer

Les diligences qui seront mises en œuvre par FINEXSI dans le cadre de cette mission comprendront notamment, conformément aux dispositions du Règlement Général de l'AMF susvisé et de son instruction d'application n°2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante, elle-même complétée des recommandations de l'AMF en date du 28 septembre 2006, modifiées les 19 octobre 2006, 27 juillet 2010 et 10 février 2020 :

- La prise de connaissance détaillée de l'opération envisagée, de ses modalités et du contexte spécifique dans lequel elle se situe ;
- La détermination et la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritères d'APRIL qui comprendra notamment :
 - L'analyse des risques et opportunités identifiés pour APRIL, susceptibles d'affecter sa valorisation, dont la synthèse pourra être présentée sous la forme de matrice SWOT ;
 - L'analyse de l'information publique incluant la revue des notes d'analystes ;
 - Le choix motivé des critères d'évaluation (exclus/retenus) ;
 - L'analyse de l'évolution du cours de bourse sur une période pertinente à valider ;
 - L'examen de la performance financière historique d'APRIL ;
 - L'analyse des comptes et plan d'affaires avec le management opérationnel, intégrant l'identification des hypothèses clés considérées et l'appréciation de leur pertinence ;
 - L'identification des comparables boursiers et transactionnels et l'exploitation de l'information disponible les concernant ;
 - L'examen des transactions intervenues précédemment sur le capital de la société APRIL, et en particulier des modalités des acquisitions de bloc auprès d'EVOLEM et de PERCEE PARTICIPATIONS ;
 - L'analyse de la politique de distribution de dividendes ;
 - Des tests de sensibilité sur les hypothèses structurantes considérées.
- Sur ces bases, l'examen du positionnement du prix de l'Offre par rapport aux résultats des différents critères d'évaluation ;
- L'analyse critique et indépendante du rapport d'évaluation préparé par l'établissement présentateur de l'Offre ;




- 
-
- 
- L'analyse des accords et opérations connexes susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix de l'Offre conformément aux alinéas 2 et 4 de l'Article 261-1 I du Règlement Général précité, et en particulier l'analyse des dispositions de l'accord conclu entre PERCEE PARTICIPATIONS et ANDROMEDA INVESTISSEMENTS dans le cadre de l'acquisition du bloc et du réinvestissement d'une partie des produits de cession ;
 - L'établissement d'un rapport dont la conclusion sera présentée sous forme d'une attestation d'équité, à destination du Conseil d'administration d'APRIL.

Dans le cadre de cette mission, APRIL fournira à FINEXSI tous les documents nécessaires au bon accomplissement de ses travaux. Ces documents seront considérés comme exacts et exhaustifs et ne feront pas l'objet de vérification particulière.

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

Nous vous précisons qu'une confirmation par écrit sur l'exhaustivité des éléments recueillis utiles pour notre mission sera demandée auprès des représentants d'APRIL, et sur certains points structurants auprès de l'initiateur de l'Offre.



3. Modalités pratiques et financières

3.1. Calendrier d'intervention

Notre intervention s'inscrira dans le calendrier que vous avez fixé, étant rappelé que, conformément aux dispositions réglementaires, un délai minimum de 20 jours de bourse à compter de la réception des principaux documents que l'expert estime nécessaires à l'élaboration de sa mission doit être respecté entre le démarrage effectif de ses travaux et la remise de son rapport.

L'intensité de notre intervention est fonction de plusieurs facteurs, et notamment :

- La complexité de l'Offre ;
- La qualité et l'accès à l'information ;
- L'accès au management ;
- L'ampleur des échanges avec l'AMF et éventuellement avec des actionnaires minoritaires.

Nous mobiliserons en conséquence et de manière prioritaire une équipe d'évaluateurs expérimentés nous permettant de respecter le délai imparti.

Il est également important que nous puissions travailler en coordination avec les différents intervenants le plus en amont possible. En particulier, nous aurons besoin d'échanger avec le management d'APRIL et ses conseils, puis avec l'établissement présentateur de l'Offre sur son approche et ses travaux d'évaluation.

3.2. Présentation de l'équipe dédiée à la mission

Nous mobiliserons une équipe de professionnels spécialistes en matière d'évaluation d'entreprises dans des contextes d'opérations comparables.

La mission sera placée sous la responsabilité des signataires de la présente, notamment assistés par Monsieur Maxime ROGEON (Manager), ainsi que d'une équipe de seniors analysts dont le nombre variera en fonction des besoins de la mission.

Conformément à la pratique, un contrôle qualité indépendant sera réalisé sur le rapport avant son émission. La revue indépendante sera effectuée par Monsieur Olivier COURAU, associé du cabinet, spécialiste en évaluation financière.






3.3. Estimation de nos honoraires

Nos honoraires sont fonction du temps passé et du taux horaires des différents intervenants, variable selon leur niveau d'expérience.

La mise en œuvre des diligences décrites ci-avant conduit à un montant d'honoraires compris entre 150.000 € et 180.000 € hors taxes, frais et débours.

Ce budget correspond à des conditions de déroulement normales de notre mission soit une enveloppe prévisionnelle de l'ordre de 400 à 475 heures au taux horaire moyen de 380 euros hors taxes, compte tenu de la qualification des équipes d'intervention. Il suppose que nous ayons un accès sans difficulté aux informations requises, couvrant tous les aspects de la situation d'APRIL, notamment les informations prévisionnelles, ainsi que les éléments de son évaluation préparés par l'établissement présentateur.

En cas de points de complexité ou de discussions spécifiques avec l'AMF ou l'initiateur et ses conseils, ou certains actionnaires minoritaires, nous vous informerons sans délai si ceux-ci impliquent un dépassement de ce budget.

Nos frais et débours seront facturés en sus et incluront notamment des consultations de bases de données et analyses sectorielles.

Vous voudrez bien trouver une facture d'acompte de 75.000 € HT. Nos honoraires feront l'objet de facturations au fur et à mesure de l'avancement de nos travaux. Le solde de nos honoraires vous sera facturé à la remise de notre rapport.

Nos factures sont payables à compter de la date de facturation.

En cas de cessation anticipée de l'exécution des prestations pour quelque raison que ce soit, la Société réglera à FINEXSI les honoraires, frais et débours que FINEXSI aura engagés jusqu'à la date de cessation sur la base des temps passés selon le taux horaire moyen ci-dessus.






4. Responsabilité

FINEXSI, ses associés et collaborateurs n'encourent aucune responsabilité à l'égard d'APRIL à raison des éventuelles fautes commises à l'occasion de l'exécution de la mission, à l'exception des cas où il aura été jugé par une décision définitive qu'ils ont commis une faute lourde ou intentionnelle ne provenant pas d'informations ou de déclarations incomplètes ou inexactes communiquées par APRIL ou ses conseils.

Le présent mandat pourrait être résilié par FINEXSI si la poursuite de la mission nous plaçait dans une situation d'incompatibilité au regard de nos règles déontologiques et d'indépendance.

Nous attirons votre attention sur les points suivants :

Le succès de notre mission et le respect du budget associé reposent sur votre disponibilité ainsi que sur la qualité et la fiabilité des informations et documents que vous nous fournirez.

Nos diligences correspondent à la mise en œuvre des procédures décrites dans notre lettre de mission. Elles ne s'apparentent pas à une mission d'audit et nous ne délivrerons aucune opinion sur les données chiffrées que nous collecterons, et nous n'effectuerons aucune diligence d'ordre juridique, fiscal, social, etc. sans que cette liste soit limitative, qui restent de la responsabilité de ceux qui les ont élaborées (mandataires sociaux, dirigeants, conseils, auditeurs, etc.). En conséquence, notre responsabilité ne pourra être recherchée quant à l'exactitude ou l'exhaustivité des informations fournies dans le cadre de notre mission.

Notre mission comporte une obligation de moyens. Vous vous engagez, de votre côté, à nous communiquer toutes les informations en votre possession quelle qu'en soit la source, utiles à la bonne réalisation de notre mission. A l'issue de la réalisation de nos travaux, une lettre d'affirmation couvrant certains points spécifiques vous sera demandée.

Les prestations fournies par FINEXSI dans le cadre de la mission qui lui est confiée sont destinées à APRIL dans le contexte rappelé ci-dessus. Le rapport de FINEXSI pourra être reproduit librement par APRIL dans tout document d'information du public dans le cadre de la procédure d'Offre publique. Conformément au Règlement Général de l'AMF, il sera notamment rendu public dans la note en réponse qui sera publiée par APRIL sur son site internet et sur le site internet de l'AMF et sera adressé à toute personne qui en fait la demande.





5. Déclarations

Sur la base des informations portées à notre connaissance, 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, et ne se trouvent notamment dans aucun des cas de conflit d'intérêts visés à l'article 1 de l'instruction AMF 2006-08 relative à l'expertise indépendante ;
- 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 ; un des associés signataires étant également membre du *board* et *standards* de l'IVSC.

6. Confidentialité

En notre qualité d'Expert-comptable, nous sommes tenus au secret professionnel en application des dispositions de l'article 226-13 du Code pénal, ainsi qu'à une obligation de discrétion, distincte de l'obligation précédente, quant aux informations et documents recueillis et à la diffusion des documents que nous établissons.

Ainsi, les documents et les informations échangées dans le cadre de cette mission entre APRIL et ses équipes, l'établissement présentateur, leurs conseils et FINEXSI sont confidentiels. Leur divulgation ne sera possible qu'avec l'accord des parties, et en conformité avec les exigences requises, le cas échéant, par l'AMF.





7. Juridiction

Tout éventuel litige relatif au déroulement de la mission ou à ses conclusions sera de la compétence exclusive du Tribunal de Commerce de Paris.

Nos conditions générales de ventes figurent en annexe.

Nous vous remercions, pour la bonne forme, de nous communiquer votre accord sur les termes de la présente par retour du double visé.

Nous espérons que les termes de cette proposition vous agréent et restons à votre disposition pour les commenter, et vous prions de croire, Monsieur, à notre considération distinguée.

FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER

Lucas ROBIN
Associé

Olivier PERONNET
Associé

Accepté, bon pour accord sur les termes et conditions de votre mission.

Date : 15/04/2020

Nom et qualité du signataire

Emmanuel
Maillot DGA



Strictement confidentiel – reproduction interdite

9

