

NOTE D'INFORMATION

Établie Par



EN REPONSE A L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE EUROGERM

INITIÉE PAR

NOVAGERM

de concert avec les sociétés ACG, Unigrains, Bread4all 1&2, Bread4all PSR-1, Bread4all PST-1, Bread4all PS-2

PRESENTÉE PAR



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 (« **AMF** »), l'AMF a, en application de la décision de conformité de la présente offre publique d'achat simplifiée en date du 8 juin 2021 apposé le visa n° 21-211 sur la présente note en réponse (la « **Note en Réponse** »). La Note en Réponse a été établie par Eurogerm 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'Autorité des marchés financiers 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 CROWE HAF, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans la Note en Réponse.

Dans le cas où, à la clôture de la présente Offre, le nombre d'actions non présentées à l'Offre par les actionnaires minoritaires de la société Eurogerm ne représenterait pas plus de 10% du capital social et des droits de vote de la société Eurogerm (à l'exception des 634.580 actions Eurogerm assimilées aux actions détenues par l'initiateur), la société Novagerm envisage de demander à l'AMF, dans un délai de trois mois à l'issue de la clôture de cette offre publique, la mise en œuvre, conformément aux dispositions des articles L. 433-4 III du Code monétaire et financier et 237-1 et suivants du Règlement général de l'AMF, de la procédure de retrait obligatoire moyennant une indemnisation égale au prix de l'offre publique, nette de tous frais, afin de se voir transférer les actions Eurogerm non apportées à la présente offre publique

La Note en Réponse est disponible sur les sites internet de l'Autorité des marchés financiers (www.amf-france.org) et de la société EUROGERM (www.opas-eurogerm.com), et est mis gratuitement à la disposition du public au siège social d'EUROGERM, 2 rue du Champ Doré, 21850 Saint Apollinaire.

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

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

TABLE DES MATIERES

I.	PRESENTATION DE L'OFFRE	5
I.1	Contexte et motif de l'Offre	5
I.1.1.	Présentation de l'Initiateur	7
I.1.2.	Présentation d'EUROGERM.....	8
I.1.3.	Contexte de l'Offre	10
I.1.3.1.	Entrée en négociations exclusives et conclusion des accords définitifs	10
I.1.3.2.	Modalités de désignation de l'expert indépendant.....	12
I.1.3.3.	Autorisations réglementaires	12
I.1.3.4	Divulgations de certaines informations relatives à EUROGERM	12
I.1.4.	Motif de l'Offre	12
I.2	Rappels des principaux termes de l'Offre	13
II.	AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE	15
III.	INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION	24
IV.	INTENTIONS DE LA SOCIETE QUAND AUX ACTIONS AUTO-DETENUES	25
V.	INFORMATION DES SALARIES DE LA SOCIETE	25
VI.	ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE	25
VI.1	Réinvestissement des Associés de Référence	25
VI.2	Investissements et réinvestissements de divers managers d'EUROGERM et des Fonds Naxicap dans Novagerm préalablement à la Cession des Blocs de Contrôle	26
VI.3	Répartition du capital social de l'Initiateur et des OC émises par cette dernière à la date de la Note en Réponse	27
VI.4	Engagement de cession et de réinvestissement conclu entre l'Initiateur et Nisshin	28
VI.5	Répartition du capital social de l'Initiateur a posteriori de la période d'offre (ou le cas échéant de la mise en œuvre du Retrait Obligatoire)	29
VI.6	Synthèses des caractéristiques des ADP 1, ADP 2 et OC	29
VI.7	Pactes d'associés conclus entre les différents associés de Novagerm	31
VI.7.1	Pactes d'associés conclus entre les Fonds Naxicap, ACG, Unigrains et les Managers du Cercle 1	31
VI.7.2	Pactes d'associés conclus entre les Fonds Naxicap et les Managers du Cercle 2	32
VI.7.3	Pacte d'associés conclus entre les Fonds Naxicap et Nisshin	32
VI.8	Promesses de cession en cas de départ des Managers	34
VI.9	Autres accords	35
VII.	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	35
VIII.	INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE	35
VIII.1	Répartition du capital social et des droits de vote de la Société	35
VIII.1.1	Répartition du capital et des droits de vote préalablement à l'acquisition des actions EUROGERM par Novagerm	35
VIII.1.2	Déclaration de franchissement de seuils	36
VIII.1.3	Répartition du capital et des droits de vote après l'Acquisition des Blocs de Contrôle et à la date de la présente Note en Réponse	36

VIII.2	Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions – conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L233-11 du Code de commerce	38
VIII.3	Participations directes et indirectes dans le capital de la Société	38
VIII.4	Détenteurs de titres comportant des droits de contrôle spéciaux	38
VIII.5	Mécanisme de contrôle prévu dans un éventuel système d'actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier	38
VIII.6	Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance pouvant entraîner des restrictions sur le transfert d'actions ou l'exercice de droits de vote	38
VIII.7	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts de la Société.....	38
VIII.7.1	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration de la Société	38
VIII.7.2	Règles applicables à la modification des statuts de la Société	39
VIII.8	Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier en matière d'émission et de rachat d'actions	40
VIII.8.1	Pouvoirs du conseil d'administration	40
VIII.8.2	Délégations de pouvoirs et de compétences en cours de validité.....	40
VIII.9	Accords conclus par la Société modifiés ou prenant fin en cas de changement de contrôle de la Société.....	41
VIII.9.1	Contrats de financement.....	41
VIII.9.2	Cessation de certaines conventions réglementées à la date du Changement de Contrôle.....	41
VIII.10	Accords prévoyant des indemnités pour les administrateurs ou les salariés de la Société, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique	42
IX.	MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE	42
X.	PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE D'INFORMATION EN REPONSE.....	42
	ANNEXE 1 : AVIS DU COMITE ECONOMIQUE ET SOCIAL D'EUROGERM	43
	ANNEXE 2 : RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	44

I. PRESENTATION DE L'OFFRE

I.1 Contexte et motif de l'Offre

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 233-1 2°, 234-2, 235-2 et 237-1 du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers, la société Novagerm¹, société par actions simplifiée au capital de 73 253 248,20 € , dont le siège social est situé 2 rue Champ Dore ZAC du Bois Guillaume – 21850 Saint-Apollinaire, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Dijon sous le numéro 893 758 144, (« **Novagerm** » ou l' « **Initiateur** ») propose de manière irrévocable aux actionnaires de la société EUROGERM, société anonyme au capital de 431.502,10 euros, dont le siège social est situé au 2 rue Champ Doré - Parc d'Activité du Bois Guillaume 21850 Saint Apollinaire, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Dijon sous le numéro 349 927 012 (« **EUROGERM** » ou la « **Société** »), d'acquérir la totalité des actions EUROGERM non détenues ou réputées détenues par l'Initiateur aux termes de l'article L 233-9 du Code de commerce (les « **Actions** ») au prix unitaire de 47,97 euros dans le cadre de l'offre publique d'achat simplifiée décrite ci-après (l'« **Offre** »).

Les Actions de la Société sont admises aux négociations sur Euronext Growth (« **Euronext Growth** ») sous le code ISIN FR0010452474 (code mnémorique : ALGEM).

L'Offre fait suite au transfert au bénéfice de l'Initiateur le 29 avril 2021 :

- par voie de cession et d'apport par la société ACG (holding personnelle du dirigeant, Monsieur Jean-Philippe Girard) et la société Unigrains de l'intégralité du capital social de la société Mobago² elle-même détentrice de 2 685 621 actions EUROGERM représentant 5 371 242 droits de vote, soit 62,24 % du capital social de cette dernière et 66,02 % des droits de vote théoriques³ ;
- par voie de cession par Monsieur Jean-Philippe Girard (actuel président directeur général de la Société) et sa holding personnelle la société ACG de l'intégralité de leur détention dans EUROGERM représentant au total 14 660 actions EUROGERM et 0,34 % du capital social de cette dernière et 0,18% des droits de vote théoriques⁴ ;
- par voie de cession par Monsieur Benoit Huvet et sa holding la société Vadriette d'un total de 52 952 actions EUROGERM représentant 1,23 % du capital social de cette dernière et 0,65% des droits de vote théoriques⁵ ;

(ci-après ensemble l'« **Acquisition des Blocs de Contrôle** » ou le « **Changement de Contrôle** »).

¹ société détenue à hauteur (i) de 60,36% par les fonds FPCI Naxicap Opportunities X, Naxicap Investment Opportunities II, FPCI Naxicap Opportunities XV, Naxicap Rendement 2024 (les Fonds Naxicap Partners) gérés par Naticap Partners, (ii) de 12,33% par la société par actions simplifiée ACG, elle-même contrôlée par M. Jean-Philippe Girard, (iii) de 23,04% par la société anonyme Unigrains, elle-même contrôlée par l'Association Générale des Producteurs de Blé – AGPB (iv) de 2,91% par la société par actions simplifiée Bread4all 1&2 elle-même contrôlée par les Fonds Naxicap Partners (v) de 0,28% par la société par actions simplifiée Bread4all PSR-1, (vi) de 0,62% par la société par actions simplifiée Bread4all PST-1, et (vii) de 0,47% par la société par actions simplifiée Bread4all PS-2, elle-même contrôlée par les Fonds Naxicap Partners, agissant de concert

² Mobago est une société par action simplifiée au capital 5 476 980 € dont le siège social est situé ZAC du Bois Guillaume, 2 rue Champ Doré, 21850 Saint-Apollinaire (France) immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Dijon sous 410 393 607 R.C.S. Le capital social de Mobago composé de 365,132 actions ordinaires était, préalablement à l'acquisition de l'intégralité de son capital par l'Initiateur, détenu par ACG et Unigrains à hauteur respectivement de 243529 et 121603 actions.

³ Sur la base d'un capital de la Société au 30 avril 2021 comprenant 4 315 021 actions représentant 8 136 131 droits de vote théoriques au sens de l'article 223-11 I al.2 du règlement général de l'AMF

⁴ Cf note n°3

⁵ Cf note n°3

L'Acquisition des Blocs de Contrôle représente au total 2 753 233 actions EUROGERM et 5 438 854 droits de vote soit, 63,81% du capital de la Société et 66,85 % des droits de vote théoriques⁶.

Les conditions et modalités de l'Acquisition des Blocs de Contrôle sont décrites à la section I.1.3 de la Note en Réponse étant précisé que le Changement de Contrôle s'inscrit dans le cadre d'une opération de LMBO (l' « **Opération** ») :

- à laquelle divers managers⁷ d'Eurogerm participent au travers des investissements réalisés par ces derniers dans des sociétés associées de Novagerm dénommées ci-après « **ManCo** » ; ces investissements étant exposés à la section VI.2 ci-après ; et
- à l'occasion de laquelle :
 - o ACG, et Unigrains ont réinvesti une partie du produit de cession dans Novagerm conformément à ce qui est exposé à la section VI.1 ci-après ;
 - o Nisshin Seifun Group Inc (« **Nisshin** ») s'est engagé à céder a posteriori de la période d'offre ou le cas échéant du Retrait Obligatoire, au prix de 47,97 € par action EUROGERM, l'intégralité de sa participation dans Eurogerm représentant 14,71% du capital de cette dernière et à réinvestir une partie du produit de cession dans Novagerm conformément à ce qui est exposé à la section VI.4 de la Note d'information.

L'Initiateur, ACG, Unigrains et les *ManCo*⁸ sont réputées, conformément aux dispositions de l'article L 233-10 du Code de commerce, agir de concert (le « **Concert** »)⁹.

Dans la mesure où l'Initiateur a, en conséquence de l'Acquisition des Blocs de Contrôle, franchi les seuils de 50 % des titres de capital et des droits de vote de la Société, l'Offre revêt un caractère obligatoire en application des dispositions de l'article L. 433-3, II du Code monétaire et financier et des articles 234-2 et 235-2 du règlement général de l'AMF.

Conformément aux articles 233-1, 2° et 234-2 et suivants du Règlement général de l'AMF, BANQUE PALATINE, en tant qu'établissement présentateur de l'Offre, a déposé un projet d'Offre et un projet de note d'information (le « **Projet de Note d'Information** ») auprès de l'AMF pour le compte de l'Initiateur, le 7 mai 2021 (avis AMF n°221C1001 du 7 mai 2021). Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du Règlement général de l'AMF, BANQUE PALATINE garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

Le 7 mai 2021, la Société a déposé le présent projet de note en réponse (le « **Projet de Note en Réponse** »), incluant notamment le rapport de l'Expert Indépendant en application de l'article 261-1, I du Règlement général de l'AMF.

A la date de dépôt du Projet de la Note en Réponse, Novagerm détenait et était réputée détenir :

- de manière directe et indirecte (via la société Mobago), 2 753 233 actions EUROGERM représentant 5 438 854 droits de vote soit 63,81% du capital de la Société et 66,85% des droits de vote théoriques¹⁰ de cette dernière ;

⁶ Cf note n°3

⁷ Les managers concernés sont (i) Serge Momus, Edouard Navarre, Sébastien Jollet et Yannick Le Moteux (ensemble les managers du Cercle 1) et (ii) Xavier Ponard, Thierry Mathey, Pierre-Edouard Molina et Jean-Charles Hamelin (ci-après ensemble les managers du Cercle 2)

⁸ À savoir, les sociétés par actions simplifiées Bread4all 1&2, Bread4all PSR-1, Bread4all PST-1, Bread4all PS-2

⁹ Nisshin et les fonds Naxicap Partners déclarent ne pas agir et ne pas avoir l'intention d'agir de concert (au sens de l'article L233-10 du Code de commerce) ensemble ou avec tout autre associé d'Eurogerm vis-à-vis de cette dernière.

¹⁰ Cf note n°3

- en application de l'article L 233-9 du Code de commerce et 223-11 du règlement général de l'AMF, l'intégralité de la détention de Nisshin dans le capital d'EUROGERM soit 634 580 actions représentant 14,71% du capital d'EUROGERM ;

soit au total 78,51% du capital d'EUROGERM.

Dans le cadre du Projet de Note d'Information, l'Initiateur s'est réservé la faculté, depuis le dépôt du Projet de Note d'Information auprès de l'AMF, et jusqu'à l'ouverture de l'Offre, d'acquérir des actions EUROGERM dans les limites visées à l'article 231-38 IV du règlement général de l'AMF, soit au cas présent 278 162 actions EUROGERM. Depuis le dépôt du Projet de Note d'Information auprès de l'AMF, et à la date de la présente Note d'Information, l'Initiateur a fait l'acquisition de 208 942 actions EUROGERM sur le marché au Prix de l'Offre, soit 47,97€ par action EUROGERM qui ne sont donc plus visées par l'Offre.

L'Offre porte sur la totalité des Actions existantes de la Société non détenues directement ou indirectement par l'Initiateur, à l'exception des 634 580 Actions détenues par Nisshin conformément à ce qui est exposé à la section VI.4 ci-après (les « **Actions Indisponibles** ») soit, à la connaissance de l'Initiateur à la date de la Note en Réponse, un nombre total maximum de 718 266 Actions représentant 16,65% du capital de la Société et 14,95% des droits de vote théoriques¹¹.

Il est précisé que par décision du 28 avril 2021, le conseil d'administration d'EUROGERM a décidé d'apporter l'intégralité des actions auto détenues (soit 8 198 actions) à l'Offre.

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

L'Offre, laquelle sera, le cas échéant, suivie d'une procédure de retrait obligatoire, en application des dispositions des articles L. 433-4, III du Code monétaire et financier et 237-1 et suivants du Règlement général de l'AMF (le « **Retrait Obligatoire** »), sera réalisée selon la procédure simplifiée conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du Règlement général de l'AMF, et notamment de son article 233-1, 1°.

Le 8 juin 2021, l'AMF a publié sur son site Internet (www.amf-france.org) une déclaration de conformité concernant l'Offre, après s'être assurée de la conformité de l'Offre aux dispositions légales et réglementaires qui lui sont applicables.

Les termes et modalités de l'Offre sont décrits de manière plus détaillée dans la Note d'Information de l'Initiateur qui a été mis en ligne sur les sites internet de l'Initiateur (www.novagerm.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) et qui peut être obtenu sans frais auprès de l'Initiateur (2 rue Champ Dore ZAC du Bois Guillaume – 21850 Saint-Apollinaire) et de l'Etablissement Présentateur (42, rue d'Anjou, 75008 Paris).

La durée de l'Offre sera de quinze (15) jours de négociation. Le calendrier indicatif de l'Offre est présenté à la section II.6 de la Note d'Information de l'Initiateur.

I.1.1. Présentation de l'Initiateur

L'Initiateur est une société par actions simplifiée de droit français constituée pour les besoins de l'Opération dont la majorité du capital et des droits de vote est détenue par :

¹¹ Sur la base d'un capital de la Société au 3 juin 2021 comprenant 4 315 021 actions représentant 8 132 377 droits de vote théoriques au sens de l'article 223-11 I al.2 du règlement général de l'AMF

- FPCI Naxicap Opportunities X, fonds professionnel de capital investissement,
- Naxicap Investment Opportunities II, fonds professionnel de capital investissement,
- FPCI Naxicap Opportunities XV, fonds professionnel de capital investissement,
- Naxicap Rendement 2024, société par actions simplifiée, au capital de 18.010.000 €, dont le siège social est sis à Paris (75007) – 5/7, rue de Monttessuy et dont le numéro unique d'identification est le 840 761 746 RCS Paris,

(les « **Fonds Naxicap** »)

gérés par la société de gestion Naxicap Partners, société anonyme à directoire au capital de 1.572.928 euros, dont le siège social est situé 5 rue de Monttessuy – 75007 Paris, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 437 558 893, (« **Naxicap Partners** »).

Acteur de référence du capital investissement en France, Naxicap Partners –affiliée du Groupe BPCE– dispose de 3,7 milliards d'euros de capitaux sous gestion. Investisseur impliqué et responsable, Naxicap Partners construit aux côtés des entrepreneurs avec lesquels il s'associe, un partenariat solide et constructif pour la réussite de leur projet. La société compte près de 39 professionnels de l'investissement sur 5 bureaux implantés à Paris, Lyon, Toulouse, Nantes et Francfort.

Par suite des investissements et réinvestissements réalisés par ACG, Unigrains et divers managers d'EUROGERM (via des *ManCo*) tels que décrits aux sections VI.1 et VI.2 ci-après, le solde du capital de l'Initiateur est, à la date de la Note en Réponse, détenu comme exposé à la section VI.3 ci-après.

I.1.2. Présentation d'EUROGERM

EUROGERM, créée en 1989 par son Président Directeur Général Monsieur Jean-Philippe Girard, est désormais la holding d'un groupe international composé de 18 sociétés en activité situées dans 13 pays (le « **Groupe EUROGERM** »).

Le Groupe EUROGERM exerce ses activités dans la recherche, le développement, le mélange et la commercialisation d'ingrédients céréaliers, d'auxiliaires technologiques et d'améliorants destinés aux producteurs et utilisateurs de farines et céréales techniques qui sont principalement les meuniers, les boulangers et pâtisseries industriels en France et à l'international.

Depuis sa création, EUROGERM se positionne comme un partenaire de confiance capable d'accompagner ses clients à la fois dans le développement des produits répondant le mieux aux exigences des consommateurs et dans leur évolution opérationnelle : assistance technologique, optimisation de la productivité, de la compétitivité et de la qualité des produits finis, extension des gammes de produits et mutation vers de nouveaux métiers.

De l'ingrédient jusqu'à la solution complète sur site tout en assurant l'intégration des produits dans leur processus de production, chaque prestation d'EUROGERM se déroule dans une démarche de qualité, de sécurité et d'innovation, qui rassure les industriels et leur permet de répondre aux exigences légitimes du consommateur.

LES PRODUITS

EUROGERM a défini au fil des années une approche spécifique à chacun de ses produits, centrée sur l'appréhension des goûts spécifiques et besoins nutritionnels définis par les consommateurs de par le monde : approche fonctionnelle et sensorielle pour les correcteurs, améliorants et prémix, approche fonctionnelle, sensorielle et/ou nutritionnelle pour les ingrédients technologiques et céréaliers.

Les correcteurs

Formulés en fonction des blés et des cahiers des charges farine, les correcteurs EUROGERM permettent d'assurer la régularité et la qualité de la farine. Selon les demandes des utilisateurs ou les besoins du marché, ils apportent de la force boulangère, de la souplesse, de l'extensibilité et améliorent la fonctionnalité de la farine dans son utilisation en aval. Le meunier peut ainsi travailler avec une palette de blés élargie.

Les améliorants de panification

L'incorporation d'améliorants EUROGERM permet d'optimiser les caractéristiques des produits finis (moelleux, croustillant, texture, saveur ...), de les personnaliser et de maîtriser les process industriels ou artisanaux. Les améliorants répondent à une tendance forte du marché visant la différenciation des produits de boulangerie et de viennoiserie afin de mieux satisfaire le goût des consommateurs et de s'adapter aux divers modes de production et de distribution.

Les ingrédients technologiques, céréaliers et de personnalisation

Les ingrédients EUROGERM offrent différentes fonctions : amélioration de la performance des farines et des produits finis (glutens techniques, enzymes), optimisation du goût et de la couleur (farines de céréales torréfiées, germes de blé) et compléments nutritionnels (fibres, vitamines, minéraux ...). Les ingrédients EUROGERM s'appliquent à une grande variété de produits alimentaires tels que les barres céréalières, les jus de fruits, les yaourts.

Les Prémix

Composés d'ingrédients « goût, couleur, texture » (céréales sous forme de graines, flocons, farines, cubes de fruits ou de légumes ...), les prémix EUROGERM sont des mélanges élaborés qui simplifient le processus de fabrication, en boulangerie artisanale comme en industrie. Ils permettent de réaliser, de manière simple, rapide et avec un résultat garanti, une grande variété de produits finis tels que pains de campagne, aux céréales, au seigle, aux graines, viennoiseries...

Le sourcing « ingrédients » d'EUROGERM permet d'étudier et de proposer de nombreuses formulations, suivant les objectifs consommateurs.

LES SERVICES ET L'ACCOMPAGNEMENT CLIENT

Partie intégrante du métier d'EUROGERM et complément naturel de l'offre produits, l'offre services est constituée d'analyses, de diagnostics, de préconisations et de conseils en production et marketing. Un accompagnement est proposé aux clients d'EUROGERM sous la forme d'assistance technique sur site, de formation, de co-développement et de veille marchés ou réglementaire.

Services Analyses :

Notre démarche diagnostic-conception-contrôle, s'appuie sur des analyses mises au point par EUROGERM. Elles sont proposées à tous nos clients pour les aider à progresser dans leur processus de fabrication.

Services Applications :

Notre expertise se décline dans toutes les applications de la filière blé-farine-pain. EUROGERM se propose de partager le savoir-faire acquis dans la maîtrise des cahiers des charges de fabrication : pain de mie, pain, viennoiserie briochée, viennoiserie feuilletée, beignet...

Services Certifications et filières tracées :

Pour répondre à des garanties spécifiques de fabrication : CRC®, biologique, équitable... les équipes d'EUROGERM conçoivent des formules permettant de réaliser des produits en conformité avec ces contraintes, et valident l'environnement du produit.

Services Accompagnement client :

L'Institut Arpèges d'EUROGERM a une vocation scientifique et pédagogique. Par ailleurs, les équipes techniques et scientifiques d'EUROGERM interviennent sur le site de production de leurs clients pour les accompagner jusqu'au bout de la démarche industrielle.

I.1.3. Contexte de l'Offre

I.1.3.1. Entrée en négociations exclusives et conclusion des accords définitifs

Dans le cadre de l'analyse des différentes options stratégiques pour EUROGERM et des possibles évolutions de leurs participations au capital d'EUROGERM, Monsieur Jean-Philippe Girard et les sociétés ACG (holding personnelle de Monsieur Girard) et Unigrains (les « **Actionnaires de Référence**») ont mené un processus de cession concurrentiel ayant abouti à l'entrée en négociations exclusives avec Naxicap Partners.

Le 18 janvier 2021, EUROGERM a publié un communiqué de presse informant le public :

- de l'entrée en négociations exclusives des Actionnaires de Référence¹² avec Naxicap Partners ayant pour objet le transfert (par cession et/ou apport) au prix de 47,97€ par action EUROGERM de l'intégralité de leurs participations directes et indirectes dans EUROGERM représentant 62,58% de cette dernière au profit de l'Initiateur, véhicule créé à cet effet et contrôlé par des Fonds Naxicap.

Ces négociations exclusives résultaient d'une promesse d'achat (la « **Promesse** ») consentie aux conditions usuelles par Naxicap Partners aux Actionnaires de Référence qui ne pouvait être levée qu'à l'issue de la procédure d'information consultation du comité social et économique d'EUROGERM.

- que Monsieur Benoît Huvet (directeur général délégué d'EUROGERM) s'était engagé, d'un commun accord avec les parties à l'opération et sous condition de la réalisation du Changement de Contrôle, à quitter ses fonctions de directeur général délégué d'EUROGERM et à céder concomitamment à la réalisation du Changement de Contrôle l'intégralité des titres qu'il détenait de manière directe et indirecte (via sa holding, la société Vadrilette) dans EUROGERM représentant au total 1,23% du capital social de cette dernière.

Cette entrée en négociations exclusives et la conclusion de la Promesse ont été l'aboutissement d'un processus de cession concurrentiel encadré par la société AMI Capital (Acquisitions, Management Advisory, Investment - conseil en M&A) auquel Naxicap Partners a été invité à participer à compter du 30 septembre 2020. Le 8 octobre 2020, une lettre d'offre indicative a été adressée par Naxicap Partners aux Actionnaires de Référence. Au regard de cette lettre d'offre indicative, Naxicap Partners a pu avoir accès à la data room mise en place par EUROGERM à compter du 12 octobre 2020. Par suite des audits ainsi réalisés, Naxicap Partners a formulé une offre ferme le 3 décembre 2020 qui a ensuite été négociée entre les Actionnaires de Référence et Naxicap Partners pour être acceptée le 17 janvier 2021. A la connaissance de la Société, l'offre de Naxicap Partners a été retenue par les Actionnaires de Référence car elle présentait des caractéristiques financières attractives et consistait en une offre ferme et intégralement financée.

Le 25 janvier 2021, le comité social et économique d'EUROGERM a unanimement rendu un avis favorable au projet de Changement de Contrôle.

Le 5 février 2021, la Promesse a été exercée par les Actionnaires de Référence et les accords définitifs portant cession des participations directes et indirectes des Actionnaires de Référence au profit de Novagerm ont été conclus le 10 février 2021 (cf. communiqué de presse du 11 février 2021).

¹² ACG et Unigrains détenaient l'intégralité du capital de la société Mobago qui détient 2 685 621 actions EUROGERM soit 62,24% du capital de cette dernière et Mr Girard ainsi que sa holding personnelle détenait au total 14 660 actions EUROGERM

Aux termes de ces accords :

- (a) le transfert des participations directes et indirectes des Actionnaires de Référence dans EUROGERM était subordonné à la conclusion des deux conditions suspensives suivantes :
- (x) la mise à disposition des financements bancaires (sans condition suspensive réglementaire) ;
 - (y) la conclusion d'un engagement ferme de transfert par des tiers cédants portant sur au moins 13% du capital social d'EUROGERM à un prix qui ne serait pas supérieur au prix de 47,97 euros par action EUROGERM.

En l'espèce, cette condition a été réalisée par la conclusion le 3 mars 2021 d'un accord entre Novagerm et Nisshin portant engagement de transfert (par voie de cession et/ou apport) par Nisshin à Novagerm a posteriori de la période d'offre (ou le cas échéant du Retrait Obligatoire) de l'intégralité de la participation que Nisshin détient dans EUROGERM à savoir 634.580 actions représentant 14,71% du capital social d'EUROGERM (ci-après le « **Bloc Nisshin** »).

Les modalités de cet accord qui porte transfert à terme du Bloc Nisshin au bénéfice de Novagerm figurent à la section VI.4 de la Note en Réponse.

- (b) le transfert des participations directes et indirectes des Actionnaires de Référence dans EUROGERM pouvait être réalisé par cessions et apports à Novagerm dans des proportions et conditions qui restaient à définir sans que cela ne puisse remettre en cause le principe d'une détention majoritaire en capital et des droits de vote des Fonds Naxicap dans Novagerm.

Le 31 mars 2021, ACG et Unigrains ont notifié à Novagerm leur volonté de réinvestir une partie de leur prix de cession (à savoir la somme globale d'environ 35.000.000 euros¹³) dans Novagerm. Les modalités de ces réinvestissements figurent à la section VI.1 ci-après.

Le 29 avril 2021, par suite de la levée des diverses conditions suspensives :

- les Actionnaires de Référence ont transféré l'intégralité de leur participation directe et indirecte (via Mobago) dans EUROGERM à Novagerm ;
- Monsieur Benoît Huvet a transféré l'intégralité de sa participation directe et indirecte (via sa holding la société Vadrilette) dans EUROGERM à Novagerm et conformément aux accords conclus le 17 janvier 2021 a quitté ses fonctions de directeur général délégué d'Eurogerm. Il est rappelé que dans le cadre de la cessation de ses fonctions de directeur général délégué de la Société :
- une convention a été conclue avec Eurogerm prenant acte des diverses sommes à verser à Monsieur Benoit Huvet conformément aux stipulations de la convention de mandat social conclue le 2 février 2007 telle que modifiée par avenants des 8 juillet 2009 et du 21 février 2019 ;

¹³ Dont 6 250 000 euros en obligations convertibles en actions Novagerm souscrites par Unigrains Diversification, société du groupe Unigrains.

- les deux baux conclus entre la SCI Jullensiad (SCI familiale de Monsieur Huvet) et EUROGERM ont été résiliés avec effet à la date de réalisation du Changement de Contrôle moyennant le paiement par EUROGERM d'un montant correspondant aux loyers et charges restant dus jusqu'à la prochaine date d'expiration desdits baux.

L'ensemble de ces opérations de cession ont été réalisées sur la base d'un prix de cession identique au Prix de l'Offre soit 47,97 euros par action EUROGERM étant précisé que :

- la détermination de la valeur des actions Mobago dont le seul actif est sa participation dans le capital d'EUROGERM, a été déterminée par transparence sur la base du Prix de l'Offre ;
- les accords ainsi conclus ne stipulent aucun mécanisme de complément de prix au bénéfice des Actionnaires de Référence, de Monsieur Benoit Huvet, ou de sa holding la société Vadrilette.

I.1.3.2. Modalités de désignation de l'expert indépendant

Le Conseil d'administration d'EUROGERM ne comprenant qu'un seul administrateur indépendant et ne permettant donc pas la constitution d'un comité *ad hoc* d'au moins trois membres constitué majoritairement d'administrateurs indépendants d'EUROGERM, la désignation de l'expert indépendant a été soumise au droit d'opposition de l'AMF, en application de l'article 261-1-1 I du règlement général de l'AMF.

Ainsi, lors de sa réunion du 16 janvier 2021, le conseil d'administration de la Société a, conformément aux dispositions des articles 261-1 I, 1°, 2° et 4°, et 261-1 II du règlement général de l'AMF, désigné le cabinet CROWE HAF, représenté par Monsieur Olivier Grivillers, en qualité d'expert indépendant (l'« **Expert Indépendant** ») chargé d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre et, le cas échéant, du Retrait Obligatoire sous condition suspensive du non-exercice par l'AMF de son droit d'opposition.

Après examen lors du collège de l'AMF en date du 16 février 2021, l'AMF n'a pas exercé son droit d'opposition.

I.1.3.3. Autorisations réglementaires

L'Offre n'est pas soumise à l'obtention d'une autorisation réglementaire.

I.1.3.4 Divulgations de certaines informations relatives à EUROGERM

Conformément à la recommandation visée à l'article 3.1.2.2 du guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée de l'AMF (AMF – DOC-2016-08), la Société déclare avoir rétabli en tous points significatifs l'égalité d'accès à l'information entre les investisseurs par la publication de la Note en Réponse.

I.1.4. Motif de l'Offre

En conséquence de l'acquisition par l'Initiateur le 29 avril 2021 d'un total de 2 753 233 actions EUROGERM représentant 63,81 % du capital social de la Société, 66,85 % des droits de vote théoriques¹⁴ :

- Novagerm a, en application des dispositions des articles 223-15-1 du Règlement général de l'AMF, déclaré à l'AMF par courrier en date du 3 mai 2021 avoir franchi directement et

¹⁴ Cf note n°3

indirectement (via Mobago) à la hausse le seuil de 50 % en capital et droits de vote d'EUROGERM. Cette déclaration a fait l'objet d'un avis n° 221C0988 publié par l'AMF le 6 mai 2021 ;

- Novagerm a, conformément à l'article 11.III des statuts d'EUROGERM, déclaré à cette dernière avoir franchi le 29 avril 2021 :
 - en capital à la hausse, à titre individuel et de concert, les seuils de 3 %, 5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 33,33 % et 50 % ;
 - en droits de vote à la hausse, à titre individuel et de concert, les seuils de 3 %, 5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 33,33 % et 50 %.
- Novagerm est tenue, en application des dispositions de l'article L. 433-3, II du Code monétaire et financier et des articles 234-2 et 235-2 du Règlement général de l'AMF, au dépôt de la présente Offre.

Il est précisé qu'en conséquence de la réalisation de la dernière condition suspensive relative à l'engagement de transfert par Nisshin à Novagerm de l'intégralité de sa participation dans EUROGERM représentant 14,71% du capital de cette dernière (cf. section VI.4 ci-après) Novagerm a, conformément à l'article 11.III des statuts d'EUROGERM, déclaré à la Société avoir franchi le seuil à la hausse en capital et droits de vote de 66,66% et détenir 78,52% du capital d'EUROGERM.

I.2 Rappels des principaux termes de l'Offre

En application des dispositions de l'article 231-13 du Règlement général de l'AMF, BANQUE PALATINE, agissant pour le compte de l'Initiateur, a déposé le 7 mai 2021 auprès de l'AMF le projet d'Offre sous la forme d'une offre publique d'achat simplifiée suivie le cas échéant, d'un retrait obligatoire portant sur la totalité des actions EUROGERM non détenues par l'Initiateur.

Cette Offre revêt un caractère obligatoire et sera réalisée selon la procédure simplifiée en application des dispositions des articles 233-1 2° du Règlement général de l'AMF.

En conséquence, l'Initiateur s'engage irrévocablement auprès des actionnaires de la Société à acquérir, au prix de 47,97 euros par action EUROGERM, toutes les actions EUROGERM qui seront présentées à l'Offre (à l'exception des actions composant le Bloc Nisshin ; ces actions étant indisponibles conformément à ce qui est exposé à la section VI.4 ci-après) pendant une période de quinze (15) jours de négociation.

Il est rappelé qu'à la date du Projet de Note en Réponse :

- l'Initiateur détenait et était réputé détenir :
 - de manière directe et indirecte (via la société Mobago), 2 753 233 actions EUROGERM représentant 5 438 854 droits de vote soit 63,81% du capital de la Société et 66,85% des droits de vote théoriques¹⁵ de cette dernière ;
 - en application de l'article L 233-9 du Code de commerce et 223-11 du règlement général de l'AMF, l'intégralité de la détention de Nisshin dans le capital d'EUROGERM soit 634 580

¹⁵ Cf note n°3

actions représentant 14,71% du capital d'EUROGERM ;

soit au total 78,51% du capital d'EUROGERM ;

- aucun membre du Concert – à l'exception de Novagerm - ne détenait plus aucun titre EUROGERM.

Dans le cadre du Projet de Note d'Information, l'Initiateur s'est réservé la faculté, depuis le dépôt du Projet de Note d'Information auprès de l'AMF, et jusqu'à l'ouverture de l'Offre, d'acquérir des actions EUROGERM dans les limites visées à l'article 231-38 IV du règlement général de l'AMF, soit au cas présent 278 162 actions EUROGERM. Depuis le dépôt du Projet de Note d'Information auprès de l'AMF, et à la date de la présente Note d'Information, l'Initiateur a fait l'acquisition de 208 942 actions EUROGERM sur le marché au Prix de l'Offre, soit 47,97€ par action EUROGERM qui ne sont donc plus visées par l'Offre.

A la date des présentes :

- l'Initiateur détient et est réputé détenir :
 - de manière directe et indirecte (via la société Mobago), 2 962 175 actions EUROGERM représentant 5 647 796 droits de vote soit 68,65 % du capital de la Société et 69,45% des droits de vote théoriques¹⁶ de cette dernière ;
 - en application de l'article L 233-9 du Code de commerce et 223-11 du règlement général de l'AMF, l'intégralité de la détention de Nisshin dans le capital d'EUROGERM soit 634 580 actions représentant 14,71% du capital d'EUROGERM ;

soit au total 83,35% du capital d'EUROGERM ;

- aucun membre du Concert – à l'exception de Novagerm - ne détient plus aucun titre EUROGERM.

Conformément aux dispositions de l'article 231-6 du Règlement général de l'AMF, l'Offre porte sur l'ensemble des actions EUROGERM en circulation non détenues ou réputées détenues par l'Initiateur, soit 718 266 actions à la date des présentes, représentant 16,65% du capital.

A la date de la Note en Réponse et conformément à ce qui est exposé à la section VIII.1.3 ci-après, à l'exception des actions émises par la Société, il n'existe, aucun autre droit, titre de capital ou instrument financier pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société.

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

Les termes de l'Offre sont décrits de manière plus détaillée dans de la Note d'Information de l'Initiateur qui est tenu gratuitement à la disposition du public aux sièges de BANQUE PALATINE et de l'Initiateur et qui a été mis en ligne sur les sites internet de l'Initiateur (www.novagerm.com) et de l'AMF (www.amf-france.org).

La Note en Réponse et le document « Autres informations » relatif aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société, seront déposées auprès de l'AMF et mises à la

¹⁶ Sur la base d'un capital de la Société au 3 juin 2021 comprenant 4 315 021 actions représentant 8 132 377 droits de vote théoriques au sens de l'article 223-11 I al.2 du règlement général de l'AMF

disposition du public, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre, selon des modalités propres à assurer une diffusion effective et intégrale, au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre.

L'Offre sera ouverte pendant une période de quinze (15) jours de négociation.

Un calendrier indicatif figure en section II.6 de la Note d'Information de l'Initiateur.

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

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 4° du règlement général de l'AMF, les membres du conseil d'administration de la Société se sont réunis le 28 avril 2021, sur convocation faite conformément aux statuts et au règlement intérieur de la Société, afin d'examiner l'Offre et de rendre un avis motivé sur l'intérêt de l'Offre et sur les conséquences de celle-ci pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Etaient réputés présents conformément aux dispositions de l'article 8 de l'ordonnance n°2020-321 du 25 mars 2020 (dont les termes ont notamment été prolongés et adoptés par l'ordonnance n°2020-1497 du 2 décembre 2020) :

- Monsieur Jean-Philippe GIRARD, président du Conseil (ci-après le « **Président** »),
- Monsieur Benoît HUVET, Directeur Général Délégué,
- Monsieur Philippe ALFROID, administrateur indépendant,
- La société OYC EU BV, administrateur, représentée par Monsieur William UNTEREKER,
- La société UNIGRAINS, administrateur, représentée par *Madame Géraldine SALOMON*,

Etaient également présents :

- Les représentants du personnel, Madame Vanessa MORIZOT, Messieurs Nicolas CORDUANT et Jean-Charles HAMELIN ;
- Le cabinet CROWE HAF, expert indépendant représenté par Monsieur Olivier Grivillers et Monsieur Maxime Hazim, assistant à une partie de la réunion au titre de la présentation de son rapport ;
- Le cabinet Expertise Comptable et Audit, Co-commissaire aux comptes, représenté par Monsieur Arnaud CHANTERANNE ;
- Maître Silvère PATRIAT, avocat ;
- Monsieur Yannick LE MOTEUX, Directeur Général Adjoint.

Etaient excusés :

- Monsieur Christophe VELDEMAN, représentant du personnel.
- La société SECC, Co-commissaire aux comptes, représentée par Monsieur Olivier SARLIN.

Monsieur Jean-Philippe GIRARD, présidait la séance en qualité de Président du Conseil.
Le secrétariat de la séance était assuré par Monsieur Yannick LE MOTEUX.

Préalablement à la réunion, les membres du conseil d'administration d'EUROGERM ont eu connaissance :

- de l'avis du comité social et économique de la Société en date du 25 janvier 2021 ;
- du projet de note d'information établi par Novagerm (Initiateur), et précisant les caractéristiques du projet d'Offre, notamment les motifs et intentions de l'Initiateur ainsi que les éléments d'appréciation du prix de l'Offre établis par Banque Palatine en sa qualité d'établissement présentateur de l'Offre,
- du rapport de l'Expert Indépendant qui conclut au caractère équitable des conditions de financières de l'Offre pour les actionnaires minoritaires de la Société,

- du Projet de Note en Réponse.

La délibération du conseil d'administration d'EUROGERM contenant son avis motivé est reproduite en intégralité ci-dessous :

« EXAMEN DU RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT »

Rappel du contexte de la désignation de l'Expert Indépendant

Le Président rappelle que dans le cadre d'un processus concurrentiel initié par Unigrains ainsi que lui-même et sa holding la société ACG (les « **Cédants** »), Naxicap Partners (« **Naxicap** ») a formulé une offre de reprise portant sur le groupe Eurogerm, qui a débouché sur le processus ci-après décrit :

- le 17 janvier 2021, les Cédants sont entrés en négociations exclusives avec Naxicap en vue de l'acquisition par une société dédiée contrôlée par des Fonds Naxicap (« **Novagerm** ») de blocs d'actions d'Eurogerm représentant au total environ 62,58% du capital de cette dernière (le « **Changement de Contrôle** » et le « **Bloc de Contrôle** ») ;
- concomitamment, Monsieur Benoît HUVET s'est engagé, sous condition de la réalisation définitive du Changement de Contrôle, à céder l'intégralité de ses titres dans Eurogerm représentant 1,23% de son capital ;
- dans ce contexte de projet de Changement de Contrôle et d'un éventuel Retrait Obligatoire, le 16 janvier 2021, le conseil d'administration de la Société a désigné conformément aux dispositions des articles 261-1 I, 1°, 2° et 4°, et 261-1 II du règlement général de l'AMF, le cabinet CROWE HAF (représenté par Monsieur Olivier Grivillers) en qualité d'expert indépendant (l'« **Expert Indépendant** ») sous condition suspensive du non-exercice par l'AMF de son droit d'opposition ;
- les instances représentatives du personnel de la Société ont été consultées et ont rendu unanimement un avis favorable concernant ce projet de Changement de Contrôle le 25 janvier 2021 ;
- le 10 février 2021, les Cédants ont, par suite de l'exercice de la promesse d'achat qui leur avait été consentie par Naxicap conclu des accords définitifs portant transfert hors marché au bénéfice de Novagerm du Bloc de Contrôle, à un prix de 47,97€ par action Eurogerm sous réserve notamment :
 - de la réalisation de diverses conditions suspensives dont la conclusion entre Novagerm, d'une part, et un ou plusieurs actionnaires d'Eurogerm (autre que les Cédants), d'autre part, d'accords fermes et irrévocables de cession et/ou d'apport à l'issue de la période d'offre portant au total sur au moins 13% du capital social d'Eurogerm (la « **Condition Suspensive** ») et
 - de la délivrance d'un avis motivé du conseil d'administration de la Société ;
- après examen lors du collège de l'AMF en date du 16 février 2021, l'AMF n'a pas exercé son droit d'opposition à la nomination du cabinet Crowe HAF en qualité d'Expert Indépendant ;
- le 3 mars 2021, Novagerm et la société Nisshin Seifun Group Inc (« **Nisshin** »), représentée au conseil d'administration par OYC EU BV et détentrice d'un total de 634 580 actions Eurogerm représentant 14,71% du capital d'Eurogerm (le « **Bloc Nisshin** »), ont conclu une convention portant transfert a posteriori de la clôture de la période d'offre (ou le cas échéant du Retrait Obligatoire), au bénéfice de Novagerm de l'intégralité du Bloc Nisshin par cession et/ou apport sous réserve de la réalisation des principales conditions suspensives suivantes :
 - a. purge de la procédure d'autorisation préalable des investissements étrangers en France visée au Code monétaire et financier ;
 - b. remise d'une attestation d'équité par l'Expert Indépendant concluant au caractère équitable de l'OPAS au prix de 47,97€ par action Eurogerm ;

- c. réalisation définitive de la cession du Bloc de Contrôle sur la base d'un prix par action Eurogerm de 47,97 €.
- Le 19 mars 2021, le Ministère de l'Economie et des Finances a émis une notification concluant que le projet de transfert du Bloc Nisshin n'est pas soumis à l'autorisation préalable des investissements étrangers en France prévue par les articles L. 151-3 et R. 151-1 et suivants du code monétaire et financier ;
- l'Expert Indépendant a délivré son rapport final le 27 avril 2021 concluant au caractère équitable de l'OPAS au prix de 47,97€ par action Eurogerm.

La désignation de l'Expert Indépendant et l'avis motivé s'inscrivent donc dans le cadre du Changement de Contrôle de la Société qui est, en principe, envisagé pour le 29 avril 2021.

Le Président :

- rappelle également aux membres du conseil d'administration que Crédit Mutuel Equity SCR (« **CME** »), actionnaire minoritaire d'EUROGERM qui avait participé au processus concurrentiel et dont l'offre n'avait pas été retenue a adressé un courrier à EUROGERM en date du 11 janvier 2021 formulant diverses remarques et affirmant que CME « entend bénéficier des mêmes prérogatives que tout autre actionnaire d'une société cotée, ni plus, ni moins. Cette position ne préjuge pas de la décision finale que [CME] pourr[ait] être amenée ou non à prendre si une offre publique d'achat venait à être régulièrement communiquée au marché et déclarée conforme par l'Autorité des Marchés Financiers » ;
- précise, conformément à ce qui est exposé en section 6 du rapport de l'Expert Indépendant dont le conseil a eu préalablement communication que CME a formulé diverses remarques auprès de CROWE HAF (Expert Indépendant) qui après diverses diligences a conclu que les « offres transmises en date du 3 décembre 2020 ne présentaient pas le même niveau d'avancement, l'offre de Crédit Mutuel Equity nécessitant davantage de travaux d'audit et la levée de plusieurs conditions suspensives Par ailleurs, bien que l'offre formulée par Crédit Mutuel Equity dans le cadre du processus de cession concurrentiel pour 100% des titres d'Eurogerm portait sur une valorisation de 214,1m€ (soit une valeur par action de 49,62€) soit un prix légèrement supérieur à celui qui a été retenu dans le cadre l'opération portant sur une valorisation de 207,0m€ (soit une valeur par action de 47,97€), l'offre de Crédit Mutuel Equity n'étant pas ferme et présentant des caractéristiques différentes [---], il ne nous apparaît pas opportun de retenir ce prix comme une référence de la valeur des titres Eurogerm ».

Modalités de désignation de l'Expert Indépendant

Comme exposé ci-dessus, le conseil d'administration a, dans sa séance du 16 janvier dernier, procédé conformément aux dispositions des articles 261-1 I du règlement général de l'AMF, à la désignation d'un expert indépendant chargé d'établir un rapport sur les conditions financières de l'OPAS et, le cas échéant, du Retrait Obligatoire.

Le Président rappelle :

- que la composition du conseil d'administration de la Société ne comprenant qu'un seul administrateur indépendant (à savoir Monsieur Philippe ALFROID), ne permettant donc pas la constitution d'un comité ad hoc d'au moins trois membres constitué majoritairement d'administrateurs indépendants, le conseil a désigné conformément aux dispositions des articles 261-1 I, 1°, 2° et 4°, et 261-1 II du règlement général de l'AMF, le cabinet CROWE HAF (représenté par Monsieur Olivier Grivillers) en qualité d'Expert Indépendant sous condition suspensive du non-exercice par l'AMF de son droit d'opposition ;

- la désignation du cabinet CROWE HAF en qualité d'Expert Indépendant est intervenue à l'issue de la revue de plusieurs propositions d'intervention d'experts indépendants et après avoir pris connaissance de la déclaration d'indépendance, du programme de travail et des moyens humains déployés par ce dernier.

Le cabinet CROWE HAF a été retenu aux motifs notamment que :

- il dispose d'une expérience de toute premier plan en matière d'expertises indépendantes publiques.

Monsieur Olivier GRIVILLERS, associé responsable du département Evaluation et expertises indépendantes, commissaire aux comptes et expert de justice en finance, est notamment :

- membre de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI) dont CROWE HAF est membre ;
- administrateur de la Compagnie des Conseils et Experts Financiers (CCEF) ;
- co-auteur de plusieurs ouvrages liés à l'évaluation d'entreprises ;

Il assure de nombreuses formations sur le thème de l'évaluation (France Invest, CCEF, réseau Crowe Global...) tout en ayant des fonctions auprès de la plupart des institutions professionnelles qui traitent de l'évaluation d'entreprise ;

- l'équipe du cabinet CROWE HAF intervenant sur l'analyse des conditions financières de l'Offre était composée de deux associés (Messieurs Olivier Grivillers et Maxime Hazim), d'un senior manager et de deux analystes senior ;
- le cabinet CROWE HAF a confirmé à la Société qu'il était indépendant au sens de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF, qu'il disposait bien des moyens humains et matériels nécessaires à l'accomplissement de sa mission dans le calendrier envisagé et qu'il était doté d'un code de déontologie ;
- après examen lors du collège de l'AMF en date du 16 février 2021, l'AMF n'a pas exercé son droit d'opposition.

Organisation et suivi des travaux de l'Expert Indépendant

Le Président indique ensuite que Monsieur Philippe ALFROID (seul administrateur indépendant au sein du conseil d'administration de la Société) assisté en particulier :

- de Madame Delphine BALLANDRAS - responsable expertises et performance d'EUROGERM,
- de Monsieur Yannick LE MOTEUX – directeur général adjoint d'EUROGERM en charge des fonctions finances, IT, RH et juridiques ;

se sont chargés de suivre les travaux de l'Expert Indépendant (le « **Comité** »).

Il précise qu'en qualité tant de Président directeur général de la Société que de partie à l'Opération, il a également répondu aux sollicitations et demandes de l'Expert Indépendant.

Le Président passe alors la parole à Monsieur Yannick LE MOTEUX qui expose au Conseil que la mission de l'Expert Indépendant a consisté à préparer un rapport sur les conditions financières de l'Offre conformément aux dispositions des article 261-1 et suivants du Règlement général de l'AMF et l'instruction AMF DOC-2006-08.

Le Comité a assuré le suivi des travaux de l'Expert Indépendant et s'est, en outre, assuré que ce dernier a disposé de 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 de l'Offre.

Il précise qu'un business plan sur 4 années de la Société établi par les équipes opérationnelles du groupe conjointement avec le Président a été transmis à l'Expert Indépendant étant précisé que ce

business plan traduit, à ce jour, la meilleure estimation possible des prévisions de la Société et qu'il n'existe pas d'autres données prévisionnelles pertinentes.

Réunions du Comité avec l'Expert Indépendant

Le Comité a eu de nombreux échanges téléphoniques et visioconférences avec l'Expert Indépendant. Les réunions suivantes ont notamment été organisées :

- *26 janvier 2021 : conférence téléphonique – transmission des documents sollicités par l'Expert Indépendant ;*
- *1^{er} février 2021 : envoi du business plan et échanges sur ce dernier ;*
- *12 février 2021 : envoi par mail des rapports d'audit PWC et de la liasse fiscale Eurogerm 2019 ;*
- *15 février 2021 : conférence téléphonique : questions/réponses sur le business plan ;*
- *16 février 2021 : envoi par mail du détail des emprunts Eurogerm ;*
- *18 février 2021 : conférence téléphonique : questions/réponses sur le business plan ;*
- *22 février 2021 :*
 - o *conférence téléphonique avec Sébastien JOLLET – Directeur Export Amériques : questions/réponses sur le business plan ;*
 - o *conférence téléphonique avec Serge MOMUS – Directeur Alliances et Croissance Externe : questions/réponses sur le business plan ;*
- *23 février 2021 :*
 - o *conférence téléphonique avec Edouard NAVARRE – Directeur Export : questions/réponses sur le business plan ;*
 - o *envoi par mail de divers documents mis à jour suite aux conférences téléphoniques avec Serge MOMUS (Directeur Alliances et Croissance Externe), Edouard NAVARRE (Directeur Export) et Sébastien JOLLET (Directeur Export Amériques) ;*
 - o *envoi par mail des procès-verbaux d'Eurogerm 2019 et 2020 ;*
- *30 mars 2021 : envoi par mail :*
 - o *du projet des comptes du groupe Eurogerm au 31 décembre 2020 (bilan, compte de résultat, tableau des flux de trésorerie, contributif consolidé) ;*
 - o *du bilan de la société Mobago au 31 décembre 2020 ;*
 - o *du détail de la trésorerie et des emprunts au 31 décembre 2020 ;*
- *31 mars 2021 : conférence téléphonique ayant pour objet de faire un point général d'avancement ;*
- *1^{er} avril 2021 : envoi par mail du projet des comptes du groupe Eurogerm au 31 décembre 2020 mis à jour (bilan, compte de résultat, tableau des flux de trésorerie, emprunts) ;*
- *2 avril 2021 : conférence téléphonique sur les comptes Eurogerm au 31 décembre 2020 ;*
- *2 avril 2021 : envoi de la présentation du business plan*
- *6 avril 2021 : envoi des comptes du groupe mise à jour*

- 16 avril 2021 : envoi par mail du détail des comptes - conférence téléphonique sur le détail des comptes ;
- 19 avril et 20 avril : envoi des derniers documents manquants sur les comptes ;
- 21 avril : envoi de l'annexe des comptes consolidés ;
- 22 avril 2021 : conférence téléphonique ayant pour objet de faire un point général d'avancement ;
- 26 avril 2021 : Transmission par l'Expert Indépendant de son projet de rapport ;
- 27 avril 2021 : Transmission par l'Expert Indépendant de son rapport définitif.

Il propose ensuite de laisser la parole à Messieurs Grivilliers et Hazim, associé(s) et représentant(s) du cabinet CROWE HAF pour présenter une synthèse des travaux réalisés par le cabinet CROWE HAF dans le cadre de la mission d'expertise indépendante qui lui a été confiée et des conclusions auxquelles ont abouties ces travaux.

Messieurs Grivilliers et Hazim prennent alors la parole. Après divers échanges – en particulier avec Monsieur Philippe ALFROID et notamment sur les méthodes de valorisation écartées et retenues et les échanges avec Crédit Mutuel Equity SCR – le Conseil remercie le cabinet CROWE HAF pour les travaux ainsi réalisés.

AVIS MOTIVE RELATIF A L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE (OPAS)

Le Président indique ensuite que conformément aux dispositions de l'article 231-19 4° du règlement général de l'AMF, le conseil d'administration de la Société est appelé (i) à examiner le projet d'Offre et (ii) à rendre un avis motivé sur l'intérêt de l'Offre et ses conséquences pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Il rappelle que Unigrains, Monsieur Benoit Huvet, OYC EU BV (représentant de Nisshin Seifun Group au conseil d'administration) et lui-même étant parties prenantes à l'opération, il convient qu'ils s'abstiennent de prendre part aux délibérations et au vote et invite Monsieur Philippe Alfroid, seul administrateur indépendant à examiner le projet d'Offre et à rendre, conformément aux dispositions de l'article 231-19 4° du règlement général de l'AMF, un avis motivé sur l'intérêt que présente l'Offre ainsi que ses conséquences sur la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Monsieur Philippe ALFROID précise que préalablement au présent conseil, l'avis du comité social et économique de la Société en date du 25 janvier 2021, le projet de rapport de l'Expert Indépendant ainsi que sa version finale en date du 27 avril 2021, le projet de la note d'information établie par Novagerm et un premier projet du projet de la note en réponse ont été adressés à chacun des administrateurs.

Le Conseil, à l'unanimité de ses membres constate que Monsieur Philippe ALFROID, seul administrateur non intéressé à l'opération envisagée :

relève :

- que le prix de l'Offre est identique au prix par action qui serait à payer par Novagerm dans le cadre du Changement de Contrôle ;
- que le prix proposé de 47,97 euros par action de la Société qui sera offert aux actionnaires de la Société fait ressortir une prime de 41,57 % par rapport au cours de clôture moyen pondéré par les volumes quotidiens des 60 derniers jours de bourse précédant l'annonce de l'Offre et

que plus généralement l'analyse multicritères établie par Banque Palatine, établissement présentateur de l'Offre, tels que présentée à la section III du projet de note d'information de Novagerm (initiateur) fait apparaître des primes par rapport au prix d'Offre de 47,97 € par action comprises entre +23,4% et +53,4% ;

- que dans le cadre de ses diligences, l'Expert Indépendant :
- après avoir écarté les méthodes de l'actif net comptable, de l'actif net réévalué, de la référence aux objectifs de cours des analystes et d'actualisation des dividendes futurs ;
 - après avoir retenu les méthodes des transactions en cours de réalisation sur le capital de la Société, de l'actualisation des flux futurs de trésorerie, des multiples observés sur des sociétés cotées comparables, de la référence au cours de bourse ;
 - après avoir comparé les résultats obtenus par Banque Palatine (établissement présentateur) avec ceux résultants des méthodes d'évaluation jugées pertinentes par l'Expert Indépendant ;
 - après avoir analysé l'ensemble des accords connexes conclus à l'occasion du Changement de Contrôle, du transfert du bloc d'actions détenu par Nisshin Seifun Group Inc (« Nisshin »), des divers investissements et réinvestissements à réaliser dans Novagerm par ACG, Unigrains, certains managers d'EUROGERM et Nisshin dans le cadre du projet de LMBO ;
 - après avoir :
 - tenu compte des éléments portés à son attention par Crédit Mutuel Equity SCR (ci-après « Crédit Mutuel Equity »), actionnaire minoritaire d'Eurogerm détenant, au 31 décembre 2020, 8,36% du capital social et 8,80% des droits de vote de la Société et son conseil le cabinet d'avocats De Pardieu Brocas Maffei relevant que dans le cadre du processus de cession concurrentiel pour 100% des titres d'Eurogerm, Crédit Mutuel Equity avait formulé une offre faisant ressortir une valorisation d'EUROGERM de 214,1m€ (soit 49,62€ par action Eurogerm), laquelle n'a finalement pas été retenue par l'actionnaire majoritaire au profit de l'offre présentée par Naxicap Partners ;
 - analysé les arguments formulées par Crédit Mutuel Equity et son conseil ;
 - échangé avec Monsieur Jean-Philippe Girard, Monsieur Olivier Aubouin représentant Mayer Brown (conseil juridique d'ACG), Monsieur Silvère Patriat représentant Patriat & Associés (conseil juridique d'ACG et d'Eurogerm) ainsi que Monsieur Bertrand Robert représentant AMI Capital (conseil financier M&A dans le cadre du processus concurrentiel), afin de comprendre le processus de cession et le choix qui a été effectué qui a consisté à retenir l'offre de Naxicap Partners ;
 - analysé et cherché à comprendre ce qui a motivé le choix de l'actionnaire majoritaire envers Naxicap Partners bien que l'Expert Indépendant considérait qu'il ne lui appartenait pas de se prononcer sur le choix effectué par l'actionnaire majoritaire dans le cadre du processus de cession concurrentiel confidentiel qui a été mené au titre de la présente opération ;
 - constaté que les offres transmises en date du 3 décembre 2020 par Crédit Mutuel Equity et Naxicap Partners ne présentaient pas le même niveau d'avancement, l'offre de Crédit Mutuel Equity nécessitant davantage de travaux d'audit et la levée de plusieurs conditions suspensives ;
 - constaté que bien que l'offre formulée par Crédit Mutuel Equity dans le cadre du processus de cession concurrentiel pour 100% des titres d'Eurogerm portait sur une valorisation de 214,1m€ (soit une valeur par action de 49,62€), soit un prix légèrement supérieur à celui qui a été retenu dans le cadre l'opération

portant sur une valorisation de 207,0m€ (soit une valeur par action de 47,97€), l'offre de Crédit Mutuel Equity n'était pas ferme, et présentait des caractéristiques différentes (dont des demandes de garanties de la part d'ACG) ;

a conclu que :

- (i) qu'il ne lui paraissait pas opportun de retenir le prix proposé par Crédit Mutuel Equity dans son offre indicative comme une référence de la valeur des titres Eurogerm ;
- (ii) « les accords qui ont été portés à [sa] connaissance fixant en particulier les modalités de rémunération des apports et de réinvestissements d'ACG et Unigrains et de l'investissement de Naxicap, Nisshin et des managers (indirectement via les Manco) dans Novagerm, ne sont pas, selon [lui], de nature à remettre en cause le caractère équitable de l'Offre d'un point de vue financier ;
- (iii) l' « Offre constitue pour les actionnaires de la Société une possibilité de bénéficier d'une liquidité immédiate de leur participation à un prix similaire aux transactions de référence à réaliser le 29 avril 2021 avec différents actionnaires historiques et présentant une prime sur les différentes moyennes de cours de bourse, sur la valeur extériorisée par la méthode d'évaluation intrinsèque (méthode des flux de trésorerie actualisés) et les méthodes analogiques mises en œuvre (méthode des multiples observés sur des sociétés cotées comparables et la méthode des transactions comparables). Sur la base de l'ensemble de ces éléments d'appréciation, [son] opinion est que les termes de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée, Offre pouvant être suivie d'un retrait obligatoire et proposant un prix de 47,97€ par action Novagerm est équitable, du point de vue financier, pour les actionnaires minoritaires de la société Eurogerm. »

relève par ailleurs :

- que postérieurement au Changement de Contrôle, Novagerm détiendra 2 753 233 actions Eurogerm représentant 63,81 % du capital ;
- que postérieurement au Changement de Contrôle, l'engagement de Nisshin en date du 3 mars 2021 portant engagement de cession à terme à Novagerm au prix de 47,97 € par action Eurogerm de l'intégralité de sa participation dans Eurogerm (soit 634 580 actions Eurogerm représentant 14,71% du capital d'Eurogerm – le Bloc Nisshin) ne sera plus soumis qu'à la condition de la remise des rapports prévus par les textes applicables dans le cadre des opérations de réinvestissement de Nisshin dans Novagerm et qu'à compter de la remise de ces rapports, Novagerm sera réputée détenir, en application de l'article L. 233-9 du code de commerce, les 634 580 actions Eurogerm objet du Bloc Nisshin dont cette dernière est actuellement titulaire ;
- que l'Offre vise la totalité des actions de la Société qui postérieurement au Changement de Contrôle ne seront pas détenues ou réputées détenues, directement ou indirectement, par Novagerm en ce compris les actions Eurogerm auto détenues par la Société mais, à l'exclusion des actions composant le Bloc Nisshin rendues indisponibles pendant toute la période d'offre ;
- que l'Offre revêt un caractère obligatoire en application de l'article 235-2 du règlement général de l'AMF ;
- que Novagerm n'assortit son Offre d'aucune condition

relève également que les intentions de Novagerm pour les 12 prochains mois, telles que présentées dans le projet de note d'information de l'initiateur, sont notamment les suivantes :

- en matière d'emploi, l'acquisition du contrôle de la Société par Novagerm s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et du développement d'Eurogerm et ne devrait donc pas avoir d'incidence particulière sur la politique poursuivie par Eurogerm en matière d'emploi ;
- en matière de politique industrielle, commerciale et financière, Novagerm a l'intention de poursuivre le développement des activités de la Société en collaboration avec les équipes dirigeantes et les salariés de la Société et de ses filiales et entend tout particulièrement soutenir et renforcer la capacité de la Société à se développer notamment à l'international ;
- en matière de politique de distribution de dividendes, l'opération s'inscrivant dans le cadre d'une opération de LMBO, il n'y aura pas lieu au versement d'un dividende au titre de l'exercice clos le 31 décembre 2020 ;
- dans l'hypothèse où, à la clôture de l'Offre, les actionnaires n'ayant pas apporté leurs actions à l'Offre ne représenteraient pas plus de 10% du capital et des droits de vote d'Eurogerm, Novagerm a l'intention de demander à l'AMF, conformément aux articles L. 433-4, II du Code monétaire et financier et 237-1 et suivants du Règlement général de l'AMF, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions Eurogerm non apportées à l'Offre (le « Retrait Obligatoire »). Dans le cadre du Retrait Obligatoire, les actions non apportées à l'Offre seront transférées à Novagerm, moyennant une indemnisation en numéraire égale au prix de l'Offre, soit 47,97 euros par action, nette de tous frais, les actions Eurogerm non apportées à l'Offre. La mise en œuvre du Retrait Obligatoire entraînerait la radiation des actions du marché Euronext Growth Paris ;

relève enfin que :

- d'un point de vue stratégique, l'Offre permet à la Société de s'adosser à un partenaire financier de premier plan, désireux d'investir, ce partenariat constituant un facteur de stabilité pour la Société et lui conférant les moyens de poursuivre et d'accélérer son développement ;
- d'un point de vue financier, la valorisation de la Société retenue dans le cadre de l'Offre est conforme aux critères habituels de marché ;
- d'un point de vue humain, l'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et du développement de la Société, pérennisant les emplois au sein de la Société.

Compte tenu de ce qui précède et notamment (i) de l'intérêt que représente pour la Société son adossement à un partenaire financier de premier plan, (ii) du projet de Novagerm de poursuivre et développer l'activité de la Société et (iii) de l'opportunité de liquidité immédiate à un prix attractif que l'Offre représente pour les actionnaires de la Société, le conseil d'administration, à l'unanimité de ses membres, constate que Monsieur Philippe ALFROID, seul administrateur non intéressé à l'opération envisagée :

approuve l'Offre aux conditions prévues dans les documents mentionnés ci-dessus,

considère que l'Offre est conforme aux intérêts de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés,

décide en conséquence d'émettre un avis favorable sur le projet d'Offre tel qu'il lui a été présenté,

recommande aux actionnaires de la Société d'apporter respectivement leurs actions à l'Offre,

décide d'apporter à l'Offre les 8 198 actions auto-détenues par la Société, et

donne tous pouvoirs au Président à l'effet de finaliser le projet de note en réponse relatif à l'Offre, ainsi que tout autre document qui serait nécessaire dans le cadre de l'Offre, et notamment le communiqué

normé, le document « autres informations » présentant les caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables, de la Société devant être déposé auprès de l'AMF et publié conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, et plus généralement prendre toutes dispositions et toutes mesures nécessaires à la réalisation de l'Offre. »

III. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

A l'occasion du Changement de Contrôle, chacun des membres du Conseil d'administration¹⁷ de la Société détenant, directement et/ou indirectement, des actions EUROGERM a cédé ou s'est engagé à céder l'intégralité de sa participation, directe et indirecte, dans EUROGERM.

Ainsi, le 29 avril 2021 – date de réalisation du Changement de Contrôle, Monsieur Jean-Philippe Girard, Unigrains et Monsieur Benoit Huvet ont cédé l'intégralité de leur participation, directe et indirecte, dans EUROGERM.

Immédiatement après le Changement de Contrôle, l'ensemble des conditions suspensives relatives aux accords conclus entre Novagerm et Nisshin portant engagement de cession à terme de cette dernière à Novagerm au prix de 47,97 € par action Eurogerm de l'intégralité de sa participation dans Eurogerm (soit 634 580 actions Eurogerm représentant 14,71% du capital d'Eurogerm – le Bloc Nisshin) étaient réalisées à l'exception de la remise des rapports prévus par les textes applicables dans le cadre des opérations de réinvestissement de Nisshin dans Novagerm ; cette dernière condition ayant depuis lors été réalisée le 6 mai 2021.

En conséquence du Changement de Contrôle de la Société, la composition du conseil d'administration d'EUROGERM a été modifiée afin de tenir compte de la nouvelle configuration de son actionariat.

Le conseil d'administration d'Eurogerm est désormais composé de neuf (9) membres au total, à savoir :

- l'ensemble des administrateurs d'Eurogerm en poste préalable au Changement de Contrôle de cette dernière, à l'exception toutefois de M. Benoit Huvet (administrateur et directeur général délégué) démissionnaire au jour du Changement de Contrôle d'EUROGERM¹⁸ ; et
- cinq (5) nouveaux administrateurs désignés par l'assemblée générale d'EUROGERM du 28 avril 2021, à savoir Naxicap Partners ainsi que Mesdames Angèle Faugier, Caroline Lachaud, Virginie Lambert et Marine Bussienne exerçant chacune des fonctions au sein de Naxicap Partners.

Il est précisé que le mandat de Monsieur Philippe Alfroid (administrateur indépendant) arrive à échéance à l'issue de la prochaine assemblée générale ordinaire et extraordinaire d'EUROGERM convoquée pour le 30 juin 2021. Monsieur Alfroid a informé Eurogerm que pour convenance personnelle, il ne souhaitait pas voir son mandat renouvelé.

A la connaissance d'EUROGERM :

- sauf le cas de la mise en œuvre d'une procédure de Retrait Obligatoire, il n'est pas envisagé de procéder à une modification de la composition du conseil d'administration de la Société dans les prochains mois ;

¹⁷ Il est précisé que Nisshin Seifun Group Inc est représentée au conseil d'administration d'EUROGERM par OYC EU BV représentée par Monsieur William UNTEREKER. Ni OYC EU BV, ni Monsieur William UNTEREKE ne détiennent d'actions EUROGERM. Les conditions de l'engagement de Nisshin sont exposés à la section VI.4 du présent Projet de Note en Réponse.

¹⁸ A savoir : Jean-Philippe Girard (PDG), Philippe Alfroid (administrateur indépendant), Unigrains et OYC EU BV

- dans l'hypothèse où il ne pourrait être procédé au Retrait Obligatoire, une assemblée générale ordinaire d'Eurogerm serait convoquée dans les douze prochains mois pour voir nommer un ou deux nouveaux administrateurs indépendants.

IV. INTENTIONS DE LA SOCIETE QUAND AUX ACTIONS AUTO-DETENUES

Le conseil d'administration de la Société a, lors de sa séance du 28 avril 2021, décidé d'apporter à l'Offre l'intégralité des Actions Auto-Détenues par la Société, soit 8 198 actions.

V. INFORMATION DES SALARIES DE LA SOCIETE

Dans le cadre du processus relatif à l'Acquisition des Blocs de Contrôle par l'Initiateur le 29 avril 2021 décrite à la section I.1 de la Note en Réponse, le comité social et économique de la Société a été informé et consulté, conformément aux articles L. 2312-8 et suivants du Code du travail, ce dernier ayant rendu un avis positif le 25 janvier 2021 quant à l'Acquisition des Blocs de Contrôle dont la copie figure en Annexe 1 de la présente Note en Réponse.

Conformément à l'article L. 2312-52 du Code du travail, la procédure particulière d'information consultation en cas d'offre publique d'acquisition n'est pas applicable dans le cadre d'une offre publique d'acquisition simplifiée.

VI. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE

Sous réserve des différents accords mentionnés dans la Note en Réponse, la Société n'a pas connaissance d'autres accords liés à l'Offre ou qui seraient de nature à avoir un effet significatif sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.

Le lecteur est invité à se référer à la section I.4 de la Note d'Information de l'Initiateur pour une description des accords susceptibles d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.

VI.1 Réinvestissement des Associés de Référence

A l'occasion des opérations de Changement de Contrôle, ACG et Unigrains ont notifié à Novagerm leur volonté de réinvestir une partie de leur prix de cession à savoir, la somme globale d'environ 35 000 000 euros¹⁹ dans Novagerm.

Ainsi, à la date d'Acquisition des Blocs de de Contrôle :

- ACG (holding de Monsieur Jean-Philippe Girard) a réinvesti la somme globale de 10 035 160 € par souscription (i) de 7 526 370 actions ordinaires Novagerm émises chacune au prix unitaire d'un euro chacune et (ii) de 2 508 790 actions de préférence 2 Novagerm (les « **ADP 2** ») émises au prix unitaire d'un (1) euro chacune dont les principaux termes et conditions sont décrits à la section VI.6 ci-après ; et

¹⁹ Dont 6 250 000 euros en obligations convertibles en actions Novagerm souscrites par Unigrains Diversification, société du groupe Unigrains.

- Unigrains a réinvesti la somme globale de 18 750 000 € par souscription de 18 750 000 actions ordinaires Novagerm émises au prix unitaire d'un (1) euro chacune étant précisé que le groupe Unigrains via la société Unigrains Diversification a par ailleurs souscrit 6 250 000 obligations convertibles en actions Novagerm (les « OC ») au prix d'un (1) euro par obligations. Les principaux termes et conditions des OC sont décrits à la section VI.6 ci-après.

Synthèse du produit de cession encaissé, réinvesti par apport d'actions et/ou en cash :

en K€	Produit de cession encaissé*	Apport en Actions Ordinaires	Apport en Obligations Convertibles	Apport en ADP 2	Réinvest.** Actions Ordinaires	Réinvest.** Obligations Convertibles	Réinvest.** ADP 2	Tot. Prod. Cession	dont Apport et Réinvest.
ACG et JP. Girard	74 939	7 526	-	2 509	-	-	-	84 974	10 035
Unigrains	32 705	9 375	-	-	9 375	6 250	-	42 080	25 000
Total	107 643	16 901	-	2 509	9 375	6 250	-	127 054	35 035

*produit brut hors frais vendeurs

** apports en cash

VI.2 Investissements et réinvestissements de divers managers d'EUROGERM et des Fonds Naxicap dans Novagerm préalablement à la Cession des Blocs de Contrôle

Préalablement à l'Acquisition des Blocs de Contrôle :

- les Fonds Naxicap ont investi dans Novagerm la somme globale de 65 500 000 € :
 - o par souscription de 49 125 001 actions ordinaires Novagerm au prix d'un (1) euro par action ;
 - o par souscription de 16 375 000 OC dont les principaux termes et conditions sont décrits à la section VI.6 ci-après ;
- certains managers d'EUROGERM²⁰ ont souscrit, aux côtés des Fonds Naxicap, au capital des sociétés suivantes constituées pour les besoins du LMBO et devant regrouper diverses catégories de managers (ensemble les « ManCo ») étant précisé que ces ManCo ont ensuite réinvesti l'intégralité des souscriptions ainsi réalisées (soit la somme globale de 3.514.665 euros) en actions ordinaires, actions de préférence 1 (ADP 1) et actions de préférence 2 (ADP 2) émises par Novagerm. Les principaux termes et conditions des ADP1 et ADP2 sont décrits à la section VI.6 ci-après.

Ainsi :

- les managers des Cercles 1 et 2 (listés ci-après) et les Fonds Naxicap ont investi la somme de 2.369.296 euros par souscription de 2.369.295 actions ordinaires et d'une action de préférence « Golden Share » (détenue par Naxicap) émises au prix unitaire de 1€ chacune par BREAD4ALL 1&2²¹ dont 1.045.240 actions souscrites par les Fonds Naxicap. BREAD4ALL 1&2 a ensuite réinvesti l'intégralité de ces sommes par souscription de 2.369.296 actions ordinaires émises au prix unitaire d'un euro chacune par Novagerm ;
- les managers du Cercle 1 et les Fonds Naxicap ont investi la somme de 501.283 euros par souscription de 501.282 actions ordinaires et d'une action de préférence « Golden Share »

²⁰ Les managers concernés sont (i) Serge Momus, Edouard Navarre, Sébastien Jollet et Yannick Le Moteux (ensemble les managers du Cercle 1) et (ii) Xavier Ponard, Thierry Mathey, Pierre-Edouard Molina et Jean-Charles Hamelin (ci-après ensemble les managers du Cercle 2)

²¹ BREAD4ALL 1&2, société par actions simplifiée au capital de 2.369.296 € dont le siège social est situé 2 rue Champ Doré 21250 Saint-Apollinaire, immatriculée au registre du commerce et des sociétés sous le n° 898 080 502 RCS Dijon

(détenue par Naxicap) émises au prix unitaire de 1 € par BREAD4ALL PST-1²² dont 134.574 actions souscrites par les Fonds Naxicap. BREAD4ALL PST-1 a ensuite réinvesti l'intégralité de ces sommes par souscription de 501.283 ADP 2 émises au prix unitaire d'un euro par Novagerm ;

- les managers du Cercle 1 et les Fonds Naxicap ont investi la somme de 253.460 euros par souscription de 253.459 actions ordinaires et d'une action de préférence « Golden Share » (détenue par Naxicap) émises au prix unitaire de 1 € par BREAD4ALL PSR-1²³ dont 66.500 actions souscrites par les Fonds Naxicap. BREAD4ALL PSR-1 a ensuite réinvesti l'intégralité de ces sommes par souscription de 230.418 ADP1 émises au prix unitaire de 1,10 € par Novagerm ;
- les managers du Cercle 2 et les Fonds Naxicap ont investi la somme de 390.626 euros par souscription de 390.625 actions ordinaires et d'une action de préférence « Golden Share » (détenue par Naxicap) émises au prix unitaire de 1 € par BREAD4ALL PS-2²⁴ dont 289.555 actions souscrites par les Fonds Naxicap. BREAD4ALL PS-2 a ensuite réinvesti l'intégralité de ces sommes par souscription de 92.858 ADP1 émises au prix unitaire de 1,10 € par Novagerm, et de 288.482 ADP 2 émises au prix unitaire de 1 € par Novagerm.

Les Managers des Cercles 1&2 sont les suivants :

Cercle 1	Cercle 2
Serge Momus	Xavier Ponard
Edouard Navarre	Thierry Mathey
Sébastien Jollet	Pierre-Edouard Molina
Yannick Le Moteux	Jean-Charles Hamelin

VI.3 Répartition du capital social de l'Initiateur et des OC émises par cette dernière à la date de la Note n Réponse e

Au résultat (i) des réinvestissements réalisés par ACG et Unigrains, (ii) de l'investissement en OC par Unigrains Diversification et (iii) des Investissements réalisés par divers managers d'EUROGERM et les Fonds Naxicap dans Novagerm visées aux sections I.4.1 et I.4.2, le capital social de Novagerm ainsi que les OC émises par cette dernière sont, à la date de dépôt de la Note en Réponse, répartis ainsi qu'il suit²⁵ :

²² BREAD4ALL PST-1, société par actions simplifiée au capital de 501.283 € dont le siège social est situé 2 rue Champ Doré 21250 Saint-Apollinaire, immatriculée au registre du commerce et des sociétés sous le n° 898 080 577 RCS Dijon

²³ BREAD4ALL PSR-1, société par actions simplifiée au capital de 253.460 € dont le siège social est situé 2 rue Champ Doré 21250 Saint-Apollinaire, immatriculée au registre du commerce et des sociétés sous le n°898 080 510 RCS Dijon

²⁴ BREAD4ALL PS-2, société par actions simplifiée au capital de 390.626 € dont le siège social est situé 2 rue Champ Doré 21250 Saint-Apollinaire, immatriculée au registre du commerce et des sociétés sous le n° 898 080 601 RCS Dijon

²⁵ Il est précisé qu'ACG est une société contrôlée par Monsieur Jean-Philippe Girard, Unigrains est une société contrôlée par l'Association Générale des Producteurs de Blé – AGPB, et Bread4all 1&2 et Bread4all PS-2 sont des Manco contrôlées par les Fonds Naxicap .

	Actions ordinaires	Obligations convertibles	Actions de préférence "ADP 2"	Actions de préférence "ADP 1"	% en capital (non dilué)	% en droits de vote (non dilué)	% en capital et droits de vote (base pleinement diluée)
Naxicap	49 125 001	16 375 000	-	-	60,36%	62,87%	62,97%
<i>NIO II</i>	18 998 619	6 332 873	-	-	23,34%	24,32%	24,35%
<i>NO X</i>	5 428 177	1 809 392	-	-	6,67%	6,95%	6,96%
<i>NO XV</i>	16 284 531	5 428 177	-	-	20,01%	20,84%	20,87%
<i>NR24</i>	8 413 674	2 804 558	-	-	10,34%	10,77%	10,78%
Unigrains	18 750 000	-	-	-	23,04%	24,00%	18,03%
Unigrains Diversification	-	6 250 000	-	-	-	-	6,01%
ACG	7 526 370	-	2 508 790	-	12,33%	9,95%	9,65%
BREAD4ALL 1&2	2 369 296	-	-	-	2,91%	3,03%	2,28%
BREAD4ALL PST-1	-	-	501 283	-	0,62%	0,06%	0,48%
BREAD4ALL PSR-1	-	-	-	230 418	0,28%	0,03%	0,22%
BREAD4ALL PS-2	-	-	288 482	92 858	0,47%	0,05%	0,37%
Total	77 770 667	22 625 000	3 298 555	323 276	100,00%	100,00%	100,00%

Il est précisé que l'investissement des associés de la société Novagerm a été structuré de la manière suivante :

- 75% de l'investissement en actions ordinaires ;
- 25 % de l'investissement sous forme d'instruments à taux fixe (OC et ADP 2), bénéficiant de la même rémunération et traités pari passu entre eux.

Chaque associé bénéficiera donc de la même répartition de valeurs mobilières.

Par dérogation à ce qui précède, s'agissant des Managers, une partie minoritaire de leur investissement sera réalisée sous forme d'ADP 1, bénéficiant d'incentives. Ces ADP 1 auront un prix d'émission distinct des autres valeurs mobilières précitées.

Les principaux termes et conditions des ADP 1, ADP 2 et des OC sont décrits à la section VI.6 ci-après.

VI.4 Engagement de cession et de réinvestissement conclu entre l'Initiateur et Nisshin

Il est rappelé que Nisshin Seifun Group (« **Nisshin** ») est un partenaire commercial historique d'EUROGERM représenté au conseil d'administration de cette dernière par OYC EU BV représentée par Monsieur William UNTEREKER.

Le 3 mars 2021, Novagerm et Nisshin ont conclu un protocole (le « **Protocole Nisshin** ») portant engagement sous réserve de la réalisation de diverses conditions suspensives dont la réalisation du Changement de Contrôle de transfert (par cession et/ou apport) par Nisshin à Novagerm à l'issue de l'Offre ou le cas échéant, du Retrait Obligatoire, au prix de 47,97 € par action EUROGERM, de l'intégralité de sa participation dans EUROGERM représentant 634 580 actions soit 14,71% du capital social de cette dernière (le « **Bloc Nisshin** »).

Il est précisé que :

- le 26 mars 2021, Nisshin a informé Novagerm de sa décision de réinvestissement d'une partie du prix de cession par Nisshin dans Novagerm. Ce réinvestissement sera réalisé :

- par souscription d'actions ordinaires Novagerm à émettre au prix unitaire d'un (1) euro; et
- par souscription d'OC à émettre par Novagerm au prix unitaire d'un (1) euro ;

de manière à ce que Nisshin détienne 15% du capital et des droits de vote de Novagerm, calculé sur une base pleinement diluée ;

- immédiatement après le Changement de Contrôle, l'ensemble des conditions suspensives relatives au Protocole Nisshin portant engagement de cession à terme de cette dernière à Novagerm de l'intégralité du Bloc Nisshin étaient réalisées à l'exception de la remise des rapports prévus par les textes applicables dans le cadre des opérations de réinvestissement de Nisshin dans Novagerm ; cette dernière condition ayant depuis lors été réalisée le 6 mai 2021 ;
- en conséquence de la réalisation de l'ensemble des conditions suspensives, Novagerm est réputée détenir, en application des articles L. 233-9 du code de commerce et 223-11 du règlement général de l'AMF, les 634 580 actions Eurogerm objet du Bloc Nisshin dont cette dernière est actuellement titulaire ;
- en conséquence de la conclusion du Protocole Nisshin, Nisshin a donné instruction irrévocable dès le 28 avril 2021 à son teneur de compte de ne pas transférer ses actions EUROGERM pendant toute la période d'offre (les Actions Indisponibles).

Les principaux termes et conditions des Obligations Convertibles figurent à la section VI.6 ci-dessus.

Il est précisé que les accords ainsi conclus ne stipulent aucun mécanisme de complément de prix au bénéfice de Nisshin.

VI.5 Répartition du capital social de l'Initiateur a posteriori de la période d'offre (ou le cas échéant de la mise en œuvre du Retrait Obligatoire)

A l'issue de l'Offre (ou, le cas échéant, de la mise en œuvre du Retrait Obligatoire), la partie du compte courant apporté par les Fonds Naxicap, aux fins de financement de l'Offre, sera incorporée au capital de Novagerm et sous réserve du respect par Novagerm de ses engagements aux termes des accords passés avec Nisshin et à la remise des rapports prévus par les textes applicables dans le cadre des opérations de réinvestissement de Nisshin, cette dernière souscrira des actions ordinaires et des obligations convertibles de Novagerm, de sorte à détenir 15% du capital social, sur une base pleinement diluée.

Il est précisé que les Fonds Naxicap demeureront en toutes hypothèses détenteurs de plus de 50% du capital et des droits de vote de Novagerm.

VI.6 Synthèses des caractéristiques des ADP 1, ADP 2 et OC

Le tableau ci-après présente une synthèse des principaux droits financiers et politiques attachés aux ADP 1, ADP2 et aux OC, lesquels sont plus amplement décrits en annexe des statuts de Novagerm :

	Principaux droits financiers	Principaux droits politiques
Actions de préférence 1 (ADP 1)	<p>Prix d'émission : 1,10 euro par ADP 1</p> <p>Préalablement à une Sortie²⁶, les ADP 1 ne donneront droit à aucun droit économique.</p> <p>En cas de réalisation d'une Sortie, les titulaires d'ADP 1 se verront, le cas échéant, attribuer par prélèvement sur le prix de transfert des actions ordinaires, un montant M à répartir entre les titulaires d'ADP 1 au prorata du nombre d'ADP 1 respectivement détenues par chaque associé concerné.</p> <p>Ce montant M est fonction (i) d'un TRI et (ii) d'un multiple du produit à percevoir par les Sponsors²⁷ au titre du transfert de l'ensemble des actions ordinaires et des OC détenues par les Sponsors, majoré des intérêts encaissés au titre des OC et du Dividende Prioritaire encaissé au titre des ADP 2 et calculé avant impact du Montant M.</p> <p>A titre d'exemple, au-delà d'un TRI de 15,00% et d'un multiple de 1,5, les Sponsors rétrocéderont 10% de la quote-part de plus-value réalisant les objectifs susvisés.</p> <p>Il est précisé que l'avantage particulier attaché aux ADP 1 a fait l'objet d'un rapport d'évaluation établi par Advance Capital en qualité d'évaluateur de l'avantage particulier qui ressort à une valorisation globale des ADP 1 de 380 milliers d'euros, soit une valeur unitaire de 1,10 euro, compte tenu des 345 452 ADP 1 émises par Novagerm, à la date de Cession des Blocs de Contrôle, et des 22.176 ADP 1 qui seront, le cas échéant, émises, à la date du transfert du Bloc Nisshin, et souscrites par BREAD4ALL PS-2 (en raison de nouvelles souscriptions de nouveaux Managers du Cercle 2 d'un montant de 24.394 euros).</p> <p>En conséquence des conclusions de ce rapport, l'Initiateur a émis des ADP 1 pour la même valeur au bénéfice des <i>ManCo</i> BREAD4ALL PSR-1 et BREAD4ALL PS-2 détenues par des manager du Cercle 1 et 2.</p>	Chaque ADP 1 bénéficie de 0,10 droit de vote

²⁶ Une « *Sortie* » désigne un transfert intervenant, par référence et par application des stipulations du Pacte et/ou du Pacte Nisshin (i) à la suite de l'exercice du Droit de Sortie Conjointe Intégrale ou (ii) de la mise en œuvre de l'Obligation de Sortie Conjointe, (iii) en cas d'Introduction en Bourse ou (iv) en cas de Sortie Totale.

²⁷ Les « *Sponsors* » désignent les Fonds Naxicap, Unigrains, ACG et Nisshin

<p>Actions de préférence 2 (ADP 2)</p>	<p>Prix d'émission : un (1) euro par ADP 2</p> <p>Chaque ADP 2 donne droit par priorité aux autres actions à un droit financier d'un montant (le « Montant Prioritaire 2 ») égal à la somme (i) du prix de souscription d'une ADP 2 (incluant la valeur nominale et la prime d'émission) et (ii) d'un dividende précipitaire, prioritaire et cumulatif égal au montant des intérêts qu'aurait produit son prix de souscription s'il avait été placé au taux de neuf pourcent (9%) l'an (le « Dividende Prioritaire »).</p> <p>En cas de Sortie, les ADP 2 seront automatiquement converties en actions ordinaires à raison d'une (1) action ordinaire pour une (1) ADP 2, et le Dividende Prioritaire non payé, en tout ou partie, sera incorporé au capital de la Société par émission d'actions ordinaires.</p> <p>En cas de Sortie, la valeur des titres à la Sortie (ci-après le "Montant Net") sera répartie entre les titulaires de Titres de la manière suivante :</p> <ul style="list-style-type: none"> - En premier lieu aux titulaires d'OC et d'ADP 2 à hauteur (i) pour les OC d'un montant correspondant au montant total des intérêts capitalisés et des intérêts courus au titre des OC, et (ii) pour les ADP 2, du montant du Dividende Prioritaire, étant précisé que si le Montant Net ne permet pas de procéder à la totalité de la répartition susvisée, le Montant Net sera réparti entre les titulaires d'OC et d'ADP 2 au prorata du montant que chacun des titulaires aurait dû percevoir au titre du Montant Net ; - Ensuite, après et sous réserve du paiement des sommes visées au paragraphe précédent, aux titulaires des titres en application des règles statutaires, et notamment des termes et conditions des ADP 1. <p>Les ADP2 seront traitées pari passu avec les OC, dans les conditions prévues à l'annexe 3 des statuts de Novagerm.</p>	<p>Chaque ADP 2 donne droit à 0,10 voix tant que les actions d'EUROGERM restent cotées sur Euronext Growth Paris.</p> <p>Si les actions d'EUROGERM ne sont plus cotées sur Euronext Growth Paris, alors chaque ADP 2 donne droit à 0,40 voix.</p> <p>En toutes hypothèses, dès l'instant où les OC sont converties en Actions Ordinaires, chaque ADP 2 donne droit à une (1) voix.</p>
<p>OC (obligations convertibles en actions ordinaires Novagerm)</p>	<p>Prix d'émission : 1€ par OC</p> <p>Durée de l'emprunt : les OC pourront être remboursées à compter du huitième (8ème) anniversaire de leur date d'émission sous réserve (i) du respect de la convention de subordination avec l'emprunt senior souscrit par l'Initiateur et (ii) sauf les cas de conversion anticipée en actions ordinaires de la Société.</p> <p>Taux d'intérêt : 9% par an capitalisables annuellement à la date d'anniversaire d'émission des OC</p>	<p>N/A</p>

VI.7 Pactes d'associés conclus entre les différents associés de Novagerm

VI.7.1 Pactes d'associés conclus entre les Fonds Naxicap, ACG, Unigrains²⁸ et les Managers du Cercle 1

Ce pacte d'associés en date du 29 avril 2021 comprend les principales dispositions suivantes :

- une clause d'incessibilité d'une durée de huit ans pour les Managers du Cercle 1 (portant sur leurs titres des ManCo) et les sociétés BREAD4ALL 1&2, BREAD4ALL PSR-1, BREAD4ALL PST-1 et BREAD4ALL PS-2 (portant sur leurs titres Novagerm), sauf certains cas de transferts résultant de l'exécution du pacte ;

²⁸ En ce compris la société Unigrains Diversification, société du groupe Unigrains

- une clause d'incessibilité d'une durée de trois ans pour Unigrains et Unigrains Diversification, portant sur les actions et obligations convertibles Novagerm, sauf certains cas de transferts résultant de l'exécution du pacte ;
- une clause de préemption : à l'issue de la période d'Incessibilité, droit de préemption des Fonds Naxicap et d'Unigrains en cas de transferts de titres Novagerm par les autres parties ou, s'agissant des Managers du Cercle 1, de titres BREAD4ALL 1&2, BREAD4ALL PSR-1 et BREAD4ALL 1-C, sauf certains cas de transferts libres ;
- un droit de sortie conjointe : dans l'hypothèse où une partie envisagerait un transfert de titres à un tiers ou à une autre partie, les autres parties bénéficieront chacune du droit de céder au même prix que la partie cédante :
 - la totalité de leurs titres en cas de perte de contrôle de Novagerm par les Fonds Naxicap (ci-après le « **Tag Along** ») ;
 - soit dans les mêmes proportions que la partie cédante en cas de maintien du contrôle de Novagerm par les Fonds Naxicap.
- une obligation de sortie conjointe (ci-après le « **Drag Along** ») pour toutes les parties au pacte d'associés en cas d'offre d'acquisition, faite par un tiers, portant sur l'intégralité des titres de Novagerm, acceptée par les Fonds Naxicap et aux mêmes conditions, notamment de prix, que celles applicables aux Fonds Naxicap ;
- l'organisation générale de la gouvernance du Groupe : mise en place au sein de Novagerm d'un comité de surveillance, au sein duquel les Fonds Naxicap seront majoritaires, qui devra approuver les décisions importantes du Groupe EUROGERM.

VI.7.2 Pactes d'associés conclus entre les Fonds Naxicap et les Managers du Cercle 2

Ce pacte d'associés en date du 29 avril 2021 comprend les principales dispositions suivantes :

- une clause d'incessibilité d'une durée de huit ans pour les titres Novagerm détenus par les Managers du Cercle 2, BREAD4ALL 1&2, BREAD4ALL PS-2, sauf certains cas de transferts libres ;
- une clause de préemption : à l'issue de la période d'incessibilité, droit de préemption des Fonds Naxicap en cas de transferts de titres Novagerm par les autres parties ou de titres détenus, par les Managers du Cercle 2, BREAD4ALL 1&2, BREAD4ALL PS-2, sauf certains cas de transferts libres ;
- un Tag Along applicable dans les mêmes conditions que celui mentionné à la section VII.7.1 ;
- un Drag Along applicable dans les mêmes conditions que celui mentionné à la section VII.7.1.

VI.7.3 Pacte d'associés conclus entre les Fonds Naxicap et Nisshin

Ce pacte d'associés qui entrera en vigueur à compter de la date de réalisation du Bloc Nisshin (cf. section VI.6 ci-dessus) stipule les principales dispositions suivantes :

- une clause d'incessibilité d'une durée de trois ans pour les titres Novagerm détenus par Nisshin, sauf certains cas de transferts libres ;

- une clause de préemption : à l'issue de la période d'incessibilité, droit de préemption des Fonds Naxicap en cas de transfert par Nisshin de tout ou partie de ses titres Novagerm, sauf certains cas de transferts libres ;
- un droit de sortie conjointe : dans l'hypothèse où les Fonds Naxicap envisageraient un transfert de titres Novagerm à un tiers ou à une autre partie, Nisshin bénéficiera du droit de céder au même prix que les Fonds Naxicap :
 - la totalité de leurs titres en cas de perte de contrôle de Novagerm par les Fonds Naxicap ;
 - soit dans les mêmes proportions que les Fonds Naxicap en cas de maintien du contrôle de Novagerm par les Fonds Naxicap.
- un droit de premier offre permettant à Nisshin de formuler une offre de rachat des titres Novagerm détenus par les Fonds Naxicap en cas de projet de cession par les Fonds Naxicap de leur participation dans Novagerm, ceux-ci restant libres d'accepter ou de refuser cette offre ;
- une obligation de sortie conjointe pour Nisshin en cas d'offre d'acquisition, faite par un tiers, portant sur l'intégralité des titres de Novagerm, acceptée par les Fonds Naxicap et aux mêmes conditions, notamment de prix, que celles applicables aux Fonds Naxicap ;
- une option de vente de Nisshin aux Fonds Naxicap des titres Novagerm dont Nisshin sera titulaire, en cas de non signature d'un *business alliance agreement*²⁹ entre EUROGERM et Nisshin au plus tard le 30 septembre 2021 moyennant un prix déterminé sur la base de la *Fair Market Value* (juste valeur marchande) ;
- un rappel de l'organisation générale de la gouvernance du Groupe avec la mise en place au sein de Novagerm d'un comité de surveillance, au sein duquel Nisshin disposera d'un poste de membre au comité de surveillance et bénéficiera de droits de véto sur certaines décisions importantes. Il est précisé que les droits de véto sont strictement limités³⁰ et visent exclusivement à la protection de la valeur financière du réinvestissement de Nisshin dans Novagerm et excluent l'existence d'une politique commune et, partant, excluent aussi la caractérisation d'une action de concert.

²⁹ Le Business Alliance Agreement aura pour objet d'actualiser le partenariat commercial existant entre Eurogerm et Nisshin et à renforcer ce dernier sur la zone Asie-Pacifique.

³⁰ Ces droits de véto portent exclusivement sur des « *Fundamental Matters* » dont la liste limitative est la suivante :

- (a) Vente ou transfert d'une branche d'activité d'Eurogerm représentant plus de 30% du chiffre d'affaires du groupe Eurogerm ;
- (b) Signature d'un accord commercial important avec un concurrent de la société Nisshin concernant des zones géographiques considérées comme importantes pour l'activité de Nisshin ;
- (c) L'acquisition par un concurrent de Nisshin de toute participation minoritaire dans le capital de Novagerm, Mobago ou Eurogerm ;
- (d) Fusion de Mobago avec une autre entité (sauf exceptions usuelles dans le cadre d'opérations intra-groupe)
- (e) Toute opération de dissolution de Novagerm, de Mobago ou d'Eurogerm (sauf exceptions usuelles dans le cadre d'opérations intra-groupe);
- (f) Toute modification des statuts de Novagerm, de Mobago ou d'Eurogerm ayant pour effet de rendre inapplicable l'exercice par la société Nisshin d'un ou plusieurs de ses droits aux termes du Pacte Nisshin ;
- (g) Toute décision de la direction ou des associés d'une société du groupe Novagerm qui serait motivée uniquement par l'intention (i) d'empêcher Nisshin d'exercer ses droits statutaires ou ceux résultant du Pacte Nisshin et/ou (ii) de réduire la participation de Nisshin au sein du capital social de Novagerm
- (h) Tout accord ou engagement à réaliser l'une des actions susmentionnées.

Aux termes de ce pacte, Nisshin et Naxicap Partners (représentant les Fonds Naxicap) déclarent ne pas agir et ne pas avoir l'intention d'agir de concert (au sens de l'article L233-10 du Code de commerce) ensemble ou avec tout autre associé de Novagerm vis-à-vis de cette dernière ou de toute entité de son groupe dont EUROGERM et en particulier, le pacte conclu entre Nisshin et Naxicap Partners (représentant les Fonds Naxicap) ne caractérise pas la mise en œuvre d'une politique commune vis-à-vis de Novagerm au sens de l'article L233-10 du Code de commerce mais, a pour objectif pour chacune des parties de préserver la valeur financière de sa participation.

VI.8 Promesses de cession en cas de départ des Managers

Il est rappelé que seuls les mandataires sociaux et salariés du Groupe EUROGERM peuvent être associés au sein des *ManCo*. Dans ces conditions, en cas de départ du Groupe EUROGERM par l'un des mandataires ou salariés précités, les Fonds Naxicap bénéficient d'une option d'achat sur la totalité des titres Novagerm et/ou de la ou des *ManCo* concernées, dans les principales conditions suivantes :

- Départ Non Fautif (décès, invalidité, incapacité, départ à la retraite à l'âge légal) :

Le prix de cession des titres des *ManCo* détenant des actions ordinaires Novagerm sera égal à la plus élevée des valeurs suivantes :

- o « **Prix Formule** » : calculée par transparence sur la base de la valorisation de Novagerm (soit (13x EBITDA) – Dette Nette)
- o « **Prix de Revient** » c'est-à-dire le prix de souscription.

Le prix de cession des titres des *ManCo* détenant des ADP 1 et/ou ADP 2 de Novagerm sera égal au Prix de Revient.

Un complément de prix sera dû au Manager concerné, en cas de cession de la totalité des titres Novagerm (ci-après la « **Sortie** ») intervenant dans un délai de quatre ans à compter de la notification du départ du Manager (ci-après la « **Notification** »).

Ce complément de prix sera égal à :

Date de Sortie	N
Si la Sortie intervient dans un délai de six (6) mois au plus à compter de la date de Notification	100%
Si la Sortie intervient dans un délai compris entre six (6) mois et un (1) an au plus à compter de l'exercice de la date de Notification	70%
Si la Sortie intervient dans un délai compris entre un (1) et deux (2) ans à compter de la date de Notification	50%
Si la Sortie intervient dans un délai compris entre deux (2) et quatre (4) ans à compter de la date de Notification	30%
Si la Sortie intervient après un délai de quatre (4) ans à compter de la date de Notification	0%

- Départ Fautif (démission, départ à la retraite avant l'âge légal, licenciement ou faute grave ou lourde, Violation Majeure des principales dispositions du pacte d'associés)

Le prix de cession des titres des *ManCo* détenant des actions ordinaires Novagem sera égal à la plus faible des valeurs suivantes :

- o Prix Formule après application d'une décote de 20% ;
- o Prix de Revient.

Le prix de cession des titres des *ManCo* détenant des ADP 1 et/ou ADP 2 de Novagem sera égal à un euro forfaitaire pour la totalité des titres concernés.

- Départ Neutre (tout cas de Départ ne constituant pas un Départ Fautif ou un Départ Non Fautif)

Le prix de cession des titres des *ManCo* détenant des actions ordinaires Novagerm sera égal au Prix Formule.

Le prix de cession des titres des *ManCo* détenant des ADP 1 et/ou ADP 2 de Novagerm sera égal au Prix de Revient des titres concernés.

VI.9 Autres accords

À l'exception des engagements et accords décrits aux sections VI.1 à VI.8 du ci-dessus, il n'existe, à la connaissance de la Société, aucun autre accord susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre.

VII. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

Conformément à ce qui est exposé au point I.1.3.2 ci-dessus, le conseil d'administration d'EUROGERM a désigné le cabinet CROWE HAF représenté par Monsieur Olivier Grivillers en qualité d'Expert Indépendant chargé d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre et, le cas échéant, du Retrait Obligatoire sous condition suspensive du non-exercice par l'AMF de son droit d'opposition. Après examen lors du collège de l'AMF en date du 16 février 2021, l'AMF n'a pas exercé son droit d'opposition.

L'Expert Indépendant a rendu son rapport le 27 avril 2021. L'intégralité de ce rapport figure en Annexe 2 et fait partie intégrante de la Note en Réponse.

VIII. INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

VIII.1 Répartition du capital social et des droits de vote de la Société

VIII.1.1 Répartition du capital et des droits de vote préalablement à l'acquisition des actions EUROGERM par Novagerm

A la connaissance de la Société, la répartition du capital et des droits de vote d'EUROGERM, préalablement à l'acquisition des Blocs de Contrôle par Novagerm, était la suivante :

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote théoriques	% des droits de vote théoriques
Mobago	2 685 621	62,24	5 371 242	65,47
ACG (holding M. Girard) et Mr Girard	14 660	0,34	29 320	0,35
Vadrillette (Holding M. Huvet) et Mr Huvet	52 952	1,23	105 904	1,29
Nisshin Seifun Group	634 580	14,71%	1 269 160	15,47
Crédit Mutuel Equity SCR (1)	360 877	8,36	721 754	8,80
Actions autodétenues	8 198	0,19	8 198	0,10
Autres nominatifs	140 136	3,24	288 379	3,52
Public	417 997	9,69	409 799	5,00
Total	4 315 021	100	8 203 756³¹	100

(1) titres détenus au nominatif

VIII.1.2 Déclaration de franchissement de seuils

Conformément aux dispositions de l'article L. 233-7 du Code de commerce, des articles 223-11 et suivants et 223-15-1 du règlement général de l'AMF, l'Initiateur a déclaré le 3 mai 2021 à la Société et à l'AMF, à la suite de l'Acquisition des Blocs de Contrôle dont la réalisation est intervenue le 29 avril 2021, avoir franchi à la hausse, à titre individuel et de concert, les seuils légaux de 50% du capital et des droits de vote de la Société.

Cette déclaration a fait l'objet d'un avis publié par l'AMF le 6 mai 2021 sous le numéro n° 221C0988.

Par ailleurs, conformément à l'article 11.III des statuts de la Société et l'article L. 233-7 du Code de commerce, l'Initiateur a déclaré à la Société qu'il avait, à la suite de l'Acquisition des Blocs de Contrôle dont la réalisation est intervenue le 29 avril 2021, franchi :

- en capital à la hausse, à titre individuel et de concert, les seuils de 3 %, 5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 33,33 % et 50 % ;
- en droits de vote à la hausse, à titre individuel et de concert, les seuils de 3 %, 5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 33,33 % et 50 %.

Il est précisé qu'en conséquence de la réalisation de la dernière condition suspensive relative à l'engagement de transfert par Nisshin à Novagerm de l'intégralité de sa participation dans EUROGERM représentant 14,71% du capital de cette dernière (cf. section VI.4 ci-après) Novagerm a, conformément à l'article 11.III des statuts d'EUROGERM, déclaré à la Société avoir franchi le seuil à la hausse en capital et droits de vote de 66,66% et détenir 78,52% du capital d'EUROGERM.

VIII.1.3 Répartition du capital et des droits de vote après l'Acquisition des Blocs de Contrôle et à la date de la présente Note en Réponse

VIII.1.3.1 Répartition du capital et des droits de vote après l'Acquisition des Blocs de Contrôle

A la date du Projet de Note en Réponse, le capital et les droits de vote d'EUROGERM étaient répartis comme suit :

³¹ Communiqué Eurogerm art. 223-16 du règlement AMF en date du 12 avril 2021

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote théoriques	% des droits de vote théoriques
Novagerm	2 753 233	63,81	5 438 854	66,85
Via Mobago	2 685 621	62,24	5 371 242	66,02
En direct	67 612	1,57	67 612	0,83
Nisshin Seifun Group ³²	634 580	14,71	1 269 160	15,60
Crédit Mutuel Equity SCR (1)	360 877	8,36	721 754	8,87
Autres nominatifs	140 136	3,25	280 168	3,44
Actions autodétenues	8 198	0,19	8 198	0,1
Public	417 997	9,67	417 997	5,14
Total	4 315 021	100	8 136 131³³	100

(1) titres détenus au nominatif

VIII.1.3.1.2 Répartition du capital et des droits de vote à la date de la présente Note en Réponse

A la date de la présente Note en Réponse, le capital et les droits de vote d'EUROGERM sont répartis comme suit par suite de l'acquisition de 208 942 actions EUROGERM sur le marché conformément aux dispositions de l'article 231-38 IV du règlement général de l'AMF

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote théoriques	% des droits de vote théoriques
Novagerm	2 962 175	68,65	5 647 796	69,45
Via Mobago	2 685 621	62,24	5 371 242	66,05
En direct	276 554	6,41	276 554	3,40
Nisshin Seifun Group	634 580	14,71	1 269 160	15,60
Crédit Mutuel Equity SCR ⁽¹⁾	360 877	8,36	721 754	8,88
Autres nominatifs	140 136	3,25	272 660	3,35
Actions autodétenues	8 198	0,19	8 198	0,10
Public	212 809	4,93	212 809	2,62
Total	4 315 021	100	8 132 377³⁴	100

(1) titres détenus au nominatif

³² Conformément à ce qui est exposé à la section VI.4, Novagerm est réputé détenir, en application de l'article L 233-9 du Code de commerce et 223-11 du règlement général de l'AMF, l'intégralité des actions détenues par Nisshin

³³ Communiqué Eurogerm art. 223-16 du règlement AMF en date du 30 avril 2021

³⁴ Sur la base d'un capital de la Société au 3 juin 2021 comprenant 4 315 021 actions représentant 8 132 377 droits de vote théoriques au sens de l'article 223-11 I al.2 du règlement général de l'AMF

A la date de la Note en Réponse, à l'exception des actions mentionnées ci-dessus, il n'existe, aucun autre droit, titre de capital ou instrument financier pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société.

VIII.2 Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions – conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L233-11 du Code de commerce

Il n'existe aucune restriction statutaire à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions EUROGERM.

A l'exception des accords relatifs au Bloc Nisshin tels que décrits à la section VI.4 ci-dessus, EUROGERM n'a eu connaissance d'aucune convention telle que visée à l'article L. 233-11 du Code de commerce.

VIII.3 Participations directes et indirectes dans le capital de la Société

A la connaissance de la Société, seuls l'Initiateur, Nisshin³⁵ et Crédit Mutuel Equity SCR détiennent plus de 5 % du capital ou des droits de vote d'EUROGERM.

VIII.4 Détenteurs de titres comportant des droits de contrôle spéciaux

Sous réserve des droits de vote double prévus par les statuts de la Société, il n'existe pas de détenteurs d'actions comportant des droits de contrôle spéciaux.

VIII.5 Mécanisme de contrôle prévu dans un éventuel système d'actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier

Néant.

VIII.6 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance pouvant entraîner des restrictions sur le transfert d'actions ou l'exercice de droits de vote

A l'exception de ce qui est exposé au point VI.4 ci-dessus concernant les accords relatifs au Bloc Nisshin, la Société n'a connaissance d'aucun accord entre actionnaires susceptible d'entraîner des restrictions sur le transfert d'actions de la Société ou à l'exercice des droits de vote.

VIII.7 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts de la Société

VIII.7.1 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration de la Société

I. Nomination/ Révocation des administrateurs

Conformément à l'article 15 des statuts de la Société, les administrateurs sont nommés par l'assemblée générale ordinaire. Toutefois, en cas de fusion ou de scission, la nomination peut être faite par l'assemblée générale extraordinaire. La durée de leurs fonctions est de trois (3) années. Elle prend fin à l'issue de la réunion 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 expire le mandat dudit administrateur.

Tout administrateur sortant est rééligible sous réserve de satisfaire aux conditions de l'article 15 des statuts.

³⁵ Cf note 25

Les administrateurs peuvent être révoqués et remplacés à tout moment par l'assemblée générale ordinaire.

Les personnes physiques âgées de plus de quatre-vingt (80) ans ne peuvent être administrateurs ; lorsqu'elles dépassent cet âge en cours de mandat, elles sont réputées démissionnaires d'office lors de la plus prochaine Assemblée Générale.

Toute nomination intervenue en violation des dispositions précédentes est nulle, à l'exception de celles auxquelles il peut être procédé à titre provisoire.

Tout administrateur personne physique devra, tant lors de sa nomination que pendant toute la durée de son mandat, se conformer aux dispositions légales en matière de cumul de mandats qu'une même personne physique peut détenir au sein de sociétés anonymes ayant leur siège en France métropolitaine, sauf les exceptions prévues par la loi.

Un salarié de la Société ne peut être nommé administrateur que si son contrat de travail correspond à un emploi effectif. Le nombre des administrateurs liés à la Société par un contrat de travail ne peut dépasser le tiers des administrateurs en fonction.

II. Administrateur personne morale

Les administrateurs peuvent être des personnes physiques ou des personnes morales. Dans ce dernier cas, lors de sa nomination, la personne morale est tenue de désigner un représentant permanent qui est soumis aux mêmes conditions et obligations et qui encourt les mêmes responsabilités civile et pénale que s'il était administrateur en son nom propre, sans préjudice de la responsabilité solidaire de la personne morale qu'il représente. Le représentant permanent d'une personne morale administrateur est soumis aux conditions d'âge qui concernent les administrateurs personnes physiques.

Le mandat du représentant permanent désigné par la personne morale nommée administrateur lui est donné pour la durée du mandat de cette dernière.

Si la personne morale révoque le mandat de son représentant permanent, elle est tenue de notifier sans délai à la Société, par lettre recommandée, cette révocation ainsi que l'identité de son nouveau représentant permanent. Il en est de même en cas de décès ou de démission du représentant permanent.

La désignation du représentant permanent ainsi que la cessation de son mandat sont soumises aux mêmes formalités de publicité que s'il était administrateur en son nom propre.

III. Vacance, décès, démission

En cas de vacance par décès ou par démission d'un ou plusieurs sièges d'administrateur, le conseil d'administration peut, entre deux assemblées générales, procéder à des nominations à titre provisoire.

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

Les nominations provisoires effectuées par le conseil sont soumises à ratification de la plus prochaine assemblée générale ordinaire. A défaut de ratification, les délibérations prises et les actes accomplis antérieurement par le conseil n'en demeurent pas moins valables.

VIII.7.2 Règles applicables à la modification des statuts de la Société

L'assemblée générale extraordinaire est seule habilitée à modifier les statuts dans toutes leurs dispositions. Elle ne délibère valablement que si les actionnaires présents ou représentés possèdent au moins, sur première convocation, le quart et, sur deuxième convocation, le cinquième des actions ayant le droit de vote. A défaut de ce dernier quorum, la deuxième assemblée peut être prorogée à une date postérieure de deux mois au plus à celle à laquelle elle avait été convoquée. Elle statue à la majorité des deux tiers des voix dont disposent les actionnaires présents ou représentés.

VIII.8 Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier en matière d'émission et de rachat d'actions

VIII.8.1 Pouvoirs du conseil d'administration

Conformément aux dispositions de l'article 18 des statuts, le conseil d'administration détermine les orientations de l'activité de la Société et veille à leur mise en œuvre, conformément à son intérêt social, en prenant en considération les enjeux sociaux et environnementaux de son activité.

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

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

Le conseil d'administration procède aux contrôles et vérifications qu'il juge opportuns.

Chaque administrateur doit recevoir les informations nécessaires à l'accomplissement de sa mission et peut obtenir auprès de la direction générale tous les documents qu'il estime utiles.

Le conseil d'administration peut décider la création de comités d'études chargés d'étudier les questions que le Conseil ou son Président lui soumet.

Le conseil d'administration est par ailleurs susceptible de disposer de pouvoirs propres en application du règlement intérieur dudit conseil, lequel est de portée strictement interne et qui ne saurait se substituer aux dispositions législatives et réglementaires.

VIII.8.2 Délégations de pouvoirs et de compétences en cours de validité

	Durée de validité à compter du 17 juin 2020	Plafond autorisé en valeur nominale
Délégation de compétence consentie au conseil d'administration en vue de décider soit (i) l'émission avec maintien du droit préférentiel de souscription, d'actions et ou de valeurs mobilières donnant accès au capital ou donnant droit au titre de créance, soit (ii) l'incorporation au capital de bénéfices, réserves ou prime.	26 mois	Montant nominal des augmentations de capital : 300.000 euros* Montant nominal des obligations et autres titres de créances donnant accès au capital : 25.000.000 euros*
Délégation de compétence consentie au conseil d'administration en vue de décider, l'émission d'actions et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital, avec suppression du droit préférentiel de souscription sans indication de bénéficiaires et par offre au public.	26 mois	Montant nominal des augmentations de capital : 300.000 euros* Montant nominal des obligations et autres titres de créances donnant accès au capital : 25.000.000 euros*

Délégation de compétence donnée au conseil d'administration à l'effet de décider d'augmenter le capital social de la Société par émission d'actions ordinaires ou de titres financiers donnant accès au capital de la Société avec suppression du droit préférentiel de souscription, par voie de placement privé.	26 mois	Jusqu'à 20% du capital social. Montant nominal des augmentations de capital : 300.000 euros* Montant nominal des obligations et autres titres de créances donnant accès au capital : 25.000.000 euros*
Autorisation donnée au conseil d'administration à l'effet d'augmenter le nombre de titres émis en cas de demande excédentaire dans le cadre d'une émission, avec ou sans maintien du droit préférentiel de souscription, d'actions ordinaires et/ou de toutes autres valeurs mobilières donnant accès au capital décidées dans le cadre des délégations de compétence susvisées.	26 mois	15% de l'émission initiale concernée*
Autorisation donnée au conseil d'administration à l'effet de mettre en œuvre un programme de rachat d'actions de la Société.	18 mois	Jusqu'à 10% des actions composant le capital social
Autorisation donnée au conseil d'administration pour réduire le capital social par annulation d'actions propres.	24 mois	Jusqu'à 10% des actions composant le capital social

Note : les plafonds susmentionnés peuvent, le cas échéant, être relevés du montant supplémentaire des actions ou valeurs mobilières à émettre pour préserver les droits des porteurs de valeurs mobilières donnant accès au capital conformément aux dispositions du Code de Commerce.

Le montant du plafond autorisé s'imputera sur le montant du plafond global autorisé fixé à 25.000.000 euros.

VIII.9 Accords conclus par la Société modifiés ou prenant fin en cas de changement de contrôle de la Société

VIII.9.1 Contrats de financement

Certains contrats d'emprunts conclus par la Société contenaient des clauses de faculté d'exigibilité anticipée au bénéfice de la banque en cas de changement de contrôle de la Société. A cet égard, l'Initiateur a souhaité procéder, dans le cadre du Changement de Contrôle, à un refinancement global des emprunts bancaires conclus par la Société avec la Banque Populaire de Bourgogne Franche Comté (« **BPBFC** ») et BNP PARIBAS (qui contenaient ce type de clause), moyennant une avance en compte courant intra-groupe d'un montant de 7 700 000 euros

VIII.9.2 Cessation de certaines conventions réglementées à la date du Changement de Contrôle

Il est tout d'abord rappelé que certaines conventions conclues avec Monsieur Benoit Huvet et sa holding familiale ont cessé à la date du Changement de Contrôle (voir section I.1.3.1 ci-avant).

Il en est de même s'agissant de conventions réglementées conclues directement ou indirectement avec Monsieur Jean-Philippe Girard, Président Directeur Général, à savoir :

- Résiliation, sans indemnité de part ni d'autre, de la convention d'animation et de prestations de services entre la société ACG et la Société en date du 9 octobre 2018 ;

- Résiliation, sans indemnité de part ni d'autre, du bail commercial entre la SCI GIMY et la Société en date du 2 janvier 2015 ;
- Résiliation, sans indemnité de part ni d'autre, de la convention de location d'un bureau entre ACG et la Société en date du 1^{er} juillet 2015, avec une date d'effet au plus tard le 30 septembre 2021.

VIII.10 Accords prévoyant des indemnités pour les administrateurs ou les salariés de la Société, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique

À la connaissance de la Société, il n'existe aucun accord prévoyant des indemnités pour les administrateurs ou les salariés de la Société, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique.

IX. MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE

Conformément à l'article 231-28 du Règlement général de l'AMF, les autres informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables d'Eurogerm feront l'objet d'un document spécifique qui sera 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.

X. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE D'INFORMATION EN REPOSE

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

Monsieur Jean-Philippe Girard
Président directeur général
EUROGERM

Procès Verbal

Réunion Extraordinaire du CSE du 25 Janvier 2021

Participants / absents :

Se référer à la feuille d'émargement
Yannick Le Moteux (Président du CSE)
Véronique Lamy (Directrice RH)

Ordre du Jour :

Information et consultation du CSE sur le projet de cession de contrôle de la société EUROGERM SA à NAXICAP PARTNERS et ses conséquences sociales

La séance est ouverte à 14h00.

Yannick Le Moteux rappelle que l'objectif de cette réunion extraordinaire est d'échanger sur le projet d'opération en cours afin de recevoir l'avis du CSE.

La note d'information reçue par les membres du CSE est expliquée à partir du point 1.2 par Monsieur Le Moteux.

Il est précisé qu'il s'agit pour l'instant d'une offre ferme de rachat de la majorité des actions par des fonds gérés par Naxicap Partners.

NAXICAP est une filiale du groupe BPCE. Ce groupe possède une filiale qui gère des fonds qui financent les entreprises en investissant dans leur capital. La durée moyenne de détention du capital par un fonds d'investissement est d'environ 5 ans, mais en fonction des opportunités et des projets, le délai peut être plus important.

NAXICAP est un gestionnaire de fonds français réputé, soucieux du respect de valeurs humaines et engagé dans le développement responsable.

Le fonds estime que le projet qui lui est proposé pour poursuivre le développement du groupe tant en France qu'à l'international d'Eurogerm est très intéressant.

La raison, pour M. Girard de privilégier en tant qu'acquéreur potentiel un fonds plutôt qu'un industriel, résulte du souhait de favoriser la conservation par Eurogerm d'un esprit entrepreneurial ; l'intégration dans un groupe pouvant changer fortement la culture d'entreprise.

Une entité, NEWCO serait créée, détenue majoritairement par NAXICAP et d'autres minoritaires, pour réaliser l'acquisition.

Après réception de l'avis du CSE et la levée des conditions suspensives, la cession des actions de Monsieur Girard et de Monsieur Huvet pourrait avoir lieu. Une OPAS (Offre Publique d'Achat Simplifiée) serait alors lancée, car NEWCO aurait alors l'obligation de proposer le rachat des actions encore en bourse au même prix que celles venant d'être acquises

Si l'OPAS permettait à NEWCO de réunir au moins 90% du capital et des droits de vote d'Eurogerm, elle serait alors en mesure de procéder à un retrait obligatoire pour acquérir les actions restantes, le fait de sortir de cotation présentant notamment des avantages en termes de gain de temps et de réduction de coûts.

Une nouvelle organisation de la gouvernance aurait lieu, Benoît Huvet devant notamment quitter ses fonctions de DGD en cas de réalisation de l'opération.

Jean-Philippe Girard par le biais de la société ACG réinvestirait de manière minoritaire dans NEWCO et accompagnerait Eurogerm pendant environ 24 Mois. UNIGRAINS pourrait également réinvestir minoritairement dans NEWCO.

Les 4 cadres à l'origine de ce projet (Edouard Navarre, Serge Momus, Sébastien Jollet, Yannick Le Moteux) devront également investir. NAXICAP est favorable au principe d'un large accès au personnel concernant la possibilité d'investir, étant précisé que s'agissant de capital-risque la décision et le montant devront être murement réfléchis.

Beaucoup d'éléments restent à déterminer, en termes de calendrier, des discussions sont encore en cours concernant les conditions suspensives, l'opération devant logiquement être terminée avant le 30 juin 2021.

Concernant les conséquences sociales de l'opération, l'objectif étant de créer de la valeur, il est prévu de conserver le « cœur » d'Eurogerm et par voie de conséquence de préserver ses équipes. La convention collective, les accords et les acquis ne seraient pas remis en cause.

Christelle Leroy est inquiète car 3 des 4 cadres à l'origine du projet sont très orientés sur le Grand Export (tous 3 sont directeurs export). Yannick Le Moteux rappelle que le centre de Eurogerm est bien situé à St Apollinaire et que ce positionnement serait maintenu même si l'avenir reposera beaucoup sur l'international.

Jean Charles Hamelin rappelle qu'un Directeur général devrait être nommé et que ses compétences pourraient venir renforcer celles des 4 cadres à l'origine du projet.

Christelle Leroy demande s'il y aurait un changement de Président du CSE. Yannick Le Moteux répond qu'à l'arrivée du futur Directeur général une organisation d'ensemble serait déterminée avec les 4 cadres à l'origine du projet et que ce point pourrait être abordé.

Adrien Gaillard demande comment serait désigné le futur Directeur général. Yannick Le Moteux répond que c'est NAXICAP en tant qu'actionnaire majoritaire qui devrait désigner le Directeur général après avoir recueilli les avis de Jean-Philippe Girard et des 4 cadres à l'origine du projet.

Nicolas Corduant demande ce que deviendrait la trésorerie d'EG. Yannick Le Moteux répond qu'il ne peut se prononcer sur ce point pour l'instant.

Véronique Lamy informe que les salariés déjà détenteurs d'actions depuis l'entrée en bourse d'EG, mais ayant perdu leurs documents peuvent se faire connaître auprès d'elle afin de transmettre leurs coordonnées à CACEIS. En tout état de cause, les actions étant au nominatif, le nom est donc connu et les actions toujours valides.

Yannick Le Moteux informe les membres du CSE que la structure de gouvernance de NEWCO serait constituée d'une Assemblée Générale d'actionnaires, désignant un Conseil de surveillance composé de représentants d'actionnaires, destiné à contrôler un Directoire pouvant être composé au minimum du Directeur général et des 4 cadres à l'origine du projet. Ce Directoire s'appuierait sur un Comité de direction.

Yannick Le Moteux précise qu'Eurogerm étant cotée en bourse, les managers ont été missionnés pour informer leur équipe, sans qu'il soit possible pour l'instant de procéder à toute communication écrite tant que l'opération n'est pas plus avancée.

Dans le cadre de l'ouverture du capital aux salariés, Adrien Gaillard demande quelle place aurait une personne investissant plus que les 4 cadres à l'origine du projet. Yannick Le Moteux répond que le montant investi ne déterminerait pas le niveau de responsabilité d'une personne dans la société.

Cindy Diolot demande si NAXICAP peut imposer des décisions sans que le Directoire soit d'accord. Yannick Le Moteux répond qu'en cas d'opposition de vues, NAXICAP en tant qu'actionnaire majoritaire aurait nécessairement le dernier mot.

Jean Charles Hamelin demande si le futur Directeur général aura pour résidence principale Dijon. Yannick Le Moteux répond qu'il est impossible de répondre à cette question.

Nicolas Corduant, délégué syndical, n'est pas favorable au lancement d'une mission d'expertise comptable compte tenu des éléments exposés par le Président du CSE. Faisant suite à son évocation du sujet, l'ensemble des membres du CSE approuve cette position. Yannick Le Moteux précise que cette décision lui semble être la bonne, sachant qu'une expertise pourrait être préjudiciable au calendrier de l'opération.

Jean Charles Hamelin estime qu'il faut réduire au mieux la période de troubles liée à l'annonce du projet de cession, beaucoup de monde se posant des questions, le CSE doit aller vite pour rendre un avis.

A la demande du Président, une interruption de séance est effectuée, les membres du CSE présents restent dans la salle pour échanger.

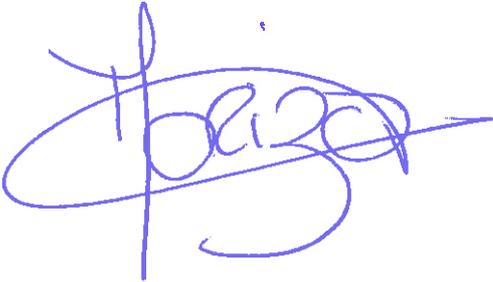
A la reprise de la réunion, les membres du CSE :

- après avoir pris connaissance des informations présentées par la Direction
- après avoir entendu le Président en ses explications ;
- après un tour de table au cours duquel ils ont pu échanger avec le Président, dans le cadre de questions-réponses sur la politique sociale de l'entreprise, les conditions de travail et l'emploi ;

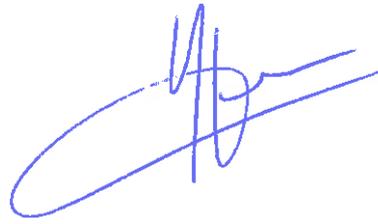
émettent à l'unanimité un avis favorable.

Sans autre question ni remarque de la part des membres du CSE, la séance est levée à 15h15.

Le Secrétaire du CSE



Le Président du CSE



Date de séance	25/01/2021
Début de Séance	14h00
Fin de Séance	15h15
Durée	1h15

		Présence			Signature
		Sur Temps de Travail	Hors Temps de travail		
			A payer	A récupérer	
Titulaires					
Nicolas	CORDUANT	X			NC
Christophe	VELDEMAN				CV
Gaëtan	JULLIEN				
Vanessa	MORIZOT	X			10130
Sacha	PETITCLAIRE		X 1,25	70	0,0
Christelle	LEROY DANJEAN	X			David
Adrien	GAILLARD	X			Caillaud
Jean-Charles	HAMELIN	X			0,0
Suppléants					
Cindy	DILOLOT	2			0,0
David	JOCK				
David	POITRIMOL				
Aurélie	TISSIER				
Julien	PICHOIR				

Eurogerm SA

Rapport de l'expert indépendant dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée visant les actions de la société Eurogerm SA initiée par la société Novagerm.

SOMMAIRE

1 - Présentation de l'opération et du contexte	2
1.1 - Présentation des parties concernées par l'opération.....	2
1.1.1 - Présentation de la société initiatrice	2
1.1.2 - Présentation de la société objet de l'Offre	2
1.1.2.1 - Activité d'Eurogerm.....	2
1.1.2.2 - Historique d'Eurogerm	3
1.1.2.3 - Actionnariat d'Eurogerm	5
1.1.2.4 - Description du marché.....	5
1.1.2.5 - Comptes consolidés d'Eurogerm.....	7
1.1.2.6 - Performance financière historique 2018-2020.....	8
1.1.2.7 - Equilibre bilanciel et trésorerie.....	13
1.2 - Contexte et opération envisagée	16
1.2.1 - Contexte et motifs de l'opération	16
1.2.2 - Termes de l'Offre	17
2 - Présentation de l'expert indépendant	19
2.1 - Présentation du cabinet Crowe HAF, membre du réseau Crowe Global	19
2.1.1 - Présentation générale.....	19
2.1.2 - Présentation de l'activité « évaluation et expertises indépendantes »	19
2.2 - Liste des missions d'expertise indépendante réalisés par le cabinet Crowe HAF au cours des 24 derniers mois.....	20
2.3 - Déclaration d'indépendance	21
2.4 - Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers.....	21
2.5 - Rémunération.....	22
2.6 - Moyens mis en œuvre dans le cadre de l'expertise indépendante	22
2.6.1 - Programme de travail.....	22
2.6.2 - Calendrier de l'étude.....	24
2.6.3 - Liste des personnes rencontrées.....	24
2.6.4 - Informations utilisées	25
2.6.5 - Diligences effectuées par la personne en charge de la revue indépendante.....	27
3 - Eléments d'appréciation du prix proposé.....	28
3.1 - Données structurant l'évaluation.....	28
3.1.1 - Structure du capital et nombre d'actions	28
3.1.2 - Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres.....	28
3.1.3 - Plan d'affaires	29
3.1.3.1 - Construction et approbation.....	29
3.1.3.2 - Périmètre du plan d'affaires et horizon.....	30
3.2 - Méthodes d'évaluation écartées	30
3.2.1 - Méthode de l'actif net comptable (ANC).....	31
3.2.2 - Méthode de l'actif net réévalué (ANR).....	31

3.2.3 - Référence aux objectifs de cours des analystes	31
3.2.4 - Méthode d'actualisation des dividendes futurs	32
3.3 - Méthodes d'évaluation retenues à titre principal	32
3.3.1 - Transactions en cours de réalisation sur le capital de la Société.....	32
3.3.1.1 - Référence à l'acquisition d'un bloc par l'Initiateur auprès de M. Jean-Philippe Girard, ACG et Unigrains.....	33
3.3.1.2 - Référence à l'achat d'un bloc par l'Initiateur auprès de M. Benoît Huvet et Vadriette.....	34
3.3.1.3 - Référence à l'engagement d'achat d'un bloc d'actions par l'Initiateur auprès de Nisshin Seifun Group Inc.....	35
3.3.1.4 - Conclusion	35
3.3.2 - Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie	36
3.3.2.1 - Définition de la méthode	36
3.3.2.2 - Analyse du plan d'affaires d'Eurogerm.....	36
3.3.2.3 - Détermination des flux de trésorerie nets disponibles.....	39
3.3.2.4 - Détermination du taux d'actualisation.....	40
3.3.2.5 - Calcul de la valeur terminale	41
3.3.2.6 - Résultats chiffrés	42
3.3.2.7 - Analyse de sensibilité	42
3.3.3 - Méthode des multiples observés sur des sociétés cotées comparables.....	42
3.3.3.1 - Echantillon des sociétés comparables retenues	42
3.3.3.2 - Analyse des comparables boursiers.....	44
3.3.3.3 - Multiples obtenus et choix des multiples	45
3.3.3.4 - Application de la méthode	46
3.3.3.5 - Résultats	46
3.3.4 - Référence au cours de bourse	46
3.3.4.1 - Analyse de la liquidité du cours de bourse	47
3.3.4.2 - Analyse du cours de bourse	47
3.3.4.3 - Calcul des différentes moyennes de cours de bourse	49
3.4 - Méthodes d'évaluation retenues à titre secondaire	50
3.4.1 - Méthode des transactions comparables	50
3.4.1.1 - Choix des transactions	50
3.4.1.2 - Analyse des transactions.....	51
3.4.1.3 - Multiples obtenus.....	52
3.4.1.4 - Application de la méthode	52
3.4.1.5 - Résultats	53
4 - Analyse des éléments d'appréciation du prix d'Offre de l'établissement présentateur	54
4.1 - Méthodes d'évaluation écartées :	54
4.2 - Méthodes d'évaluations retenues :	54
4.2.1 - Méthode des flux de trésorerie actualisés	54
4.2.1.1 - Périmètre d'évaluation	55

4.2.1.2 - Retraitements effectués	56
4.2.1.3 - Horizon du plan d'affaires, flux normatif et valeur terminale	56
4.2.1.4 - Détermination du taux d'actualisation.....	56
4.2.1.5 - Détermination du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres 57	
4.2.1.6 - Conclusion sur la méthode des flux de trésorerie actualisés	57
4.2.2 - Méthode des comparables boursiers.....	57
4.2.2.1 - Choix de l'échantillon	57
4.2.2.2 - Choix des multiples et méthodologie	58
4.2.2.3 - Conclusion sur la méthode des comparables.....	58
4.2.3 - Référence au cours de bourse	59
4.2.4 - Référence aux transactions en cours de réalisation sur le capital de la société	59
5 - Analyse des accords connexes à l'Offre.....	60
5.1 - Les apports et investissements des parties dans Novagerm	61
5.1.1 - Investissements des fonds Naxicap	61
5.1.2 - Investissements de divers managers d'Eurogerm dans Novagerm	62
5.1.3 - Réinvestissement d'ACG et d'Unigrains.....	64
5.1.4 - Réinvestissement de Nisshin dans Novagerm	65
5.2 - Analyse des promesses en cas de départ des managers	66
5.3 - Conclusion sur les accords connexes.....	67
6 - Analyse des observations écrites d'actionnaires	69
6.1 - Présentation des arguments développés dans les observations	69
6.2 - Analyse et appréciation des observations	72
7 - Conclusion sur le caractère équitable du prix offert.....	73
Annexe 1 : Lettre de mission	76

Conformément aux dispositions des articles 261-1 et suivants du Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers¹ (ci-après « AMF »), le cabinet Crowe HAF, membre de Crowe Global, a été désigné par le Conseil d'Administration de la société Eurogerm SA le 16 janvier 2021 en qualité d'expert indépendant et a établi le rapport suivant sur les conditions financières de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée (OPAS), offre qui pourra être suivie d'une procédure de retrait obligatoire. Le Conseil d'Administration d'Eurogerm SA disposant d'un unique administrateur indépendant, Eurogerm a soumis à l'AMF l'identité de l'expert indépendant qu'elle envisageait de désigner sans que l'AMF ne s'oppose à cette désignation.

RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT DANS LE CADRE DE L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE EUROGERM SA INITIEE PAR LA SOCIETE NOVAGERM

Dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée (ci-après « l'Offre » ou « l'OPAS ») portant sur les actions de la société Eurogerm SA (ci-après « Eurogerm », la « Société » ou la « Cible ») initiée par la société Novagerm, nous avons été nommés le 16 janvier 2021 par le Conseil d'Administration de la Société comme expert indépendant pour se prononcer sur les conditions financières de l'Offre dans les conditions posées à l'article 261-1 I, 1°, 2°, 4° et II du règlement général de l'AMF.

Notre désignation a été effectuée en application (i) des articles 261-1 I, 1°, 2° et 4° du règlement général de l'AMF en raison de conflits d'intérêts potentiels au sein du Conseil d'Administration de la Société de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé du Conseil ; les membres de son conseil d'administration (à l'exception de Monsieur Philippe Alfroid – administrateur indépendant) ayant conclu des accords avec l'initiateur devant conduire au changement de contrôle de la Cible au bénéfice de ce dernier ainsi que d'autres accords connexes à l'Offre susceptibles d'avoir un impact sur le prix d'Offre; et (ii) de l'article 261-1 II du règlement général de l'AMF, l'Offre pouvant être suivie d'une procédure de Retrait Obligatoire.

Le prix proposé aux actionnaires d'Eurogerm dans le cadre de l'Offre s'établit à 47,97€ par action.

Nous avons effectué nos diligences selon les dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF² et de son instruction d'application n°2006-08 relative à l'expertise indépendante, elle-même complétée des recommandations n°2006-15 de l'AMF, ces instructions et ces recommandations ayant été modifiées le 10 février 2020. Nos diligences sont détaillées ci-après.

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

Le présent rapport d'expertise est organisé comme suit :

1. Présentation de l'opération
2. Présentation de l'expert indépendant
3. Eléments d'appréciation du prix proposé
4. Analyse des éléments d'appréciation du prix d'Offre de l'établissement présentateur
5. Analyse des accords connexes à l'Offre
6. Analyse des observations écrites d'actionnaires
7. Conclusion sur le caractère équitable du prix offert

¹ En vigueur depuis le 1er janvier 2021

² Le Collège de l'AMF a procédé à des modifications du règlement général, celles-ci ayant été homologuées par arrêté du 28 janvier 2020 et publiées au Journal Officiel du 7 février 2020

1 - Présentation de l'opération et du contexte

1.1 - Présentation des parties concernées par l'opération

1.1.1 - Présentation de la société initiatrice

Constituée pour les besoins de la présente opération le 5 février 2021, la société Novagerm (ci-après « l'Initiateur ») est une société par actions simplifiée dont le siège social est situé 49 rue de la République – 69002 Lyon, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Lyon sous le numéro 893.758.144, constituée par un affilié de Naxicap Partners, société anonyme à directoire au capital de 1.572.928 euros, dont le siège social est situé 5 rue de Monttessuy – 75007 Paris, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 437.558.893, (ci-après « Naxicap Partners »).

La majorité du capital et des droits de vote de l'Initiateur sera détenue, à la date du dépôt de l'Offre, par les fonds suivants :

- FPCI Naxicap Opportunities X, fonds professionnel de capital investissement,
- Naxicap Investment Opportunities II, fonds professionnel de capital investissement,
- FPCI Naxicap Opportunities XV, fonds professionnel de capital investissement,
- Naxicap Rendement 2024, société par actions simplifiée, au capital de 18.010.000€, dont le siège social est sis à Paris (75007) – 5/7, rue de Monttessuy et dont le numéro unique d'identification est le 840.761.746 RCS Paris.

Ces fonds sont gérés par la société de gestion Naxicap Partners et sont désignés ci-après les « Fonds Naxicap ».

L'Initiateur détiendra à la suite des opérations prévues le 29 avril 2021 et préalablement au dépôt de l'Offre 2.753.233 actions de la société Eurogerm³, société objet de l'offre, représentant 63,81% de son capital.

Novagerm a été constituée pour les besoins du LMBO (cf. section 1.2.1 -) afin d'acquérir, auprès des actionnaires de la Société, la totalité des actions Eurogerm.

1.1.2 - Présentation de la société objet de l'Offre

Eurogerm SA est une société anonyme à Conseil d'Administration dont le siège social est situé au 2 rue Champ Dore ZAC du Bois Guillaume, 21850 Saint-Apollinaire, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Dijon, sous le numéro 349.927.012, et dont les actions sont admises aux négociations sur le système multilatéral de négociation Euronext Growth Paris sous le code ISIN FR0010452474.

1.1.2.1 - Activité d'Eurogerm

Créé en 1989, Eurogerm est un groupe spécialisé dans la conception, la fabrication et la commercialisation de correcteurs de meunerie, d'améliorants de panification, d'ingrédients céréaliers et d'auxiliaires technologiques destinés aux secteurs de la meunerie, de la panification ainsi qu'aux industries utilisatrices de céréales techniques et nutritionnelles.

³ sur la base d'un nombre total d'actions existantes de la Société s'élevant à 4.315.021

Le groupe offre à ses clients, acteurs de la filière Blé-Farine-Pain-Pâtisserie, des produits répondant aux exigences des consommateurs et se place comme partenaire de confiance afin de les accompagner dans leur évolution opérationnelle. Cela se traduit par une offre complète, globale et originale de produits et de services que le Groupe s'engage à déployer en France mais également à l'international au travers de ses multiples implantations.

Eurogerm offre une gamme diversifiée de produits et solutions afin de répondre aux goûts spécifiques et besoins nutritionnels des consommateurs. Cela se traduit d'une part par l'amélioration de la qualité et de la régularité de la farine grâce à des solutions technologiques (correcteurs, enzymes) à destination de l'industrie meunière. D'autre part, par l'optimisation des caractéristiques des produits de boulangerie, de viennoiserie et de pâtisserie par le biais d'améliorants de panification, d'ingrédients technologiques, sensoriels et nutritionnels, de préparations pour pâtisserie ou encore de prémix à destination des marchés de la boulangerie industrielle, de la pâtisserie et d'autres industries agroalimentaires ayant des besoins spécifiques.

En complément de son offre produits, Eurogerm propose une offre de services constituée d'analyses, de diagnostics, de préconisations et de conseils en production et en marketing. Cette offre consiste en un accompagnement sous la forme d'assistance technique sur site, de formations, de co-développement et de veilles marchés ou réglementaires. Eurogerm permet ainsi à ses clients de progresser dans leur processus de fabrication, de développer de nouveaux produits ou encore de répondre à des garanties spécifiques de fabrication en s'appuyant sur une expertise, des partenariats (notamment avec Vitagora), un centre d'expertises (Arpèges), des laboratoires équipés et spécialisés, des outils sur-mesure (Analytic'all, Chronotec, Qualitec, etc.) ainsi qu'une démarche diagnostic-conception-contrôle.

Avec pour objectif de poursuivre l'accompagnement de ses clients à travers une offre complète de produits et services en France ainsi qu'à l'international, la Société s'est implantée dans 3 villes en France et dans 12 autres pays en Europe (Espagne, Italie, Allemagne), en Afrique (Maroc, Sénégal, Afrique du Sud), dans la zone Amériques (Etats-Unis, Mexique, Colombie, Pérou, Brésil) et au Moyen-Orient (Liban) résultant d'une stratégie d'extension à l'international entreprise dès 1999.

Le Groupe s'est structuré, en France et en Europe, autour de 3 directions : Boulangerie et Ingrédients Europe, Meunerie France et Europe et Avants-produits de pâtisserie France et Europe. A l'international, le Groupe est soutenu par les directions Amérique du Nord et Brésil, Amérique du Sud (Mexique, Pérou et Colombie) et enfin Afrique, Moyen-Orient et Asie permettant de renforcer et développer une clientèle géographique à l'Export. Au 31 décembre 2020, Eurogerm compte un effectif de 519 collaborateurs à l'échelle du Groupe.

Eurogerm dispose aujourd'hui d'un savoir-faire en formulation et en R&D, d'un portefeuille de haute qualité, d'une culture d'accompagnement de leurs clients et d'une stratégie d'internationalisation performante. Des atouts clés reflétant la capacité du groupe à innover, à se positionner en tant que leader sur le marché français grâce à une clientèle loyale et diversifiée et à se développer sur les marchés étrangers dynamiques.

1.1.2.2 - Historique d'Eurogerm

Eurogerm est fondée en 1989 par Jean-Philippe Girard en Côte-d'Or, à Dijon et débute la mise en place de systèmes d'analyses rapides pour la meunerie. Deux ans plus tard, en 1991, l'analyse Chronotec est inventée, premier outil mis en place par Eurogerm, afin d'évaluer les caractéristiques et la qualité des blés et farines et s'en suit le lancement de Qualitec et Evalsens (évaluation sensorielle des pains et viennoiseries) en 1998.

La même année, Eurogerm obtient la certification Ecocert pour une gamme de produits, en plus d'avoir été la première entreprise de la filière à être certifiée ISO 9001 en 1994. Cette volonté de la Société de s'inscrire dans une démarche qualité rigoureuse, s'est traduite par l'obtention de la certification ISO 22000 (norme relative à la sécurité des denrées alimentaires) et FSSC 22000

(« Food Safety Certification ») et par la nomination d'un responsable RSE à l'échelle du Groupe en 2019.

De 1989 à 1991, Eurogerm a œuvré au développement de son offre en France tout en amorçant son développement à l'international et notamment en Afrique avec l'ouverture d'Eurogerm Algérie en 1999 (filiale fermée en 2017) et Eurogerm Sénégal en 2002.

La seconde phase, qui s'étend de 2003 à 2009, est marquée par un fort développement à l'international, notamment avec la création de 4 autres filiales, en Amérique du Sud (Mexique, Pérou et Brésil) et au Maroc. Le groupe se développe également en Europe en acquérant LEAG (aujourd'hui Eurogerm Ibéria) en 2007, ainsi qu'en France au travers de prises de participation dans les sociétés IDS Solutions Conditionnement (cédée en octobre 2019 à Nutrisens) et Créalim (anciennement Gustalis Solutions Saveur) en 2008. Cette période est également marquée par l'introduction en Bourse d'Eurogerm sur Euronext Growth Paris en avril 2007 permettant la réalisation d'une levée de fonds de plus de 17m€.

En 2010, Eurogerm crée une joint-venture et signe un protocole d'alliance stratégique avec Nisshin Seifun Group (groupe Japonais de meunerie) afin de générer des synergies opérationnelles dans le développement des activités en Asie (importation, production et distribution de ses produits et services au Japon, en Chine et en Thaïlande). Afin de déployer son offre et bénéficier d'une position stratégique sur le marché nord-américain, Eurogerm procède également à la création d'Eurogerm USA.

En 2013, le Groupe crée Eurogerm South Africa, issu d'une joint-venture avec Seaboard Corporation permettant de concrétiser leur partenariat et solidifier la présence du Groupe en Afrique subsaharienne considérée comme une zone géographique à fort potentiel.

En 2014, Eurogerm procède à l'acquisition de 70% du capital de Problend Ingredients (société américaine spécialisée dans les préparations pour boulangerie, pâtisserie et biscuiterie ainsi que dans les produits de chapelure) par l'intermédiaire d'Eurogerm USA. Cette opération permet au Groupe d'étendre ses opérations sur les marchés nord-américains et internationaux, mais également de faire l'acquisition d'un savoir-faire complémentaire en produits de chapelure et en formulation de produits dédiés aux marchés américains.

En 2015, le Groupe procède à la fermeture d'Eurogerm Shanghai en raison de difficultés rencontrées dans le cadre de l'implantation de ses activités sur le marché asiatique. La même année Eurogerm acquiert Processus Alimentos Industria (sous-traitant brésilien de la Société) afin de sécuriser son outil industriel et accompagner son développement au Brésil. Processus Alimentos Industria sera par la suite fusionnée avec Eurogerm Brasil en 2016.

En 2017, Eurogerm crée une nouvelle filiale en Italie afin d'y renforcer sa présence, et procède à l'acquisition de la part détenue par les minoritaires de Problend-Eurogerm (Etats-Unis), lui permettant ainsi de détenir 100% du capital de cette filiale.

En janvier 2018, la Société prend une participation majoritaire dans Estrali, partenaire d'Eurogerm au Mexique depuis plus de 10 ans poursuivant ainsi sa stratégie de croissance externe et bénéficiant du système intégré de production et de distribution de la société mexicaine. Cette année est également marquée par la création de 3 nouvelles filiales, en Allemagne, en Colombie ainsi qu'au Liban.

En 2019, Eurogerm cède à Nutrisens l'intégralité de sa participation dans sa filiale IDS Solutions Conditionnement (spécialiste français du conditionnement à façon pour l'industrie agroalimentaire) dont les métiers présentaient peu de synergies avec les autres métiers du Groupe.

En 2020, la crise sanitaire de la COVID-19 entraîne un ralentissement de l'activité du Groupe sur certaines périodes de l'année et sur certaines zones géographiques, dépendamment des mesures de confinements.

1.1.2.3 - Actionnariat d'Eurogerm

A la date du dépôt du projet d'Offre et à la suite de l'acquisition par Novagerm le 29 avril 2021 de blocs d'actions auprès des Actionnaires de Référence et de Monsieur Benoît Huet (agissant également en tant que représentant légal de la société Vadrilette), portant sur un total de 2.753.233 actions représentant 63,81% du capital, l'actionnariat d'Eurogerm se présentera comme suit :

Eurogerm - Table de capitalisation pré-Offre		
Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital
Novagerm	2 753 233	63,81%
<i>Mobago (sera détenue à 100% par Novagerm)</i>	2 685 621	62,24%
<i>Novagerm (participation directe)</i>	67 612	1,57%
Nisshin Seifun Group*	634 580	14,71%
Crédit Mutuel Equity SCR	360 877	8,36%
Actions autodétenues	8 198	0,19%
Public (flottant)	558 133	12,93%
Total actionnaires	4 315 021	100,00%

**L'intégralité de la participation de Nisshin Seifun Group dans Eurogerm fait l'objet d'un engagement de transfert à Novagerm au prix de 47,97 € par action qui postérieurement à l'émission du présent rapport et au Changement de Contrôle restera soumis au respect par Novagerm de ses engagements aux termes des accords passés avec Nisshin Seifun Group et à la remise des rapports prévus par les textes applicables dans le cadre des opérations de réinvestissement de Nisshin Seifun Group.*

Préalablement à l'acquisition de ces blocs de contrôle, la répartition du capital de la Société est la suivante :

Eurogerm - Table de capitalisation pré-cession du bloc de contrôle		
Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital
Société Mobago	2 685 621	62,24%
Nisshin Seifun Group	634 580	14,71%
Crédit Mutuel Equity SCR	360 877	8,36%
EURL Vadrilette et M. Huet	52 952	1,23%
ACG et M. Girard	14 660	0,34%
Actions autodétenues	8 198	0,19%
Public (flottant)	558 133	12,93%
Total actionnaires	4 315 021	100,00%

1.1.2.4 - Description du marché

Le groupe Eurogerm s'adresse aux producteurs et utilisateurs de farines et céréales techniques qui sont principalement les boulangers industriels, les meuniers, ainsi que les industries alimentaires en France, en Europe et à l'international représentés par deux principaux marchés :

- La boulangerie-vienniserie-pâtisserie (BVP) industrielle, marché de la production industrielle de pain, viennoiseries et pâtisseries, s'approvisionnant auprès des meuniers qui assurent la transformation des céréales en farines boulangères ;
- La meunerie, qui consiste à transformer les céréales (blé) ou d'autres produits non céréaliers en farine afin d'approvisionner les boulangeries ainsi que les autres industries alimentaires et les grandes surfaces spécialisées (GMS).

L'offre de boulangerie, viennoiserie et pâtisserie (industrielle ou artisanale) est dominée par les produits de boulangerie représentant deux tiers du chiffre d'affaires du secteur de la BVP et composés des pains courants (70% des volumes de vente), spéciaux (21%) et emballés (9%). Sur les produits de boulangerie, la BVP industrielle est fortement concurrencée par les artisans représentant plus de 60% des volumes de farines destinés à la panification en 2019. Il en est de même pour les viennoiseries artisanales représentant 60% des achats en valeur. A l'inverse, les pâtisseries vendues sont majoritairement industrielles.

En amont du marché de la BVP, les meuniers produisent de la farine essentiellement destinée au marché intérieur pour la boulangerie artisanale et industrielle, les industries agroalimentaires (biscuit, pâtisserie industrielle), les ateliers de panification ou encore la fabrication d'aliments du bétail. Il convient de noter que la panification représente près de deux tiers des quantités de farines vendues en France et que l'industrie représente le premier débouché des meuniers avec un poids de plus en plus important au détriment des boulangeries et pâtisseries artisanales.

Par ailleurs, le marché meunier et le marché de la BVP sont étroitement liés par la structure de la filière agroalimentaire. En effet, ces secteurs ont de nombreux déterminants en communs :

- Les évolutions socio-culturelles et les habitudes alimentaires : les pratiques de consommation ont évolué notamment en raison de la diminution du temps alloué aux repas ou encore à leur simplification. Cela a notamment entraîné une érosion de la consommation de pain en France et une augmentation de sa consommation sous ses formes dérivées. Un engouement plus ou moins fort se fait donc ressentir pour certains produits (sandwichs, hamburgers) et les consommateurs font de plus en plus attention à l'équilibre nutritionnel (consommation de pâtisseries notamment).
- Les efforts d'innovation : la capacité d'innovation est un facteur important quant à la capacité des meuniers et des industriels à répondre aux besoins des consommateurs, tant sur l'aspect de la qualité des produits que de leur aspect. En effet, en amont, les fabricants s'attachent à diversifier leurs gammes en proposant des offres plus qualitatives. En aval, les industriels de la panification créent sans cesse de nouveaux produits plus en adéquation avec les attentes des consommateurs, plus qualitatifs ou plus pratiques.
- La concurrence : meuniers, industriels et artisans font face à une concurrence limitée mais grandissante par des acteurs principalement européens (Italie, Allemagne, Belgique, Espagne), se traduisant par la perte de parts de marché.
- La compétitivité à l'international : un enjeu important pour les meuniers et industriels de la BVP. En effet, les acteurs de la filière augmentent considérablement leurs ventes à l'export depuis plusieurs années bénéficiant de la qualité et de la notoriété perçue des produits français à l'étranger. Néanmoins, les meuniers restent pénalisés par un manque de compétitivité sur les marchés étrangers notamment face à la Turquie et au Kazakhstan.

En adéquation avec sa clientèle, Eurogerm s'attèle à développer des ingrédients, solutions et auxiliaires technologiques en réponse aux évolutions des modes de consommation et aux besoins de diversification et d'innovation des meuniers et des industriels de la BVP. Cela se traduit par une offre sur mesure de solutions technologiques (correcteurs de meunerie et améliorants de panification), de solutions sensorielles (prémix et préparations pour pâtisserie et autres mélanges) et nutritionnelles en adéquation avec les objectifs de santé publique et en support de l'argumentaire marketing utilisé par les meuniers et acteurs de la BVP.

En 2020, à la suite de la fermeture des établissements de restauration, les producteurs de pains et viennoiseries industrielles ont dû faire face à une forte diminution des besoins des circuits professionnels, malgré le relai de la consommation en GMS, en France mais également à l'international. Les industriels de la BVP ont ainsi pu bénéficier de la baisse du prix des matières premières liée à l'assèchement de certains de leurs débouchés, malgré des surcoûts de production et de livraison liés à l'impact des mesures sanitaires.

Face à l'évolution des habitudes de consommation et la stagnation de la demande en volume, les acteurs misent sur la montée en gamme de leurs produits notamment sur le marché de la nutrition saine en respectant les standards de responsabilité sociale et environnementale, afin de rassurer le consommateur sur la qualité des produits. Néanmoins, les industriels se tournent de plus en plus vers l'international, relais de croissance dynamique (+7,1% des ventes des industriels de la BVP vers l'export en 2019), notamment auprès de la restauration hors foyer (hôtellerie, restauration, café, etc.).

Le secteur de la meunerie a quant à lui fait preuve de résistance face à la crise sanitaire avec un maintien de l'activité notamment pendant le confinement (progression du chiffre d'affaires de 0,5% en 2020). Le secteur a également été marqué par la concurrence des farines étrangères auxquels font face les acteurs français par une stratégie de montée en gamme de leurs produits (en réponse à la maturité du marché domestique) à défaut d'une internationalisation mise à mal par la présence de concurrents turcs, kazakhs ou encore argentins (diminution des exportations de -44% en volume depuis 2013).

1.1.2.5 - Comptes consolidés d'Eurogerm

Le périmètre de consolidation du groupe Eurogerm, dont la société tête de groupe est Eurogerm SA, comprend 20 sociétés, créées ou au titre d'acquisitions effectuées dans divers pays dans le cadre du développement du groupe en France et à l'international, qui sont consolidées par intégration globale à l'exception de Eurogerm South Africa détenue à 50% (intégration proportionnelle). Au 31 décembre 2020, le périmètre de consolidation du groupe Eurogerm comprenait les sociétés suivantes :

Périmètre de consolidation du groupe Eurogerm au 31 décembre 2020				
Société	Pays d'activité	Méthode de conso.	% d'intérêts	% de contrôle
Eurogerm SA	France	Société mère	n.a	n.a
Créalim Solutions Saveur	France	Intégration globale	87,50%	87,50%
Eurogerm Sénégal	Sénégal	Intégration globale	51,00%	51,00%
Eurogerm Andina	Pérou	Intégration globale	70,00%	70,00%
Eurogerm Mexico	Mexique	Intégration globale	100,00%	100,00%
Estrategia En Alimentos	Mexique	Intégration globale	67,00%	100,00%
Eurogerm Maroc	Maroc	Intégration globale	65,23%	65,23%
Eurogerm Ibéria	Espagne	Intégration globale	100,00%	100,00%
Eurogerm Brasil	Brésil	Intégration globale	80,00%	80,00%
Eurogerm USA	USA	Intégration globale	100,00%	100,00%
Eurogerm Italy	Italie	Intégration globale	95,00%	95,00%
Tartin'Art Dijon	France	Intégration globale	100,00%	100,00%
Eurogerm South Africa	Afrique du Sud	Intégration proportionnelle	50,00%	50,00%
Problend-Eurogerm	USA	Intégration globale	100,00%	100,00%
Tartin'Art Paris	France	Intégration globale	100,00%	100,00%
Tartin'Art Holding	France	Intégration globale	100,00%	100,00%
Moulin Neuf	France	Intégration globale	36,20%	36,20%
Eurogerm GMBH	Allemagne	Intégration globale	95,00%	95,00%
Eurogerm Colombia	Colombie	Intégration globale	59,71%	66,70%
Eurogerm Middle East	Liban	Intégration globale	70,00%	70,00%

La société Minoterie Taron SARL, détenue à 10% pour une valeur nette des titres de 15k€, n'est pas consolidée en raison de l'intérêt négligeable qu'elle représente au regard de l'image fidèle. Aucune autre société détenue directement ou indirectement, majoritairement ou minoritairement, n'est exclue du périmètre de consolidation du groupe. Néanmoins, sur les 20 filiales consolidées, seules 8 filiales sont détenues dans leur intégralité.

Du fait de sa cotation sur Euronext Growth Paris, ses comptes consolidés sont établis selon les principes comptables et les règles d'évaluation fixés par la loi et le code de commerce, en conformité avec le règlement CRC n° 99-02 relatif aux comptes consolidés des sociétés commerciales et des entreprises publiques (normes comptables françaises). Les comptes ont été certifiés sans réserve par les commissaires aux comptes au titre des exercices 2018 à 2020.

La Société n'appliquant pas le référentiel comptable IFRS pour l'établissement de ses comptes consolidés, les provisions pour indemnités de départ à la retraite (PIDR) figurent en engagements hors bilan.

1.1.2.6 - Performance financière historique 2018-2020

La Société clôture ses comptes annuels au 31 décembre. Le compte de résultat synthétique des trois derniers exercices se présente comme suit :

Eurogerm - Compte de résultat			
En k€	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020
Vente de marchandises	114 171	113 878	111 738
Prestations de services	1 615	2 038	1 654
Chiffre d'affaires net	115 786	115 916	113 392
<i>Croissance (%)</i>	<i>11,5%</i>	<i>0,1%</i>	<i>-2,2%</i>
Autres produits d'exploitation	1 177	1 278	1 891
Achats consommés	-66 062	-66 266	-64 777
<i>en % du CA</i>	<i>57,1%</i>	<i>57,2%</i>	<i>57,1%</i>
Charges de personnel	-18 775	-20 034	-19 702
<i>en % du CA</i>	<i>16,2%</i>	<i>17,3%</i>	<i>17,4%</i>
Autres charges d'exploitation	-17 418	-17 276	-16 820
<i>en % du CA</i>	<i>15,0%</i>	<i>14,9%</i>	<i>14,8%</i>
Impôts et taxes	-1 427	-1 359	-1 375
Dotations aux provisions	-175	-459	-663
EBITDA*	13 105	11 800	11 946
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	<i>11,3%</i>	<i>10,2%</i>	<i>10,5%</i>
Dotations aux amortissements	-2 401	-2 781	-2 531
<i>en % du CA</i>	<i>2,1%</i>	<i>2,4%</i>	<i>2,2%</i>
Résultat d'exploitation	10 704	9 019	9 415
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	<i>9,2%</i>	<i>7,8%</i>	<i>8,3%</i>
Résultat financier	-471	127	-735
Résultat exceptionnel	-206	1 003	-453
Impôts sur les bénéfices	-2 647	-2 681	-2 300
Résultat net	7 380	7 468	5 927
<i>dont :</i>			
<i>Part du Groupe</i>	<i>6 761</i>	<i>6 954</i>	<i>5 392</i>
<i>Part des minoritaires</i>	<i>619</i>	<i>514</i>	<i>535</i>

Source : Rapports annuels 2018, 2019 et 2020 d'Eurogerm

*EBITDA : Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization

Correspond au résultat d'exploitation avant dotations aux amortissements

Chiffre d'affaires

Le chiffre d'affaires d'Eurogerm, réalisé en France mais également à l'export à hauteur de 64% en 2020, est constitué de la vente de marchandises à hauteur de 98,5% ainsi que de prestations de services. La vente de marchandises se répartit en 3 segments et inclut la vente d'ingrédients, avants produits de pâtisserie, la vente d'améliorants de panification et prémix à destination du secteur de la boulangerie industrielle et dans une moindre mesure, la vente de correcteurs de meunerie et prémix à destination du secteur meunier. Les prestations de services s'élèvent à 1,7m€ en 2020 et correspondent essentiellement à des prestations de transport, de formation de la clientèle d'Eurogerm et à certains loyers perçus au titre de la location de bâtiments (environ 50k€). Le tableau et le graphique ci-dessous présentent les évolutions du chiffre d'affaires d'Eurogerm de 2010 à 2020.

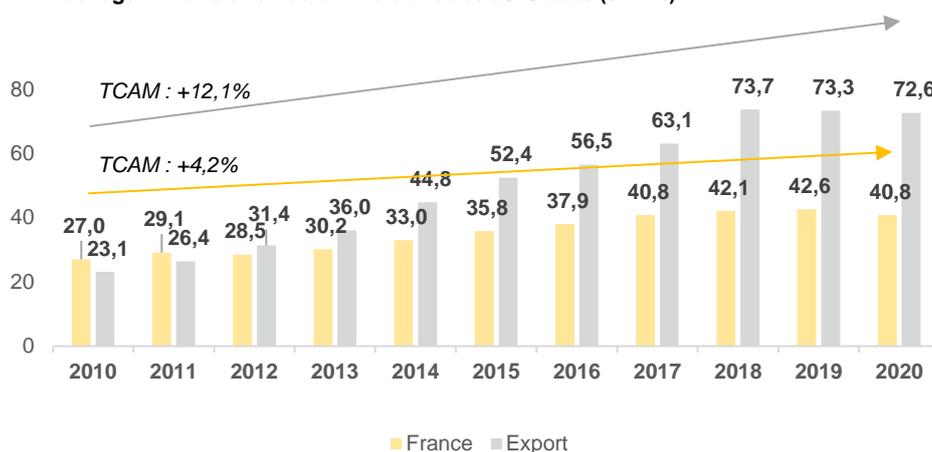
Evolution du chiffre d'affaires de 2010 à 2020

Evolution du chiffre d'affaires d'Eurogerm de 2010 à 2020												
En m€	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	TCAM (2010/20)
Chiffre d'affaires	50,1	55,5	59,9	66,2	77,8	88,2	94,4	103,9	115,8	115,9	113,4	8,5%
Taux de croissance	n/a	10,8%	7,9%	10,5%	17,5%	13,4%	7,0%	10,1%	11,5%	0,1%	-2,2%	
France	27,0	29,1	28,5	30,2	33,0	35,8	37,9	40,8	42,1	42,6	40,8	4,2%
Taux de croissance	n/a	7,8%	-2,1%	6,0%	9,3%	8,5%	5,9%	7,7%	3,2%	1,2%	-4,2%	
Export	23,1	26,4	31,4	36,0	44,8	52,4	56,5	63,1	73,7	73,3	72,6	12,1%
Taux de croissance	n/a	14,3%	18,9%	14,6%	24,4%	17,0%	7,8%	11,7%	16,8%	-0,5%	-1,0%	

TCAM : Taux de croissance annuel moyen

n/a : non applicable

Eurogerm - Evolution du chiffre d'affaires 2010-2020 (en m€)



Le chiffre d'affaires d'Eurogerm, qui s'élevait à 50,1m€ en 2010, était réalisé en France à hauteur de 54% du chiffre d'affaires. Malgré un contexte économique difficile, Eurogerm poursuit son développement sur le territoire national et réalise ainsi une croissance de 7,8% sur le marché français en 2011 notamment grâce au fort potentiel d'innovation d'Eurogerm et à l'acquisition d'IDS Solutions Conditionnement proposant de nombreuses solutions de conditionnement et de mélange à façon pour tout type de produits alimentaires. Cette croissance est cependant inférieure à la croissance de 14,3% réalisée à l'export marquée notamment par les premières commandes en Asie et le lancement de l'activité aux Etats-Unis, issue d'une stratégie d'internationalisation dans les zones à fort potentiel stratégique pour la filière blé-farine-pain.

En effet, à partir de 2012, les efforts de développement à l'international du Groupe conduisent à la réalisation de la majorité de son chiffre d'affaires à l'Export. La même année, ce dernier augmente de +18,9% grâce à la signature de nouveaux marchés sur le continent américain et de bonnes performances en Afrique et en Asie. Concomitamment, le chiffre d'affaires sur le territoire national marque un repli de -2,1%, impacté par la forte pression sur les prix.

Entre 2013 et 2015, le Groupe poursuit sa stratégie de croissance à l'international en conquérant de nouveaux clients en Afrique et aux Amériques notamment par le biais de la création d'Eurogerm South Africa en 2013 et l'acquisition de Problend Ingrédients (Etats-Unis) et Processus Alimentos Industria (Brésil) respectivement en avril 2014 et mars 2015. Par ailleurs, au cours de ces trois années, le groupe parvient à renouer avec la croissance sur le territoire national (+6,0%, +9,3% et +8,5% respectivement en 2013, 2014 et 2015) grâce aux efforts d'innovation, au savoir-faire du Groupe dans la reformulation de ses produits et la valeur-ajoutée des produits développés.

Ainsi, en 2016, fort de 16 filiales dont 10 à l'international, le groupe a réalisé 59,9% de son chiffre d'affaires à l'Export sans pour autant négliger l'activité en France soutenue par une politique d'investissement se traduisant notamment par la rénovation et l'extension du site de production de Quetigny et la création de nouveaux outils de production.

Bénéficiant de l'impact positif des extensions des laboratoires et de l'outil productif au cours des deux années précédentes, le chiffre d'affaires du Groupe s'établit à 103,9m€ en 2017, dépassant ainsi la barre des 100 millions d'euros, soit une augmentation de +10,1% (+9,7% à taux de

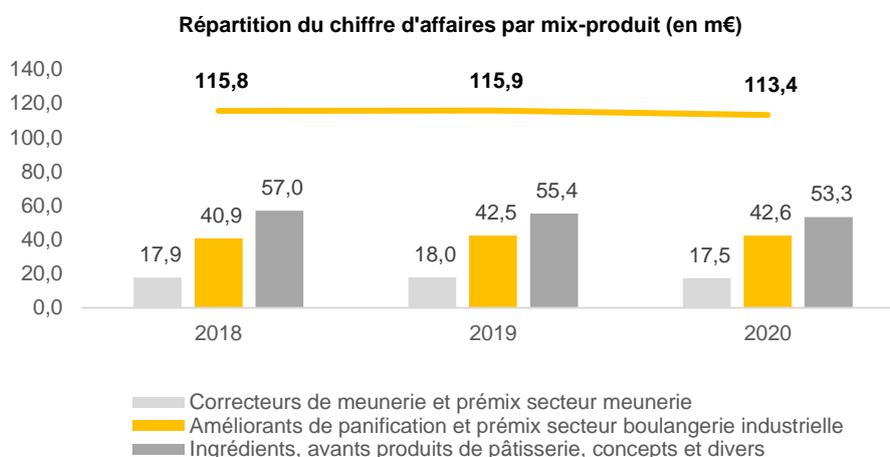
change et périmètre constant). Les ventes s'affichent ainsi en hausse à l'international (+11,7%) notamment grâce au développement des ventes sur la zone Amériques, mais également en France (+7,7%).

Eurogerm poursuit sa croissance et réalise un chiffre d'affaires de 115,8m€ en 2018, soit une croissance de +11,5%, dont +1,5% de croissance organique, par rapport à 2017. Cette hausse est principalement portée par la prise de participation majoritaire dans Estrali en janvier 2018 ainsi que les filiales ouvertes et les acquisitions effectuées dans le Grand Export (hors Europe), dont la croissance s'est hissée à +26% face à un marché européen (+1%) et français (+3%) plus matures. La stratégie d'expansion d'Eurogerm se poursuit avec l'ouverture de 3 filiales supplémentaires (Allemagne, Colombie et Liban) avec pour objectif d'accroître la présence du groupe en Europe, consolider la dynamique forte sur la zone Amériques et accélérer son développement au Moyen-Orient.

En conclusion, entre 2010 et 2020, le chiffre d'affaires connaît une croissance annuelle moyenne de +8,5% malgré un ralentissement en 2019 (+0,1%) suivi d'un repli en 2020 (-2,2%). En effet, la stratégie d'expansion soutenue menée par la Société de 2010 à 2018, a permis au groupe d'ouvrir plusieurs filiales (9 sur la période dont 3 en 2018) et réaliser diverses acquisitions (4 sur la période). La majorité du chiffre d'affaires d'Eurogerm est ainsi réalisée à l'Export dès 2012 sans pour autant négliger les ventes en France grâce à une politique d'innovation et d'investissement soutenue, permettant au Groupe de développer son offre de produits afin de répondre aux demandes des clients dans un marché concurrentiel et mature.

Répartition du chiffre d'affaires par segment de produits de 2018 à 2020

La répartition du chiffre d'affaires par segments de produits est présentée dans le graphique ci-dessous.



En 2018, le mix produit du groupe est marqué par une prépondérance du segment « Ingrédients, avants produits de pâtisserie et concepts » représentant près de la moitié du chiffre d'affaires réalisé à la suite d'une croissance de 25% notamment portée par les nouveaux marchés ouverts par l'acquisition d'Estrali (Mexique) en janvier 2018.

Dans un contexte de tensions à l'international, le chiffre d'affaires d'Eurogerm est stable en 2019 et s'établit à 115,9m€, soit une légère hausse de +0,1%. En effet, le Groupe a dû faire face au non-renouvellement de commandes par trois clients à l'export au premier semestre et un ralentissement des ventes en Afrique et Europe (-0,6%) liée à une baisse de la demande sur les ingrédients basiques (en diminution de -2,8%). Ce recul est néanmoins compensé par une tendance positive au Brésil et la légère hausse des améliorants de panification (+3,8%) notamment aux Etats-Unis. De plus, après 15 années d'expansion en France et à l'international, aucune création de filiale ou acquisition n'a été réalisée au cours de l'année 2019. Le périmètre de consolidation du groupe a néanmoins évolué avec la cession d'IDS Solutions Conditionnement

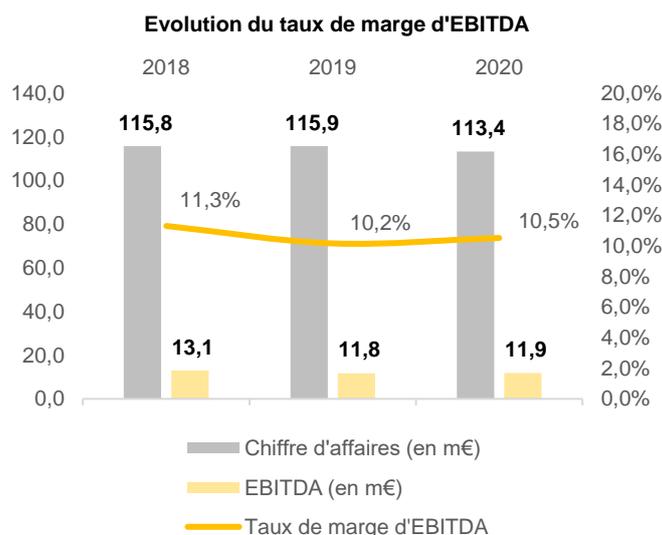
en octobre 2019 (spécialiste français du conditionnement à façon pour l'industrie agroalimentaire) traduisant la volonté d'Eurogerm de recentrer ses activités sur ses 3 principaux métiers.

En 2020, le chiffre d'affaires d'Eurogerm s'inscrit en recul de 2,2% et s'établit à 113,4m€ contre 115,9m€ en 2019, impacté notamment par la cession d'IDS et la pandémie mondiale de Covid19. En effet, l'activité du groupe est en baisse en France (-4,3%) ainsi qu'à l'international mais dans une moindre mesure (-0,9%), notamment suite aux multiples mesures de confinement et aux effets de change défavorables (peso mexicain, réal brésilien et dollar). Néanmoins, Eurogerm renforce sa présence à l'international en y réalisant 64,0% de son chiffre d'affaires bien qu'aucune acquisition ou ouverture de filiale n'est été réalisée au cours de l'année.

Enfin, la pandémie a également impacté les habitudes de consommation des clients finaux, et par transition, le mix produit du groupe. Cela s'est traduit par un retrait de la vente d'ingrédients, concepts et avants-produits de pâtisserie ainsi que des correcteurs de meunerie et pré-mix secteur meunerie (respectivement -3,8% et -3,1%), notamment en raison d'une baisse de la consommation des produits de pâtisserie durant les périodes de confinement et de la pénalisation de la restauration hors foyer, tandis que les ventes d'améliorants de panification et pré-mix secteur boulangerie industrielle s'affichent en légère hausse (+0,3%).

EBITDA⁴

L'évolution de la marge d'EBITDA historique d'Eurogerm sur la période 2018-2020 est présentée ci-dessous :



Les charges opérationnelles courantes d'Eurogerm comprennent principalement les achats consommés (farines, céréales, enzymes et émulsifiants), les charges de personnel et les autres charges d'exploitation qui représentent respectivement 57,1%, 17,4% et 14,8% du chiffre d'affaires en 2020.

En 2019, les charges de personnel ont augmenté de 6,7% notamment à la suite de l'acquisition d'Estrali en janvier 2018, au développement d'entités de distribution en Italie, en Allemagne, au Liban et en Colombie, à divers recrutements en France, ainsi qu'à l'augmentation du coût moyen par employé notamment en Espagne (3%) et aux Etats-Unis (la production étant sous-traitée, l'équipe est principalement constituée de commerciaux et de managers). A l'inverse, l'année 2020 est marquée par une diminution des charges de personnel à l'échelle du groupe principalement

⁴ EBITDA : Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization. Résultat d'exploitation avant dotations aux amortissements.

en raison de la cession d'IDS Solutions Conditionnement et de la baisse du coût moyen par personne au niveau de la société mère.

Les « Autres charges d'exploitation » s'élèvent à 16,8m€ en 2020 (contre 17,3m€ en 2019) et sont principalement constituées de coûts de transport (4,7m€), honoraires (2,6m€, notamment composé des prestations réalisées par la holding ACG) et de frais de location (1,4m€) en partie liés à l'extension des locaux afin d'accroître l'espace de stockage des produits.

En 2019, l'EBITDA est en recul, s'établissant à 11,8m€ (-10,0%) soit un taux de marge d'EBITDA de 10,2% contre 11,3% en 2018, cette baisse résultant de la hausse des charges de personnel (17,3% du chiffre d'affaires contre 16,2% en 2018) liée notamment aux investissements humains engagés en 2017 et 2018 afin de soutenir le développement futur du Groupe. L'EBITDA est en légère augmentation et s'établit à 11,9m€ (10,5% du chiffre d'affaires) en 2020 contre 11,8m€ en 2019 (10,2% du chiffre d'affaires).

Les frais de recherche et développement, dont le montant s'élève à 0,6m€ en 2020 (contre 0,6m€ en 2019), correspondent principalement aux dépenses de personnel réalisées par l'entité Eurogerm SA. Ces frais ne sont pas activés (inscrits à l'actif en immobilisations) et sont intégralement comptabilisés en charges.

Le résultat d'exploitation (EBIT⁵)

Le taux de marge d'EBIT s'établit à 7,8% en 2019 contre 9,2% en 2018 en raison de l'augmentation des dotations aux amortissements en lien avec les investissements matériels réalisés dans le cadre de l'ouverture de 3 filiales en 2018.

En 2020, le taux de marge d'EBIT est en amélioration et s'élève à 8,3% bénéficiant de l'augmentation de l'EBITDA et de la légère diminution en valeur relative et en valeur absolue des dotations aux amortissements.

Le résultat financier

Le résultat financier de la Société s'élève à -0,7m€ en 2020 et est principalement constitué des gains (1,4m€) et pertes (-2,0m€) de change, liés aux opérations en devises effectuées par les différentes filiales du Groupe.

La baisse du résultat financier en 2020 est principalement liée à l'augmentation des pertes de change (1.971k€ en 2020 contre 702k€ en 2019) qui n'ont que partiellement été compensées par l'augmentation des gains de change (1.385k€ en 2020 contre 662k€ en 2019).

Le résultat net

Le résultat net découle des éléments décrits ci-avant et s'élève à 5,9m€ en 2020. Il comprend une charge d'impôt sur les bénéfices de la Société de 2,3m€ composée de la charge d'impôt exigible et de la charge d'impôt différée pour un montant respectif de 2,2m€ et 0,1m€. La Cotisation sur la Valeur Ajoutée des Entreprises (CVAE) en France pour un montant de 0,3m€, est comptabilisée en charges d'exploitation conformément au référentiel comptable français.

La baisse du résultat net en 2020 s'explique par un résultat financier et un résultat exceptionnel négatifs, notamment en raison de 629k€ de frais externes liés à la mise en œuvre de la VDD (Vendor Due Diligence) et de la mise en place d'une dataroom dans le cadre de l'opération en cours. Tandis qu'en 2019, la Société affichait un résultat financier positif sous l'effet de gains de change et de la diminution des intérêts sur emprunts (la Société procédant au remboursement

⁵ EBIT : Earnings Before Interests and Taxes

progressif de l'emprunt réalisé dans le cadre de l'acquisition d'Estrali en 2018) et un résultat exceptionnel de 1,0m€ (contre -0,5m€ en 2020) notamment au titre de la cession d'IDS Solutions Conditionnement.

1.1.2.7 - Equilibre bilanciel et trésorerie

Bilan économique

Eurogerm - Bilan économique			
En m€	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020
Goodwill	7 771	7 905	7 288
Immobilisations incorporelles	732	575	400
Immobilisations corporelles	18 560	16 031	14 456
Immobilisations financières	3 139	3 406	3 048
Actif immobilisé	30 202	27 918	25 191
Actif circulant	34 838	38 162	38 293
Passif circulant	-17 263	-17 812	-17 495
Besoin en fonds de roulement	17 575	20 350	20 798
Actif économique	47 777	48 268	45 989
Impôts différés actifs	248	186	169
Capitaux Employés	48 025	48 454	46 158
Capital social	432	432	432
Primes d'émission	9 649	9 649	9 649
Réserves consolidées	34 208	39 377	43 278
Titres d'autocontrôle	-372	-157	-306
Résultat net	6 761	6 954	5 392
Capitaux Propres part du Groupe	50 678	56 255	58 445
Intérêts minoritaires	5 216	5 361	5 229
Capitaux Propres	55 894	61 616	63 674
Provisions non courantes	1 236	1 132	1 315
Dette financière	13 710	10 169	9 542
Trésorerie et équivalents	-22 815	-24 463	-28 373
Trésorerie nette	9 105	14 294	18 831
Capitaux Investis	48 025	48 454	46 158

Source : Rapports annuels 2018, 2019 et 2020 d'Eurogerm

Au 31 décembre 2020, l'actif immobilisé d'Eurogerm s'élève à 25,2m€ et se compose essentiellement d'immobilisations corporelles, du goodwill et d'immobilisations financières.

Les immobilisations corporelles de la Société s'élèvent à 14,5m€ au 31 décembre 2020 et représentent environ un tiers des capitaux employés. Elles incluent principalement des constructions (5,6m€), des matériels et outillages (3,7m€) au titre des équipements industriels et du matériel de laboratoire ainsi que d'autres immobilisations corporelles (3,7m€). Les immobilisations corporelles en France représentent 77,1% du total des immobilisations corporelles du Groupe en 2020.

Le goodwill d'Eurogerm, qui résulte de la stratégie de croissance externe du Groupe s'élève à 7,3m€ au 31 décembre 2020. Il a été constitué suite aux acquisitions respectives de Problend EG en 2017 (3,7m€), Estrategia en Alimentos (Estrali) en 2018 (1,8m€), EG Ibéria (1,1m€) en 2007 et Créalim Solutions Saveur (0,6m€) en 2008. Les légères variations constatées sur la période 2018-2020 s'expliquent par des effets de change constatés principalement sur Estrali.

Les immobilisations incorporelles correspondent à des licences et logiciels informatiques (notamment l'ERP utilisé par la société mère) dont le montant global s'élève à 0,4m€ au 31 décembre 2020.

Les immobilisations financières s'établissent à 3,0m€ au 31 décembre 2020 et se composent essentiellement d'un compte à terme en dollar de 2,6m€ souscrits par Estrali après son intégration au périmètre de consolidation du Groupe en vue de financer en partie l'acquisition de la part détenue par l'actionnaire minoritaire d'Estrali à horizon 2023 ainsi que d'avances de trésorerie (0,2m€) au titre du contrat de liquidité, de dépôts et cautionnements (0,1m€) dans le cadre de la location de locaux en France et à l'Etranger et de titres de participations (0,1m€).

Le besoin en fonds de roulement, structurellement positif, est analysé ci-après.

Les impôts différés résultent principalement du retraitement relatif au crédit-bail et d'autres différences temporelles (notamment provisions réglementées), la Société n'ayant aucun stock de déficit reportable.

Les capitaux propres (part du groupe) d'Eurogerm s'élèvent à 58,4m€ au 31 décembre 2020. Leur évolution depuis le 31 décembre 2018 découle principalement des résultats réalisés conduisant notamment à une augmentation des réserves consolidées lesquelles s'établissent à 43,3m€ en 2020.

La part des capitaux propres consolidés attribuable aux participations ne donnant pas le contrôle (intérêts minoritaires) s'élève à 5,2m€ en 2020, représentant ainsi 9% des capitaux propres part du Groupe.

Les provisions non courantes s'établissent à 1,3m€ au 31 décembre 2020 contre 1,1m€ au 31 décembre 2019. Elles se composent au 31 décembre 2020 d'impôts différés passifs pour 1,2m€ et de provisions pour risques et charges.

Les engagements pour indemnités de départ à la retraite sont inscrits en engagements hors bilan, en annexes aux comptes consolidés, pour un montant de 1.184k€, dont 581k€ sont couverts par des contrats d'assurance au 31 décembre 2020.

La trésorerie nette d'Eurogerm, s'élève à 18,8m€ au 31 décembre 2020. Elle est principalement constituée de trésorerie pour 28,4m€ correspondant à des disponibilités et des valeurs mobilières de placement, et d'emprunts bancaires consentis principalement par Eurogerm SA pour un montant de 9,0m€ dont 7,0m€ ont été tirés dans le cadre de l'acquisition d'Estrali en janvier 2018 sur la base d'un prêt syndiqué de 30,0m€ signé avec un pool bancaire (Banque Populaire Bourgogne Franche-Comté et BNP Paribas) en 2017.

Les dettes financières se composent également de crédits baux immobiliers (466k€), principalement concernant le site de Saint Apollinaire (dont l'option a été levée en février 2021), et mobiliers (89k€) au titre de véhicules dans certaines filiales du Groupe.

La trésorerie nette d'Eurogerm est donc excédentaire et s'élève à 18,8m€ au 31 décembre 2020.

Besoin en fonds de roulement (BFR)

Eurogerm - BFR			
En k€	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020
Stocks	10 738	11 793	12 766
<i>en jours de CA</i>	<i>34 jours</i>	<i>37 jours</i>	<i>42 jours</i>
Créances clients	19 829	21 514	20 795
<i>en jours de CA</i>	<i>63 jours</i>	<i>68 jours</i>	<i>68 jours</i>
Autres créances courantes ¹	4 271	4 855	4 732
<i>en jours de CA</i>	<i>13 jours</i>	<i>15 jours</i>	<i>15 jours</i>
Actif circulant	34 838	38 162	38 293
<i>en jours de CA</i>	<i>110 jours</i>	<i>120 jours</i>	<i>125 jours</i>
Dettes fournisseurs	-11 643	-11 447	-11 705
<i>en jours de CA</i>	<i>37 jours</i>	<i>36 jours</i>	<i>38 jours</i>
Dettes fiscales et sociales	-4 913	-5 363	-5 118
<i>en jours de CA</i>	<i>15 jours</i>	<i>17 jours</i>	<i>17 jours</i>
Autres dettes courantes ²	-707	-1 002	-672
<i>en jours de CA</i>	<i>2 jours</i>	<i>3 jours</i>	<i>2 jours</i>
Passif circulant	-17 263	-17 812	-17 495
<i>en jours de CA</i>	<i>54 jours</i>	<i>56 jours</i>	<i>57 jours</i>
BFR	17 575	20 350	20 798
<i>Chiffre d'affaires</i>	<i>115 786</i>	<i>115 916</i>	<i>112 218</i>
<i>BFR en jours de CA</i>	<i>55 jours</i>	<i>64 jours</i>	<i>68 jours</i>
<i>BFR en % de CA</i>	<i>15,2%</i>	<i>17,6%</i>	<i>18,5%</i>

Source : Rapports annuels 2018, 2019 et 2020 d'Eurogerm

¹ Créances fiscales, sociales et charges constatées d'avance

² Acomptes reçus sur commande et dettes diverses

La Société dégage un besoin en fonds de roulement (ci-après « BFR ») positif sur la période observée.

Le BFR d'Eurogerm se compose principalement de créances clients, de stocks (matières premières principalement et produits finis) et de dettes fournisseurs.

Les autres éléments du BFR sont constitués essentiellement de dettes fiscales et sociales (5,1m€), d'autres créances courantes (essentiellement des créances fiscales pour un montant de 3,7m€ et de charges constatées d'avance pour 0,7m€) et d'autres dettes courantes diverses (avances et acomptes reçus sur commande, produits constatés d'avance, fournisseurs d'immobilisation et autres).

Le BFR d'Eurogerm est en augmentation sur la période et s'établit à 68 jours de chiffre d'affaires au 31 décembre 2020 contre 55 jours de chiffre d'affaires en 2018. Cette variation résulte principalement de la hausse des stocks sur l'intégralité de la période (42 jours de chiffre d'affaires en 2020 contre 34 jours en 2018) et du niveau de créances clients qui s'établit à 68 jours de chiffre d'affaires en 2020 contre 63 jours de chiffre d'affaires en 2018. Ces augmentations ne sont que partiellement compensées par la hausse des dettes fiscales et sociales, les dettes fournisseurs étant relativement stables en jours de chiffre d'affaires sur la période.

A la suite de notre analyse et de nos échanges avec la direction financière d'Eurogerm, nous comprenons que le niveau de BFR au 31 décembre 2020 est élevé et non représentatif d'une situation normative. Le management vise ainsi à faire converger le BFR vers un niveau normatif proche de 61 jours de chiffre d'affaires.

1.2 - Contexte et opération envisagée

1.2.1 - Contexte et motifs de l'opération

Le 17 janvier 2021, par suite d'un processus de cession concurrentiel encadré par une société de conseils, Monsieur Jean-Philippe Girard et les sociétés ACG et Unigrains (ci-après les « Actionnaires de Référence ») sont entrés en négociations exclusives avec Naxicap Partners et cette dernière a souscrit une promesse d'achat au bénéfice des Actionnaires de Référence (la « Promesse d'Achat ») en vue de l'éventuel transfert de leurs participations représentant au total, de manière directe et indirecte, 62,58% du capital social d'Eurogerm à Novagerm au prix de 47,97€ par action Eurogerm (le « Changement de Contrôle »).

Concomitamment à la conclusion de la Promesse d'Achat, Monsieur Benoit Huvet (agissant tant à titre personnel qu'en qualité de représentant légal de sa holding personnelle la société Vadrillette) s'est engagé d'un commun accord avec les parties à l'opération et sous condition suspensive de la réalisation du Changement de Contrôle, (i) à céder l'intégralité de ses actions dans Eurogerm soit au total 52.952 actions Eurogerm représentant 1,23% du capital de cette dernière et (ii) à quitter ses fonctions de directeur général délégué d'Eurogerm.

Le 25 janvier 2021, le comité social et économique d'Eurogerm a rendu unanimement un avis favorable au projet de Changement de Contrôle permettant ainsi l'exercice, le 5 février 2021, de la Promesse d'Achat par les Actionnaires de Référence et la conclusion le 10 février 2021 du protocole portant cession des Participations des Actionnaires de Référence entre ces derniers et Novagerm.

Le projet d'Offre fera suite au transfert prévu au bénéfice de l'Initiateur le 29 avril 2021 :

- par voie de cession et d'apport par la société ACG et la société Unigrains de l'intégralité du capital social de la société Mobago⁶ elle-même détentrice de 2.685.621 actions Eurogerm représentant 62,24% du capital social de cette dernière ;
- par voie de cession par Monsieur Jean-Philippe Girard et sa holding personnelle la société ACG de l'intégralité de leur détention dans Eurogerm représentant au total 14.660 actions Eurogerm et 0,34% du capital social de cette dernière ;
- par voie de cession par Monsieur Benoit Huvet et sa holding la société Vadrillette d'un total de 52.952 actions Eurogerm représentant 1,23% du capital social de cette dernière ;

(ci-après ensemble l'« Acquisition des Blocs de Contrôle »).

L'Acquisition des Blocs de Contrôle représente au total 2.753.233 actions Eurogerm, soit 63,81% du capital de la Société.

L'Acquisition des Blocs de Contrôle s'inscrit dans le cadre d'une opération de LMBO (ci-après l'« Opération ») :

- à laquelle divers managers d'Eurogerm participent au travers d'investissements dans des *Mancos*, actionnaires de Novagerm ;
- à l'occasion de laquelle :
 - o ACG et Unigrains ont réinvesti une partie du produit de cession dans Novagerm ;
 - et

⁶ Mobago est une société par action simplifiée au capital 5.476.980 € dont le siège social est situé ZAC du Bois Guillaume, 2 rue Champ Doré, 21850 Saint-Apollinaire (France) immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Dijon sous 410 393 607 R.C.S. Le capital social de Mobago composé de 365.132 actions ordinaires était, préalablement à l'acquisition de l'intégralité de son capital par l'Initiateur, détenu par ACG et Unigrains à hauteur respectivement de 243.529 et 121.603 actions.

- Nisshin Seifun Group Inc s'est engagé selon les termes et selon les conditions dans le cadre de l'accord conclu avec Novagerm à céder a posteriori de la période d'offre ou le cas échéant du Retrait obligatoire, l'intégralité de sa participation dans Eurogerm représentant 14,71% du capital de cette dernière et à réinvestir une partie du produit de cession dans Novagerm.

Les dispositions de ces opérations sont exposées dans la section 5.1 - du présent rapport.

A ce titre, plusieurs pactes d'associés, plus amplement décrits à la section I.4.7 du Projet de Note d'Information, ont vocation à être conclus entre les différents associés de Novagerm.

L'Offre revêt donc un caractère obligatoire en application des articles 234-2 et 235-2 du Règlement général de l'AMF, en raison du franchissement par Novagerm du seuil de 50% du capital et des droits de vote de la Société. L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du Règlement général de l'AMF.

Dans l'hypothèse où, à la clôture de l'Offre, les actionnaires n'ayant pas apporté leurs actions à l'Offre ne représenteraient pas plus de 10% du capital et des droits de vote d'Eurogerm, l'Initiateur a l'intention de demander à l'AMF, conformément aux articles L. 433-4, II du Code monétaire et financier et 237-1 et suivants du Règlement général de l'AMF, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions Eurogerm non apportées à l'Offre (le « Retrait Obligatoire »). Dans le cadre du Retrait Obligatoire, seront transférées à l'Initiateur, moyennant une indemnisation en numéraire égale au prix de l'Offre, soit 47,97 euros par action, nette de tous frais, les actions Eurogerm non apportées à l'Offre.

Il est précisé que cette procédure entraînera la radiation des actions du marché d'Euronext Growth Paris.

L'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et du développement de la Société. En effet, l'Initiateur a l'intention de poursuivre le développement des activités de la Société en collaboration avec les équipes dirigeantes et les salariés de la Société et de ses filiales et entend tout particulièrement soutenir et renforcer la capacité de la Société à se développer notamment à l'international.

L'Opération vise ainsi à développer Eurogerm en lui permettant de disposer des moyens pour financer les investissements nécessaires à ce développement. Ces moyens financiers devraient notamment permettre à la Société de financer des acquisitions avec un objectif de création de valeur. L'Offre vise également à associer l'équipe dirigeante (hors le directeur général délégué actuel) au projet de développement de la Société.

À la date du présent rapport, il n'est pas envisagé de procéder à une fusion entre l'Initiateur et la Société. Il est toutefois précisé dans le Projet de Note d'Information que l'Initiateur n'exclut pas de procéder éventuellement à une fusion entre l'Initiateur et la société Mobago qui détient 62,24% du capital de la Société et dont l'Initiateur détiendra l'intégralité du capital social par suite de la réalisation de l'Acquisition des Blocs de Contrôle. Le cas échéant, cette opération sera décidée sous condition de l'obtention en application des dispositions de l'article 234-9 du règlement général de l'AMF d'une dérogation de l'AMF à l'obligation de déposer une offre publique.

L'Initiateur est une société holding ayant pour objet la prise de participation et la gestion de la Société. Par conséquent, l'Initiateur n'anticipe pas la réalisation de synergies de coûts ou de revenus avec la Société.

1.2.2 - Termes de l'Offre

Conformément aux articles 234-2 et 235-2 du règlement général de l'AMF, l'Offre revêt un caractère obligatoire pour l'Initiateur. Elle est réalisée selon la procédure simplifiée régie par les dispositions des articles 233-1 2° et suivants du règlement général de l'AMF.

A la date du dépôt de l'Offre et à la suite de l'acquisition par Novagerm de blocs d'actions auprès d'actionnaires historiques prévue le 29 avril 2021 (en vertu d'accords et de protocoles de cession), l'Initiateur détiendra de manière directe et indirecte (via la société Mobago) 2.753.233 actions Eurogerm soit 63,81% du capital.

Le capital social de la Société sera réparti comme suit à la date du dépôt de l'Offre :

Eurogerm - Table de capitalisation pré-Offre		
Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital
Novagerm	2 753 233	63,81%
<i>Mobago (sera détenue à 100% par Novagerm)</i>	2 685 621	62,24%
<i>Novagerm (participation directe)</i>	67 612	1,57%
Nisshin Seifun Group*	634 580	14,71%
Crédit Mutuel Equity SCR	360 877	8,36%
Actions autodétenues	8 198	0,19%
Public (flottant)	558 133	12,93%
Total actionnaires	4 315 021	100,00%

**L'intégralité de la participation de Nisshin Seifun Group dans Eurogerm fait l'objet d'un engagement de transfert à Novagerm au prix de 47,97 € par action qui postérieurement à l'émission du présent rapport et au Changement de Contrôle restera soumis au respect par Novagerm de ses engagements aux termes des accords passés avec Nisshin Seifun Group et à la remise des rapports prévus par les textes applicables dans le cadre des opérations de réinvestissement de Nisshin Seifun Group.*

L'Offre portera sur les actions de la Société qui sont d'ores et déjà émises, et qui ne seraient pas détenues ou réputées l'être par l'Initiateur, à l'exception des 634.580 actions détenues par Nisshin Seifun group Inc conformément à ce qui est exposé à la section 3.3.1.3 - du présent rapport, soit un nombre total maximum de 927.208 actions représentant 21,49% du capital de la Société.

Il est par ailleurs envisagé que par décision du 28 avril 2021, le conseil d'administration d'EUROGERM décide d'apporter l'intégralité des actions auto détenues (soit 8.198 actions) à l'Offre.

L'Initiateur s'engagera irrévocablement à acquérir, auprès des actionnaires de la Société, toutes les actions visées par l'Offre et qui seront apportées à l'Offre, au prix de 47,97€ par action.

En cas de procédure de Retrait Obligatoire mise en œuvre, les actions Eurogerm non détenues par Novagerm seront transférées à l'Initiateur moyennant une indemnisation identique au prix de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée, soit 47,97€ par action.

2 - Présentation de l'expert indépendant

2.1 - Présentation du cabinet Crowe HAF, membre du réseau Crowe Global

2.1.1 - Présentation générale

Le réseau Crowe Global est un des principaux réseaux internationaux de cabinets d'audit et d'expertise comptable. A l'échelon mondial, il est situé au 8ème rang avec 35.300 associés et collaborateurs dans plus de 130 pays. Il est constitué de cabinets indépendants de premier plan dans leurs pays respectifs.

Crowe France est un réseau de cabinets d'audit, d'expertise comptable et de conseil qui sont membres du réseau Crowe Global.

Fort de 120 associés et plus de 1.200 collaborateurs, Crowe France est classé parmi les dix premiers acteurs de l'audit et l'expertise comptable en France et participe activement aux différentes instances qui règlementent notre profession.

Cette organisation en réseau permet l'exercice de missions communes et apporte un soutien sur un plan technique avec de nombreux collaborateurs spécialisés dans des domaines particuliers.

Crowe HAF a été à l'initiative de la fondation de Crowe France en 2007. Crowe HAF dispose de 4 lignes de services principales que sont l'audit, l'évaluation, les transaction services et l'accompagnement comptable/contrôle interne.

Crowe HAF est aussi un acteur engagé en matière de Responsabilité Sociétale et Environnementale, notamment au travers de ses deux filiales spécialisées : Sustainable Metrics (agence de conseil et d'études RSE et développement durable) et Praxiam (cabinet spécialisé dans le contrôle et le conseil).

2.1.2 - Présentation de l'activité « évaluation et expertises indépendantes »

Pour tenir compte de la complexité croissante de certaines opérations, Crowe HAF a mis en place des services spécialisés lui permettant d'intervenir dans certains domaines spécifiques comme celui des évaluations d'entreprises, d'options et des expertises indépendantes. Les équipes ont une pratique étendue de l'ensemble des techniques financières et proposent aux entreprises une approche sur mesure. Elles ont développé de nombreuses techniques et modèles d'évaluation qui permettent de répondre à la diversité et à la complexité des situations.

L'accès à des bases de données externes leur permet aussi d'être au cœur des processus de transactions et des valeurs de marché.

Olivier Grivillers, associé responsable de cette activité dispose de plus de 25 ans d'expérience et a une forte pratique des missions d'expertise indépendante. Il dirige le département « évaluation et expertises indépendantes » de Crowe HAF depuis 2009.

Il est par ailleurs co-auteur de plusieurs ouvrages liés à l'évaluation d'entreprises et assure de nombreuses formations sur le thème de l'évaluation tout en ayant des fonctions auprès de la plupart des institutions professionnelles qui traitent de l'évaluation d'entreprise.

Olivier Grivillers est notamment l'auteur du chapitre « Analyse quantitative et qualitative des méthodes d'évaluation employées par les évaluateurs et experts indépendants dans le cadre

d'Offres publiques » dans l'ouvrage « ingénierie financière, fiscale et juridique » publié chez DALLOZ en 2016 et qui sera actualisé en 2021.

Cette mission a été réalisée par Olivier Grivillers, signataire du présent rapport, associé de Crowe HAF, expert-comptable, commissaire aux comptes, expert de justice en finance près la Cour d'Appel de Versailles et diplômé de l'ESCP.

Olivier Grivillers a dirigé le département évaluation de Constantin Associés avant de rejoindre Deloitte Finance puis Crowe HAF. Il est membre de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI) et administrateur de la Compagnie des Conseils et Experts Financiers (CCEF).

Il est par ailleurs co-auteur de plusieurs ouvrages liés à l'évaluation d'entreprises et assure de nombreuses formations sur le thème de l'évaluation (France Invest, CCEF, réseau Crowe Global...) tout en ayant des fonctions auprès de la plupart des institutions professionnelles qui traitent de l'évaluation d'entreprise (CNCC, CCEF, Académie...).

Il a été assisté dans le cadre de cette mission par des collaborateurs expérimentés en évaluation financière du cabinet Crowe HAF :

- Maxime Hazim, Associé, Expert-comptable, Commissaire aux comptes et détenteur de la Charte CFA. Il est diplômé de l'Université Lumière Lyon 2 (Master Evaluation et Transmission d'Entreprises). Il dispose de 14 ans d'expérience professionnel (dont l'essentiel passé sur des missions d'évaluation), dont 10 ans au sein du cabinet Crowe HAF et 4 ans au sein du cabinet EY. Maxime Hazim est membre de l'APEI ;
- Yohan Bonnet, Senior Manager, diplômé de l'IAE de Lyon (Master Ingénierie Financière et Transaction) disposant de 8 ans d'expérience en évaluation financière et audit au sein du cabinet Crowe HAF ;
- Yassine Chennaoui, Analyste Senior, diplômé de l'Université Lumière Lyon 2 (Master Evaluation et Transmission d'Entreprises) disposant de 3 ans d'expérience en évaluation financière principalement au sein du cabinet Crowe HAF.

La revue indépendante a été réalisée par Marc de Prémare, associé gérant du cabinet Crowe HAF, diplômé d'Harvard Business School et disposant de plus de 25 ans d'expérience en audit et dans le conseil en « transaction services », d'abord chez Constantin Associés puis chez Crowe HAF.

2.2 - Liste des missions d'expertise indépendante réalisés par le cabinet Crowe HAF au cours des 24 derniers mois

Neuf missions d'expertise indépendante au sens du Titre VI Livre II du règlement général de l'Autorité des marchés financiers ont été réalisées par le cabinet Crowe HAF au cours des 24 derniers mois.

Le cabinet Crowe HAF a réalisé :

- La mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée visant les actions de la société SuperSonic Imagine initiée par la société Hologic Hub Ltd. (Mars 2021, Etablissement présentateur : Crédit Agricole Corporate & Investment Bank)
- La mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat visant les actions de la société Groupe Open initiée par la société New Go (Novembre 2020, Etablissement présentateur : Portzamparc) ;
- La mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat visant les actions de la société IntegraGen initiée par la société OncoDNA (Septembre 2020, Etablissement présentateur : ODDO BHF Corporate Finance) ;

- La mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée visant les actions de la société Dedalus France initiée par la société Dedalus Italia (Juin 2020, Etablissement présentateur : BNP Paribas) ;
- La mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique de Retrait suivie d'un retrait obligatoire visant les actions de la société Business & Decision initiée par la société Orange Business Services (Avril 2020, Etablissement présentateur : Portzamparc) ;
- La mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée visant les actions de la Société Anonyme des Brasseries du Cameroun initiée par la société des Brasseries et Glacières Internationales (Janvier 2020, Etablissement présentateur : Alantra) ;
- La mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée visant les actions de la société Financière Marjos initiée par la société Krief Group (Octobre 2019, Etablissement présentateur : Swiss Life Banque Privée) ;
- La mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée visant les actions de la société Millet Innovation initiée par la société Curae Lab (Septembre 2019, Etablissement présentateur : Portzamparc) ;
- La mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique de Retrait suivie d'un retrait obligatoire visant les actions de la société Quotium Technologies initiée par la société Technologies SAS (Avril 2019, Etablissement présentateur : Portzamparc).

Le cabinet Crowe HAF est par ailleurs en cours de réalisation de l'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée visant les actions de la société Média 6 initiée par la société Vasco (Etablissement présentateur : Banque Neuflyze OBC).

2.3 - Déclaration d'indépendance

Olivier Grivillers et le cabinet Crowe HAF n'ont pas de conflit d'intérêts et sont indépendants des sociétés concernées par l'Offre, au sens de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF et de l'instruction AMF n°2006-08.

Olivier Grivillers et le cabinet Crowe HAF :

- n'entretiennent pas de lien juridique ou en capital avec les personnes concernées par l'opération ou avec leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance ;
- n'ont conseillé la société concernée par l'opération ou toute personne que cette société contrôle, au sens de l'article L 233-3 du Code de commerce, au cours des dix-huit derniers mois ;
- n'ont procédé à aucune évaluation de la société Groupe Open au cours des dix-huit derniers mois ;
- ne détiennent aucun intérêt dans la réussite de l'Offre, une créance ou une dette sur l'une des quelconques personnes concernées par l'opération ou sur l'une des quelconques personnes contrôlées par les personnes concernées par l'opération ;
- ne sont pas intervenus d'une manière répétée avec l'établissement présentateur.

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

Le cabinet Crowe HAF est membre de l'association professionnelle des experts indépendants (APEI), reconnue par l'AMF en application des articles 263-1 et suivants de son règlement général. Olivier Grivillers était encore jusqu'à récemment Vice-Président de cette association.

2.5 - Rémunération

Le montant des honoraires perçus par Crowe HAF au titre de la présente mission s'élève à 77.000€, hors taxes et hors frais. Ce montant inclut un complément d'honoraires de 14.500€ par rapport au budget initial eu égard notamment aux analyses effectuées et développées dans la section 6 - non prévues dans notre proposition de mission initiale.

2.6 - Moyens mis en œuvre dans le cadre de l'expertise indépendante

Le nombre d'heures passé par l'équipe sur cette mission d'expertise indépendante s'élève à environ 340 heures.

2.6.1 - Programme de travail

I Prise de connaissance et analyse du contexte

- réunions préparatoires et entretiens avec les interlocuteurs concernés (management d'Eurogerm, administrateur indépendant) ;
- analyse de l'opération proposée et du contexte dans lequel elle se situe ;
- prise de connaissance générale ;

II Préparation de l'évaluation

Analyse du contexte

- analyse de l'environnement et du secteur d'activité dans lequel la Société opère ;
- revue des délibérations des organes dirigeants.

Analyse des données historiques

- analyse des règles et méthodes comptables appliquées et du référentiel suivi ;
- analyse détaillée des comptes figurant au bilan et au compte de résultat ;
- retraitements des comptes du bilan et du compte de résultat en vue de préparer l'évaluation.

Analyse des éléments prévisionnels

- discussion avec la direction d'Eurogerm ;
- analyse du plan d'affaires d'Eurogerm ;
- revue des projections d'activité et de rentabilité ;
- contrôle des données prévisionnelles (examen de cohérence).

Analyse et choix des méthodes d'évaluation à retenir

- présentation des méthodes à retenir et des méthodes écartées.

III Eléments d'appréciation du prix offert

Description des méthodes retenues et écartées :

Transaction récente intervenue sur le capital de la société (méthode retenue à titre principal)

- analyse du « Put Option » en date du 17 janvier 2021 et du contrat d'acquisition sous conditions suspensives signé le 10 février 2021 par Monsieur Jean-Philippe Girard, la société ACG (société détenue à 100% par M. Jean-Philippe Girard) et Unigrains dans le cadre d'acquisitions de blocs d'actions hors marché réalisées par la société Novagerm,
- analyse du protocole de cession signé le 17 janvier 2021 par Monsieur Benoît Huvet (et pour le compte de la société Vadrilette dont il est le Gérant) dans le cadre d'acquisitions de blocs d'actions hors marché réalisées par la société Novagerm,

- analyse de l'accord d'acquisition sous conditions suspensives signé le 3 mars 2021 par Nisshin Seifun Group dans le cadre d'acquisitions de blocs d'actions hors marché réalisées par la société Novagerm.

Méthode des flux de trésorerie actualisés (méthode retenue à titre principal)

- construction des flux ;
- détermination d'un taux d'actualisation pour le plan d'affaires ;
- valorisation de l'action Eurogerm ;
- analyse de la sensibilité de la méthode à une variation du taux d'actualisation et du taux de croissance à l'infini.

Méthode du cours de bourse (méthode retenue à titre principal)

- analyse de la pertinence du critère du cours de bourse (liquidité du titre) ;
- calcul des différentes moyennes du cours de bourse.

Méthode des comparables boursiers (méthode retenue à titre principal)

- sélection d'un échantillon de sociétés comparables à Eurogerm ;
- analyse des principaux agrégats financiers des comparables et retraitement de ces agrégats pour être comparables à ceux d'Eurogerm (dette financière nette, EBITDA et EBIT) ;
- valorisation de ses comparables en termes de multiples sur la base des derniers cours de bourse ;
- évaluation d'Eurogerm par analogie en fonction des multiples obtenus.

Méthode des transactions comparables (méthode retenue à titre secondaire)

- analyse et choix des transactions intervenues récemment dans le secteur dans lequel opère Eurogerm ;
- analyse des principaux agrégats financiers des sociétés cibles des transactions comparables.

Référence aux objectifs de cours des analystes (méthode écartée)

- analyse des notes d'analystes suivant la valeur de la Société.

Référence à l'actif net comptable et méthode de l'actif net réévalué (méthodes écartées)

Méthode des dividendes (méthode écartée)

IV Synthèse sur l'appréciation du prix proposé

- Mise en regard des différentes méthodes pour vérifier la cohérence des résultats et détermination d'une fourchette de valeur pour Eurogerm ;
- Appréciation du prix d'Offre.

V Analyse des accords connexes à l'Offre

VI Analyse critique des travaux d'évaluation réalisés par l'établissement présentateur

VII Analyse des observations écrites des actionnaires / entretien avec l'actionnaire minoritaire et ses conseils

VIII Rédaction du rapport d'évaluation

IX Rédaction et obtention d'une lettre d'affirmation de la société cible

X Revue indépendante

XI Présentation des conclusions au Conseil d'Administration d'Eurogerm

2.6.2 - Calendrier de l'étude

Le Conseil d'Administration d'Eurogerm a désigné Crowe HAF, représenté par Olivier Grivillers, en qualité d'expert indépendant le 16 janvier 2021.

Notre mission s'est déroulée du 26 janvier 2021 au 28 avril 2021. Les principaux points d'étape ont été les suivants :

- Du 17 janvier au 29 janvier 2021 : Prise de connaissance et analyse du contexte. Echanges avec la société Eurogerm et ses conseils.
- du 1 février au 26 février 2021 : Préparation de l'évaluation. Réunion de lancement des travaux en présence de l'administrateur indépendant (2 février 2021). Echanges avec la direction d'Eurogerm (Yannick Le Moteux, Delphine Ballandras et les directeurs de business units) sur les états financiers et le plan d'affaires (15 / 18 / 22 et 23 février 2021).
- du 1^{er} mars au 16 avril 2021 : Analyse de la transaction en cours de réalisation sur le titre, analyse des données historiques et prévisionnelles, recherche et analyse de comparables boursiers et transactions comparables, analyse de la liquidité et du cours de bourse, analyse des notes d'analystes, travaux de valorisation.
 - o Echange avec l'équipe de Crédit Mutuel Equity son conseil ainsi que Jean-Philippe Girard et les conseils de l'actionnaire majoritaire respectivement le 1^{er} et le 2 mars 2021 ;
 - o Echanges avec l'établissement présentateur le 24 mars et le 9 avril 2021 ;
 - o Analyse des accords connexes ;
 - o Analyse des observations d'actionnaires minoritaires ;
 - o Analyse critique des travaux d'évaluation réalisés par l'établissement présentateur.
- du 19 au 28 avril 2021 : rédaction du rapport, revue indépendante, présentation du rapport au Conseil d'Administration d'Eurogerm (28 avril 2021).

2.6.3 - Liste des personnes rencontrées

Nos principaux interlocuteurs ont été les suivants :

Eurogerm (Société objet de l'Offre)

- M. Jean-Philippe Girard, Président Directeur Général du Groupe Eurogerm
- M. Yannick Le Moteux, Directeur Général Adjoint
- Mme. Delphine Ballandras, Responsable Financier
- M. Serge Momus, Directeur Export Mexique, Pérou et Colombie
- M. Sébastien Jollet, Directeur Export Etats-Unis et Brésil
- M. Edouard Navarre, Directeur Export Afrique, Moyen-Orient et Asie
- M. Philippe Alfroid, Administrateur indépendant

Banque Palatine (Etablissement présentateur)

- M. Pierre-Antoine Jacquesson, Directeur adjoint Debt & Equity Capital Market
- M. Frédéric Capdeville, Directeur Debt & Equity Capital Market
- Mme. Véronique Rondet Bresard, Directeur Opérations Financières - Marché de capitaux

Mayer Brown (Conseil juridique d'ACG)

- M. Olivier Aubouin, Avocat (Corporate)
- M. Patrick Loiseau, Avocat (Corporate)

Patriat & Associé (Conseil juridique d'ACG et d'Eurogerm)

- M. Silvère Patriat, Avocat associé

AMI Capital (Conseil financier d'ACG et Eurogerm – M&A)

- M. Bertrand Robert, Associé Fondateur

Gramond & Associés (Conseil juridique de la société initiatrice – aspects boursiers)

- Mme. Macha Pascale Sokolow, Avocat associé
- M. Fabio Pires, Avocat

Lamartine Conseil (Conseil juridique de la société initiatrice – aspects corporate)

- M. Cédric Sapède, Avocat associé
- M. Gibril Douibi, Avocat

Crédit Mutuel Equity SCR (Actionnaire minoritaire)

- M. Stéphane Vermot-Desroches, Directeur
- M. Jean Christophe Littaye, Directeur

De Pardieu Brocas Maffei (Conseil juridique de Crédit Mutuel Equity)

- M. Cédric Chanas, Avocat
- Mme. Meryem Semrani, Avocat

Advance Capital (Tiers évaluateur)

- M. Arnaud Vergnole, Associé

2.6.4 - Informations utilisées

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

- les études sur le secteur de la Meunerie et la production de pains et viennoiseries industriels réalisées par Xerfi respectivement en juillet et novembre 2020,
- les informations publiques sur la société Eurogerm, notamment sur son site internet (présentation de la société et de son activité, communiqués de presse, etc...),
- les rapports financiers annuels intégrant les états financiers historiques au 31 décembre 2018, 2019 et 2020, et les rapports annuels d'activité 2018 et 2019,
- les rapports (rapport sur les comptes consolidés et rapport spécial sur les conventions réglementées) du commissaire aux comptes au titre des exercices clos au 31 décembre 2018, 2019 et 2020, à l'exception du rapport spécial sur les conventions réglementées au titre des comptes clos le 31 décembre 2020 qui sera produit par les commissaires aux comptes dans les délais réglementaires,
- les informations fournies par la Société et notamment le business plan 2020-2024 de la Société établi par la direction générale d'Eurogerm ainsi que le plan d'affaires 2020-2025 transmis aux banques en novembre 2020,
- l'information relative au nombre d'actions composant le capital social de la Société et droits de vote au 31 décembre 2020,
- la table de capitalisation (répartition du capital et des droits de vote entre actionnaires) avant l'opération,
- les informations de marché diffusées par les bases de données financières Capital IQ et Euronext : cours boursiers historiques de la Société et des sociétés comparables, consensus de marché relatifs aux données prévisionnelles des sociétés comparables pour la mise en œuvre des méthodes des comparables boursiers et des transactions comparables,

- les notes de l'analyste suivant la valeur de la société Eurogerm,
- les informations mises à disposition sur leur site internet par les sociétés intervenant dans le secteur d'activité d'Eurogerm,
- le projet de note d'information relatif à la présente Offre,
- le rapport d'évaluation de Banque Palatine intégrant les éléments d'appréciation du prix d'offre établis par l'établissement présentateur,
- la note d'information du CSE de la Société en vue de sa consultation en particulier sur le projet de changement de contrôle dans le cadre de la cession de 100% du capital de la société Mobago SAS et ses conséquences sociales,
- le Management Term Sheet, signé en date du 17 janvier 2021 entre la société Naxicap Partners, Monsieur Jean-Philippe Girard et Monsieur Serge Momus, Monsieur Sébastien Jollet, Monsieur Yannick Le Moteux et Monsieur Edouard Navarre,
- la Promesse d'achat (« Put Option ») par Naxicap Partners, signée en date du 17 janvier 2021 et agréée et acceptée par Unigrains et ACG et son gérant Monsieur Jean-Philippe Girard,
- le Protocole d'accord, signé en date du 17 janvier 2021 entre la société Eurogerm, les Parties JPG (Monsieur Jean-Philippe Girard et la société ACG) et les Parties BH (Monsieur Benoît Huvet et la société Vadrillette),
- la convention de rupture du contrat de travail et son avenant signés respectivement en date du 18 janvier et du 11 février 2021 entre la société Eurogerm et Monsieur Benoît Huvet,
- le protocole de cession, signé en date du 17 janvier 2021 entre la société Vadrillette et son gérant Monsieur Benoît Huvet et les sociétés Naxicap Partners et Eurogerm SA,
- l'accord de cession (« Share Purchase Agreement »), signé en date du 10 février 2021 entre les sociétés Novagerm, Unigrains et ACG et Monsieur Jean-Philippe Girard,
- l'accord d'acquisition et d'investissement (« Acquisition and investment agreement »), conclu en date du 3 mars 2021 entre Nisshin Seifun Group Inc., Novagerm et Naxicap Partners,
- le pacte d'associés (« Securities holders' agreement ») conclu en date du 3 mars 2021 entre Nisshin Seifun Group Inc et Naxicap Partners et devant entrer en vigueur à compter du transfert effectif de la participation de Nisshin à l'Initiateur,
- la notice de réinvestissement (« Reinvestment Option Exercise Notice ») envoyée par Nisshin Seifun Group Inc. à Novagerm en date du 26 mars 2021,
- le projet de statuts de la société Novagerm,
- le projet des termes et conditions de l'émission par la société Novagerm d'un emprunt sous forme d'obligations convertibles en actions ordinaires,
- le projet de procès-verbal des décisions unanimes de l'Associé Unique et de la collectivité des associés de Novagerm à conclure en date du 29 avril 2021,
- le projet de pacte entre titulaires de valeurs mobilières émises par les sociétés Novagerm, BREAD4ALL 1&2, BREAD4ALL PST-1, BREAD4ALL PSR-1 ET BREAD4ALL PS-2 qui sera signé entre les Fonds Naxicap, ACG, Unigrains et les Managers du Cercle 1,

- le projet de pacte entre titulaires de valeurs mobilières émises par les sociétés Novagerm, BREAD4ALL 1&2 et BREAD4ALL PS-2 qui sera signé entre les Fonds Naxicap, les Managers du Cercle 2,
- le projet de contrat d'apport d'action Mobago à conclure en date du 29 avril 2021 entre ACG et Unigrains en qualité d'apporteurs et Novagerm en qualité de bénéficiaire,
- le projet de rapport réalisé par Advance Capital sur la valeur des ADP 1 de Novagerm en date du 15 avril 2021,
- le rapport du commissaire aux avantages particuliers relatif aux émissions d'ADP1 et ADP2 de Novagerm,
- le mémorandum de structure fiscal établi par le cabinet Lamartine Conseil détaillant l'ensemble des transactions prévues dans le cadre de l'opération,
- le courrier de l'actionnaire minoritaire (Crédit Mutuel Equity SCR) en date du 11 février 2021 intégrant plusieurs documents relatifs aux lettres d'offre que Crédit Mutuel Equity SCR a formulée dans le cadre du processus de cession concurrentiel,
- l'offre ferme de Naxicap Partners en date du 3 décembre 2020 portant sur l'acquisition de 100% des actions Eurogerm SA détenues par ACG,
- les lettres d'intérêts de divers investisseurs potentiels dans le cadre du processus de cession concurrentiel qui nous ont été transmises par AMI Capital le 5 mars 2021,
- les courriels de process envoyés par AMI Capital à Naxicap Partners et Crédit Mutuel Equity le 18 novembre 2020 relatifs à l'obtention d'une offre engageante par ces derniers le 3 décembre 2020.

2.6.5 - Diligences effectuées par la personne en charge de la revue indépendante

La revue indépendante a été réalisée par Marc de Prémare, associé gérant de Crowe HAF en charge du département audit du cabinet Crowe HAF qui a par ailleurs déjà réalisé des contrôles qualité en tant que contrôleur délégué pour le compte du Haut Conseil du Commissariat et de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes.

La personne en charge des travaux de revue qualité a plus de 25 ans d'expérience en audit de sociétés cotées et non cotées et dispose de plusieurs années d'expérience sur des missions de « transactions services ». Grâce à ses connaissances en évaluation, il a participé à un grand nombre de revues indépendantes dans le cadre d'expertises indépendantes sur des offres publiques réalisées par le cabinet Crowe HAF.

Il n'a pas contribué aux travaux d'une autre manière et n'a participé à aucune réunion.

La personne en charge des travaux de revue qualité s'est notamment assurée que les diligences effectuées par l'équipe ont été réalisées conformément aux dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF, de son instruction d'application n°2006-08 relative à l'expertise indépendante, elle-même complétée des recommandations n°2006-15 de l'AMF.

Il a par ailleurs procédé à la revue du présent rapport d'expertise en s'assurant que ce dernier comporte l'ensemble des points repris à l'article 3 de l'instruction n°2006-08 de l'AMF.

3 - Eléments d'appréciation du prix proposé

Nous exposons ci-après, en ayant préalablement présenté les données structurantes, les méthodes d'évaluation écartées et celles qui ont été retenues afin d'apprécier le caractère équitable du prix proposé.

3.1 - Données structurant l'évaluation

3.1.1 - Structure du capital et nombre d'actions

Au jour du dépôt de l'Offre, le nombre d'actions total composant le capital de la Société s'élèvera à 4.315.021 actions.

Le nombre d'actions à retenir pour la valorisation d'Eurogerm correspond au nombre d'actions émises à la date de valorisation diminué de l'auto-détention (8.198 actions auto-détenues par la Société au titre du contrat de liquidité au 18 janvier 2021).

Nombre d'actions	
	# d'actions
Nombre total d'actions au capital	4 315 021
- Autodétention*	-8 198
Nombre d'actions en circulation	4 306 823

* Actions au titre du contrat de liquidité

Source : Site internet et Management d'Eurogerm

A notre connaissance et à la date du présent rapport, la Société n'a pas émis d'instruments ayant un effet dilutif (bons de souscription d'actions, actions gratuites, etc...) sur la valeur de l'action Eurogerm.

Sur cette base, le nombre d'actions que nous avons retenu dans le cadre de nos travaux d'évaluation s'élève à 4.306.823 actions.

3.1.2 - Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

La trésorerie d'Eurogerm au 31 décembre 2020 se compose de disponibilités pour 28,2m€ et de valeurs mobilières de placement pour 0,2m€ et s'élève ainsi à 28,4m€.

La trésorerie nette d'Eurogerm, retenue dans le cadre de nos travaux d'évaluation, est constituée de la trésorerie consolidée d'Eurogerm diminuée de la dette financière constituée du solde des emprunts auprès des établissements de crédit d'un montant de 9,0m€, de crédits baux mobiliers et immobiliers pour 0,6m€ et d'autres passifs financiers courants. La trésorerie nette d'Eurogerm s'élève ainsi à 18,8m€.

Eurogerm - Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres	
En k€	31/12/2020
Trésorerie et équivalents	28 373
Emprunts et dettes financières	-9 542
Trésorerie (+) / Dette financière (-) nette	18 831

Source : Etats financiers au 31 décembre 2020 de la société Eurogerm

Par ailleurs, nous avons intégré à la trésorerie nette des éléments encaissables et décaissables au 31 décembre 2020 et des éléments bilanciaux ayant une valeur économique et n'étant pas intégrés dans la valeur d'entreprise calculée selon nos différentes méthodes d'évaluation.

La trésorerie nette a ainsi été ajustée du montant des avances de trésorerie faites dans le cadre du contrat de liquidité (comptes de placement quasi-disponibles), des titres de participations et d'autres immobilisations financières principalement au titre d'un compte à terme en dollar détenu par la filiale mexicaine du groupe, pour un montant total de 3,0m€ au 31 décembre 2020.

Il a également été considéré dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres, le montant des intérêts minoritaires, soit 16,0m€. Les intérêts minoritaires ont été estimés en valeur de marché sur la base des multiples de comparables boursiers, et plus particulièrement pour une des filiales, sur la base de l'engagement d'acquisition (« put minoritaire ») pris par Eurogerm vis-à-vis de l'actionnaire minoritaire de cette filiale.

Nous avons par ailleurs considéré la partie des engagements pour indemnités de départ à la retraite (présentées en engagement hors bilan), non couverte par des contrats d'assurance, comme des décaissable et avons retraité celle-ci dans le calcul de la dette nette. Nous avons, par ailleurs, retraité l'économie d'impôts latente sur ces engagements. Au 31 décembre 2020, cet engagement (net d'impôt sur les sociétés) s'élevait à 0,4m€.

Nous avons également retraité la trésorerie nette des provisions pour risques et charges dont le montant s'élève à 137k€ au 31 décembre 2020. Ces provisions sont notamment constituées de la provision relative au sinistre qualité portant sur le sésame dont le montant estimé à 1,4m€ sera quasi-intégralement couvert par le contrat d'assurance Responsabilité Civile d'Eurogerm et les démarches entamées avec le fournisseur.

La trésorerie nette n'intègre pas en revanche les dépôts et cautionnements dont le montant s'élève à 0,1m€ au 31 décembre 2020 correspondant à des dépôts de garantie sur des locaux qui n'ont pas vocation à être encaissés par la Société dans une optique de continuité d'exploitation.

La trésorerie nette ajustée d'Eurogerm s'élève ainsi à 5,2m€ au 31 décembre 2020 et se présente comme suit :

Eurogerm - Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres	
En k€	31/12/2020
Trésorerie (+) / Dette financière (-) nette	18 831
Avances de trésorerie - contrat de liquidité	241
Titres de participation	65
Autres immobilisations financières	2 646
Intérêts minoritaires	-16 025
Engagements pour indemnités de départ à la retraite (IDR)*	-447
Provisions pour risques et charges	-137
Trésorerie nette ajustée	5 173

Source : Etats financiers au 31 décembre 2020 de la société Eurogerm et analyses Crowe HAF

*Nets de la couverture d'assurance et nets d'impôts

Nous retiendrons donc pour nos calculs et pour le montant du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres un montant correspondant à une situation de trésorerie nette ajustée de 5,2m€.

3.1.3 - Plan d'affaires

3.1.3.1 - Construction et approbation

Le plan d'affaires d'Eurogerm a été élaboré en novembre 2020 par le management d'Eurogerm dans le cadre de l'Opération.

Ce plan d'affaires n'a pas été soumis au Conseil d'Administration de la Société mais a été approuvé par Monsieur Jean-Philippe Girard, Président de la Société.

3.1.3.2 - Périmètre du plan d'affaires et horizon

Le business plan d'Eurogerm est un business plan consolidé et tient compte de l'ensemble des résultats générés par les filiales. Les flux intragroupes relatifs aux prestations diverses de la société mère envers certaines filiales ont été neutralisés.

Il a été élaboré sur une durée de 4 ans et tient compte de diverses acquisitions, de projets de développement internes et de l'ouverture de filiales à l'étranger.

Il résulte notamment d'hypothèses relatives :

- à l'évolution du chiffre d'affaires qui repose sur les évolutions attendues sur les entités du périmètre actuel, ainsi que sur les ventes issues de la mise en place de projets de développement internes, de l'ouverture de filiales et de l'acquisition de sociétés cibles (croissance externe),
- au niveau du taux de marge opérationnelle (ratio résultat opérationnel / chiffre d'affaires) fondé sur la prépondérance des achats de matières premières, des coûts de sous-traitance, des frais de personnel et des charges externes,
- aux investissements, amortissements et à la variation du besoin en fonds de roulement.

Il est précisé que jusqu'en 2024, le plan d'affaires est détaillé par filiales, projets de développement internes et cibles ce qui permet d'observer les niveaux de marge, d'investissements, d'amortissements et les variations de besoin en fonds de roulement par entité. Pour l'exercice 2025, seuls les principaux agrégats (chiffre d'affaires, marge brute et EBITDA) ont été établis à partir des taux de croissance et des marges déterminés pour l'année 2024.

Le plan d'affaires intègre également des crédits d'impôts recherche au titre des frais de recherche et développement (R&D) engagés par la Société. Nous avons par ailleurs, en concertation avec le management, ajusté les amortissements en ajoutant les amortissements manquants au niveau du plan d'affaires propre aux acquisitions dont la modélisation n'intégrait pas les dotations aux amortissements. Enfin, dans le cadre de nos travaux, nous avons retraité du plan d'affaires à partir de mai 2023 les charges de prestations holding (environ 1,0m€ par an de 2021 à 2024 dans le plan d'affaires) dont la cessation du contrat est prévue au 29 avril 2023.

Conformément à la définition de notre mission, les prévisions présentées dans le plan d'affaires n'ont fait l'objet d'aucune validation ni de vérification indépendante de notre part. Nous nous sommes néanmoins assurés de la cohérence globale de ces données prévisionnelles au regard notamment des impacts de la pandémie de COVID-19 sur l'activité de la Société.

Compte tenu des informations communiquées, nous avons retenu le plan d'affaires consolidé dans la mise en œuvre de la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie (DCF) puis retenu un plan d'affaires hors croissance externe pour la mise en œuvre de la méthode des multiples observés sur des sociétés cotées comparables.

En effet, ces opérations étant réalisées à partir de 2022 et sous-tendant une stratégie long-terme ne permettant pas d'intégrer leur plein potentiel au cours des années retenues (2021 à 2023), nous avons décidé de ne pas les retenir. A ce titre, le montant de la trésorerie nette ajustée d'Eurogerm, pris en compte dans la méthode de comparables boursiers, n'intègre pas les dettes d'acquisition relatives à ces opérations.

3.2 - Méthodes d'évaluation écartées

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes suivantes :

- Méthode de l'actif net comptable,
- Méthode de l'actif net réévalué,

- Référence aux objectifs de cours des analystes,
- Méthode d'actualisation des dividendes futurs.

3.2.1 - Méthode de l'actif net comptable (ANC)

Cette méthode ne reflète pas la capacité bénéficiaire actuelle et future d'Eurogerm. Elle reflète en effet uniquement la valeur historique des actifs et passifs de la société.

A titre indicatif, l'actif net comptable (capitaux propres part du groupe) au 31 décembre 2020 s'élève à 58,4m€, soit une valeur de 13,57€ par action (retraité des actions auto-détenues). Le prix d'Offre proposé de 47,97€ offre une prime de 253% sur cette valeur.

L'actif net comptable n'est pas un critère pertinent dans une optique de continuité d'exploitation. Il n'aurait de sens que dans une optique d'arrêt de l'exploitation et de liquidation qui n'est pas envisagée à ce stade.

Nous avons donc décidé de ne pas retenir cette méthode.

3.2.2 - Méthode de l'actif net réévalué (ANR)

La méthode de l'Actif Net Réévalué est principalement utilisée dans le cadre de sociétés holdings ou de sociétés détenant de nombreux actifs, notamment immobiliers.

Cette approche est également pertinente dans le cadre d'une approche liquidative, après prise en compte des coûts de liquidation.

Elle est dès lors peu adaptée à l'évaluation d'Eurogerm dans une optique de continuité d'exploitation.

Nous avons donc décidé de ne pas retenir cette méthode.

3.2.3 - Référence aux objectifs de cours des analystes

La référence aux objectifs de cours des analystes consiste à extérioriser la valeur d'une société au travers des objectifs de cours, ces derniers étant mis en avant dans des notes de recherche réalisées par les analystes suivant la valeur des sociétés.

Cette méthode n'a pas été mise en œuvre, la valeur Eurogerm ne faisant l'objet d'un suivi régulier que par un seul analyste financier (Oddo) ce qui ne permet pas d'établir un consensus d'analystes sur la valeur de l'action Eurogerm.

Par ailleurs, la dernière note d'analyste d'Oddo, avant annonce de l'entrée en négociations exclusives avec Naxicap Partners, date du 19 octobre 2020, 3 jours après la publication du chiffre d'affaires du premier semestre 2020 par la Société. L'analyste d'Oddo affichait un cours cible à 32,0€ légèrement inférieur au dernier cours de clôture du 16 octobre 2020 (32,40€), et une recommandation sur le titre (« neutre ») en phase avec son objectif de cours. Dans la dernière note, publiée le 1^{er} février 2021, la recommandation sur le titre reste inchangée mais l'objectif de cours est réhaussé à 43,0€.

Le prix d'Offre de 47,97€ offre une prime de 49,9% sur le cours cible affiché le 19 octobre 2020 et 11,6% sur le cours affiché le 29 janvier 2021 par Oddo, seul analyste suivant le titre Eurogerm.

3.2.4 - Méthode d'actualisation des dividendes futurs

Cette méthode consiste à évaluer la société à partir de la valeur actuelle de ses dividendes futurs. Elle ne peut être retenue que pour les sociétés qui bénéficient d'une capacité de distribution significative avec des taux de distribution réguliers et prévisibles.

Il a été versé au titre des cinq derniers exercices des dividendes par action de 0,35€ (en 2016 et 2017 au titre des exercices 2015 et 2016), 0,45€ (en 2018 et 2019 au titre des exercices 2017 et 2018), et de 0,23€ en 2020 au titre de l'exercice 2019. Le taux de distribution s'établit à 36,9% en 2015 et diminue progressivement au cours de la période 2015/2019 afin de s'établir à 13,3% du résultat net par action en 2019.

Cette méthode nous semble redondante avec la méthode d'actualisation des flux de trésorerie futurs et présente l'inconvénient de ne pas prendre en compte la totalité de la capacité de la société à générer des flux.

Nous estimons donc que l'évaluation par la méthode des dividendes versés n'est pas pertinente.

3.3 - Méthodes d'évaluation retenues à titre principal

Nous avons retenu, à titre principal, les méthodes de valorisation suivantes :

- transactions en cours de réalisation sur le capital de la Société,
- méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie,
- méthode des multiples observés sur des sociétés cotées comparables,
- référence au cours de bourse.

3.3.1 - Transactions en cours de réalisation sur le capital de la Société

Cette méthode consiste à analyser la valorisation de la société extériorisée lors des principales transactions en cours de réalisation sur le capital d'Eurogerm.

Les transactions en cours de réalisation sur le capital de la Société auxquelles il est fait référence correspondent aux acquisitions de blocs d'actions hors marché qui seraient réalisées par la société Novagerm, société créée pour les besoins de l'opération y compris l'Offre et contrôlée par Naxicap Partners, auprès de :

- Monsieur Jean-Philippe Girard, la société ACG (société détenue à 100% par M. Jean-Philippe Girard) et Unigrains, au titre d'un contrat d'acquisition sous conditions suspensives signé le 10 février 2021,
- Monsieur Benoît Huvet (en direct et au travers de la société Vadrilette dont il est le Gérant), au titre d'un protocole de cession signé le 17 janvier 2021.

Ces transactions permettront à Novagerm de détenir 63,81% du capital de la Société à la date du dépôt de l'Offre.

Par ailleurs, nous faisons également référence à l'acquisition a posteriori de la clôture de l'Offre par Novagerm de l'intégralité des actions détenues par Nisshin Seifun Group Inc au titre d'un accord d'acquisition sous conditions suspensives signé le 3 mars 2021.

Il n'existe pas à notre connaissance d'autres transactions récentes significatives sur le capital de la Société, cette dernière n'ayant par ailleurs pas procédé à une quelconque augmentation de capital au cours des 18 derniers mois.

3.3.1.1 - Référence à l'acquisition d'un bloc par l'Initiateur auprès de M. Jean-Philippe Girard, ACG et Unigrains

Eurogerm a annoncé le 18 janvier 2021, être entrée en négociations exclusives avec Naxicap Partners, en vue de l'acquisition par voie de cession et d'apports par ce dernier d'un bloc majoritaire (ci-après le « Bloc de Contrôle ») du groupe Eurogerm auprès de Monsieur Jean-Philippe Girard, ACG (holding personnelle de ce dernier) et Unigrains, représentant 62,58% du capital de la Société à cette date.

Le 10 février 2021, les accords définitifs relatifs à la cession hors marché et à l'apport des participations des Actionnaires de Référence ont été signés selon les dispositions suivantes :

- L'acquisition par Novagerm (par voie de cession et d'apport) de l'intégralité des titres de Mobago (365.132 actions détenues par ACG et Unigrains respectivement à hauteur de 243.529 et 121.603 actions) détenant 2.685.621 actions Eurogerm, représentant 62,24% du capital de la Société, à un prix de 47,97€ par action soit un montant total de 126.350.277,28€ (incluant une dette nette de 2.479.600€) ;
- L'acquisition par Novagerm de 14.560 actions Eurogerm détenues par ACG et 100 actions Eurogerm détenues en direct par Monsieur Jean-Philippe Girard représentant 0,34% du capital de la Société, à un prix de 47,97€ par action, soit un montant total de 703.240,20€.

La conclusion de l'acquisition était notamment subordonnée à la réalisation de conditions préalables, à savoir :

- La mise à disposition des financements bancaires (sans condition suspensive réglementaire) ;
- La conclusion entre Novagerm, d'une part, et un ou plusieurs actionnaires d'Eurogerm (autres que les Actionnaires de Référence) d'autre part, de promesses croisées d'achat et de cession et/ou d'apport portant sur au moins 13% du capital social d'Eurogerm, qui seraient exerçables à l'issue de la période d'offre et aux termes desquelles Novagerm se verrait transférer l'intégralité des Actions sous Promesses.

Par suite de la levée des conditions suspensives, le 29 avril 2021 les Actionnaires de Référence transféreront l'intégralité de leur participation directe et indirecte (via Mobago) dans Eurogerm à Novagerm. Le détail de ces transferts est présenté ci-dessous :

- Cession des 14.560 actions Eurogerm détenues par ACG et 100 actions Eurogerm détenues en direct par Monsieur Jean-Philippe Girard au prix de 47,97€ par action Eurogerm,
- Cession de 214.529 actions Mobago détenues par ACG et de 94.511 actions Mobago détenues par Unigrains, au prix de 346,04€ par action Mobago déterminé par transparence sur la base du prix par action Eurogerm de 47,97€,
- Apport de 29.000 actions Mobago par ACG et de 27.092 actions Mobago par Unigrains au profit de Novagerm à une valeur d'apport de 346,04€ par action Mobago déterminée par transparence sur la base du prix par action Eurogerm de 47,97€. Les conditions de rémunération de ces apports sont analysées dans la section 5 - du présent rapport, relative aux accords connexes.

L'ensemble de ces opérations seront réalisées sur la base d'un prix de cession et d'une valeur d'apport identiques au prix d'Offre soit 47,97€ par action Eurogerm étant précisé que la valeur des actions Mobago dont le seul actif est sa participation dans le capital d'Eurogerm, a été déterminée par transparence sur la base du prix d'Offre.

Par ailleurs, nous avons analysé :

- La Promesse d'achat (« Put Option ») par Naxicap Partners, signée en date du 17 janvier 2021 et agréée et acceptée par Unigrains et ACG et son gérant Monsieur Jean-Philippe Girard ;
- L'accord de cession (« Share Purchase Agreement »), signé en date du 10 février 2021 entre les sociétés Novagerm, Unigrains et ACG et Monsieur Jean-Philippe Girard ;
- Le projet de contrat d'apport d'action Mobago à conclure en date du 29 avril 2021 entre ACG et Unigrains en qualité d'apporteurs et Novagerm en qualité de bénéficiaire.

L'analyse de ces documents fait apparaître un prix de cession égal au prix d'Offre et une valeur d'apport des titres Mobago par transparence égale au prix d'Offre. L'analyse ne fait apparaître ni clauses de complément de prix ni clauses qui remettraient en cause l'équité du prix d'Offre. Les conditions de réinvestissement (i.e. rémunérations des apports) d'ACG et d'Unigrains dans Novagerm sont analysées dans la section 5 - du présent rapport, relative aux accords connexes.

3.3.1.2 - Référence à l'achat d'un bloc par l'Initiateur auprès de M. Benoît Huvet et Vadrilette

Dans le cadre du changement de contrôle d'Eurogerm mentionné dans le paragraphe précédent, il a été conclu, concomitamment à la conclusion de la Promesse d'achat présentée ci-dessus, des accords avec Monsieur Benoît Huvet, actuel Directeur Général Délégué d'Eurogerm relatifs à la cessation de ses fonctions au sein du groupe Eurogerm, la résiliation des conventions réglementées le concernant, la rupture de son contrat de travail et la cession des actions Eurogerm qu'il détient directement et indirectement via sa société Vadrilette, soit 1,23% du capital d'Eurogerm. Dans ce cadre, nous avons analysé :

- Le Protocole d'accord, signé en date du 17 janvier 2021 entre la société Eurogerm, les Parties JPG (Monsieur Jean-Philippe Girard et la société ACG) et les Parties BH (Monsieur Benoît Huvet et la société Vadrilette) ;
- La convention de rupture du contrat de travail et son avenant signés respectivement en date du 18 janvier et du 11 février 2021 entre la société Eurogerm et Monsieur Benoît Huvet ;
- Le Protocole de cession, signé en date du 17 janvier 2021 entre la société Vadrilette et son gérant Monsieur Benoît Huvet et les sociétés Naxicap Partners et Eurogerm SA.

Le Protocole d'accord reprend les différents aspects relatifs aux modalités financières de la cessation du mandat de Directeur général délégué de Monsieur Benoît Huvet, sa démission des autres mandats exercés au sein du groupe Eurogerm et la résiliation des conventions réglementées le concernant. L'analyse du protocole d'accord ne fait pas apparaître des clauses relatives à la cession des titres détenus par Monsieur Benoît Huvet ni de compléments de prix y afférents. Ces aspects étant conclus dans un accord séparé avec Naxicap Partners, le protocole de cession. Les conditions du protocole d'accord nous semblent usuelles et n'appellent pas de commentaire particulier de notre part.

Par ailleurs, la convention de rupture du contrat de travail de Monsieur Benoît Huvet et de son avenant traduit l'accord relatif à la fin du contrat de travail liant Monsieur Benoît Huvet et Eurogerm. Les conditions de cette rupture conventionnelle nous semblent usuelles. L'analyse de cette convention et de son avenant ne fait pas apparaître de clause de complément de prix ni de clause qui remettrait en cause l'équité du prix d'offre.

Au titre du protocole de cession mentionné ci-dessus, Benoît Huvet, s'est engagé à céder à Novagerm, concomitamment à la cession du Bloc de Contrôle, l'intégralité de ses titres dans Eurogerm représentant 1,23% de son capital social, selon les dispositions suivantes :

- La cession de 51.352 actions Eurogerm détenues par la société Vadrilette (dont Monsieur Benoît Huvet est le Gérant), représentant 1,19% du capital de la Société, à un prix de 47,97€ par action soit un montant total de 2.463.355,44€ ;
- La cession de 1.600 actions Eurogerm détenues en direct par Monsieur Benoît Huvet, représentant 0,04% du capital de la Société, à un prix de 47,97€ par action soit un montant total de 76.752€.

Monsieur Benoît Huvet s'est engagé sous condition de la réalisation définitive du transfert du Bloc de Contrôle. Ainsi, la cession d'un total de 52.952 actions Eurogerm à Novagerm sera réalisée le 29 avril 2021 concomitamment au transfert des Participations des Actionnaires de Référence à un prix de cession identique au prix d'Offre soit 47,97€ par action Eurogerm.

L'analyse du protocole de cession d'actions d'Eurogerm ne fait apparaître ni de clauses de complément de prix ni de clauses qui remettraient en cause l'équité du prix d'Offre.

En conclusion, le prix de cession conclu dans le cadre de cette transaction est équivalent au prix d'Offre. L'analyse de l'ensemble des accords relatifs au départ de Monsieur Benoît Huvet ne fait pas apparaître de clause de complément de prix ni de clause qui remettrait en cause l'équité du prix d'Offre.

3.3.1.3 - Référence à l'engagement d'achat d'un bloc d'actions par l'Initiateur auprès de Nisshin Seifun Group Inc

Le 3 mars 2021, Nisshin Seifun Group Inc. (ci-après « Nisshin ») et Novagerm ont conclu une convention portant transfert a posteriori de la clôture de la période d'Offre (ou le cas échéant de la réalisation du Retrait Obligatoire), au bénéfice de Novagerm de l'intégralité des 634.580 actions Eurogerm détenues par Nisshin représentant 14,71% du capital social de la Société.

La conclusion du transfert par cession et/ou apport est subordonnée à la réalisation des conditions suspensives dont notamment les conditions suivantes :

- La purge de la procédure d'autorisation préalable des investissements étrangers en France visée au Code monétaire et financier ;
- La remise de l'attestation d'équité concluant au caractère équitable de l'OPAS au prix de 47,97€ par action Eurogerm ;
- La réalisation définitive de la cession du Bloc de Contrôle sur la base d'un prix par action Eurogerm de 47,97€.

La réalisation des conditions suspensives permettra l'assimilation des 634.580 actions Eurogerm, conformément aux dispositions de l'article 233-9 du Code de commerce, aux actions détenues par Novagerm dans le cadre du calcul de l'atteinte du seuil de 90% en capital et droits de vote pour la mise en œuvre éventuelle d'une procédure de retrait obligatoire.

Ainsi Novagerm procédera à l'issue de la période d'Offre, à l'acquisition au titre de la convention conclue avec Nisshin, de 634.580 actions Eurogerm représentant 14,71% de son capital, à un prix par action de 47,97€ soit une valeur totale de 30.440.803€.

L'analyse de la convention conclue entre Nisshin et Novagerm ne fait pas apparaître de clause de complément de prix ni de clause qui remettrait en cause l'équité du prix d'Offre.

Par ailleurs, la convention conclue prévoit une option de réinvestissement de la part de Nisshin dans Novagerm. Les conditions de ce réinvestissement sont analysées dans la section 5 - relative à l'analyse des accords connexes à l'Offre.

3.3.1.4 - Conclusion

Les acquisitions, directement et indirectement via l'acquisition de 100% de Mobago, de blocs d'actions Eurogerm par Novagerm auprès d'ACG, Monsieur Jean-Philippe Girard, Unigrains, Monsieur Benoît Huvet et Vadriette et la conclusion de l'engagement de cession par Nisshin des actions Eurogerm qu'elle détient au profit de Novagerm permettront à l'Initiateur d'acquérir 63,81% du capital d'Eurogerm et de sécuriser l'acquisition de 14,71% du capital d'Eurogerm soit au total 78,52% du capital d'Eurogerm.

Nous considérons le prix de ces transactions comme une référence car il résulte de négociations dans le cadre d'un processus concurrentiel avec des actionnaires historiques et que ces transactions portent au global sur une part significative du capital (environ 79% du capital de la Société).

Les acquisitions prévues pour le 29 avril ainsi que l'engagement de Nisshin sont concomitants au lancement de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée et intègrent donc le même niveau d'information sur la société Eurogerm.

Les acquisitions permettront par ailleurs à Novagerm d'entrer au capital de la Société avant l'offre publique d'achat visant à acquérir une part majoritaire d'Eurogerm.

L'ensemble de ces opérations est réalisé sur la base d'un prix par action identique au prix d'Offre de 47,97€ par action Eurogerm. Le prix d'Offre ne fait donc ressortir ni prime ni décote par référence à ces transactions.

L'analyse des accords relatifs à ces opérations ne fait pas apparaître de clause de complément de prix. Sans préjudice de la section 5 - relative à l'analyse des accords connexes à l'Offre, l'analyse des accords ne fait pas apparaître de clause qui remettrait en cause l'équité du prix d'Offre.

L'analyse des accords connexes à l'Offre notamment les différentes opérations relatives au LMBO et au réinvestissement d'ACG, Unigrains et Nisshin ainsi que les managers du groupe Eurogerm dans Novagerm sera présentée dans la section 5 - du présent rapport.

3.3.2 - Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie

3.3.2.1 - Définition de la méthode

Selon cette méthode, la valeur des fonds propres d'une société correspond à la somme de ses flux futurs de trésorerie disponibles, avant incidence du mode de financement, actualisés au coût moyen pondéré des capitaux engagés, minorée de l'endettement financier net (ou majorée de la trésorerie nette à la date de l'évaluation) et ceci en retenant une valeur terminale. Le calcul de la valeur terminale repose sur l'actualisation d'un flux futur dit « normatif » à un horizon infini.

Les flux futurs de trésorerie ont été déterminés jusqu'en 2025 d'après le plan d'affaires construit en novembre 2020 par la direction de la Société.

3.3.2.2 - Analyse du plan d'affaires d'Eurogerm

Chiffre d'affaires

L'évolution du chiffre d'affaires provient de données établies par la Société.

Les prévisions de croissance de chiffre d'affaires se fondent sur les hypothèses principales suivantes :

- Un rattrapage prévu en 2021, à la suite notamment de l'impact de la Covid-19 sur la quasi-intégralité des sociétés du Groupe en 2020. En effet le Management anticipe une croissance globale de l'activité notamment sur la zone Amériques et en Afrique ;
- Une croissance organique en France sur la période 2022-2025 portée notamment par les ventes à destination du secteur de la boulangerie industrielle, représentant l'activité la plus importante d'Eurogerm, ainsi qu'une augmentation du chiffre d'affaires réalisé à l'Export, notamment grâce à une croissance soutenue des ventes au Brésil, au Mexique et aux Etats-Unis ;
- La poursuite de la stratégie de développement du Groupe au travers de projets de croissance externe, de l'ouverture de filiales étrangères et de la réalisation de projets de développement interne.

Le plan d'affaires se structure ainsi en trois parties, centré dans un premier temps sur la croissance organique du Groupe à périmètre constant, sur le développement de projets internes et l'ouverture de filiales dans un second temps et enfin sur l'acquisition de sociétés cibles.

En effet, un rattrapage est attendu dans un premier temps en 2021 (post Covid-19) se traduisant par une hausse du chiffre d'affaires d'environ 10%. La croissance organique du Groupe se poursuit sur le reste de la période prévisionnelle grâce à des stratégies de croissance et d'investissement prévues sur le périmètre actuel du groupe et notamment en Espagne, au Brésil, aux Etats-Unis et au Mexique, dont la contribution au chiffre d'affaires s'élève au global à 43% en 2024. Les ventes se poursuivent également en Europe, malgré la maturité du marché, notamment au titre d'une croissance soutenue en Allemagne et en Italie. Sur la période 2021-2025, le chiffre d'affaires d'Eurogerm atteint ainsi un taux de croissance organique annuel moyen de 6,3%.

Par ailleurs, Eurogerm prévoit l'ouverture de deux filiales en Asie, afin de bénéficier d'une présence locale, jusqu'alors peu existante, dans ces marchés à fort potentiel.

A partir de 2022, le groupe ambitionne d'améliorer son processus d'approvisionnement en recherchant l'exclusivité d'ingrédients techniques dans certains marchés.

Enfin, Eurogerm envisage de déployer début 2023 une activité nouvelle (à l'étude depuis environ 2 ans) en adéquation avec les attentes des clients et permettant à la Société de se diversifier vers des productions à forte valeur ajoutée.

Ainsi, sur la période 2021-2025, le chiffre d'affaires d'Eurogerm intégrant les nouveaux projets de développement interne et l'ouverture des deux filiales asiatiques devrait atteindre un taux de croissance annuel moyen d'environ 8,2%.

Enfin, sur la période 2022-2025, la Société prévoit de réaliser une opération de croissance externe par an (3 opérations au total) dont la contribution au chiffre d'affaires serait de 13% en 2022 et s'établirait à 28% à l'horizon du business plan. A ce stade, aucune cible n'a été identifiée, pour autant, les hypothèses retenues traduisent la volonté du groupe d'acquérir des cibles de tailles plus importantes qu'historiquement et ayant une implantation nationale avec un site de production permettant de renforcer la présence du Groupe dans certaines zones et/ou de s'ouvrir à de nouveaux marchés. Le chiffre d'affaires du plan d'affaires consolidé devrait ainsi atteindre un taux de croissance annuel moyen de 17,7% sur la période 2021-2025.

Les prévisions de chiffre d'affaires du plan témoignent d'une volonté de poursuivre le développement du Groupe et de ses filiales en France et sur les marchés étrangers tout en renforçant les compétences et savoir-faire du Groupe dans un marché fortement concurrentiel.

Analyse de la marge d'EBITDA

L'EBITDA prévisionnel d'Eurogerm correspond à son chiffre d'affaires diminué de l'ensemble des charges d'exploitation hors dotations aux amortissements.

La marge d'EBITDA devrait progresser en 2021 ainsi que sur la période du plan d'affaires passant de 10,5% du chiffre d'affaires en 2020 à 14,5% à l'horizon 2025. Cette amélioration s'explique notamment par la cessation, à partir de mai 2023, des prestations de conseils facturées sous forme de « *management fees* » à la Société ainsi que par la croissance de l'activité combinée à une amélioration progressive de la marge brute et à une meilleure absorption des charges de personnel.

En effet, en 2021, la marge brute se dégrade suite à une augmentation des achats consommés. Ce n'est qu'à partir de 2022, bénéficiant de l'impact positif des croissances externes et des projets de développement interne (meilleure stratégie d'achats), que le groupe bénéficie d'une diminution des achats consommés en valeur relative conduisant à une augmentation du taux de marge brute tout au long de la période prévisionnelle avant de s'établir à près de 40% à l'horizon du plan (2025) renouant ainsi avec le niveau moyen observé sur la période historique.

Les charges de personnel, en valeur relative, sont en baisse et représentent 17,5% du chiffre d'affaires en 2021 bénéficiant du rebond du chiffre d'affaires de l'ordre de 9% la même année, permettant une meilleure absorption de ces charges. En 2022, ces dernières augmentent légèrement (17,7% du chiffre d'affaires) notamment en raison de l'acquisition de la première société cible et de nombreux recrutements attendus en France, au Brésil et au Mexique. Sur le reste de la période du business plan, le développement soutenu des différentes entités du groupe

permet une meilleure absorption des charges de personnel conduisant à leur diminution progressive en valeur relative avant de s'établir à 17,3% du chiffre d'affaires en 2024.

Les charges externes regroupent une part importante de charges fixes (voyages, prestations de services et honoraires, publicité et salons etc.) représentant entre 7,6% et 7,9% du chiffre d'affaires au cours de la période du business plan. L'intégration de la première société cible en 2022 a conduit à une augmentation des charges fixes notamment en valeur relative qui s'en est suivi par une diminution progressive grâce à une meilleure absorption de ces charges au travers d'une hausse plus que proportionnelle du chiffre d'affaires. Il est rappelé que nous avons retraité du plan d'affaires les charges de prestations holding à partir de mai 2023. Les autres charges d'exploitation sont en légère baisse en pourcentage du chiffre d'affaires passant de 1,2% en 2021 à 0,8% du chiffre d'affaires en 2024.

Un CIR de 190k€ est anticipé en 2021, globalement cohérent avec les niveaux de CIR historiques (en moyenne 181k€ de 2018 à 2020), soit 0,2% du chiffre d'affaires. Nous comprenons que la Société devrait continuer à percevoir le CIR dans les années futures dans la mesure où elle poursuivra ses activités de recherche et développement en cohérence avec sa stratégie d'innovation.

La marge d'EBITDA devrait ainsi progresser sur la période du plan d'affaires passant de 10,9% du chiffre d'affaires en 2020 à 14,5% à l'horizon 2025.

Analyse de la marge d'EBIT

L'EBIT prévisionnel d'Eurogerm correspond à l'EBITDA (CIR inclus) diminué du montant des amortissements.

Pour rappel, nous avons, en concertation avec le management, ajusté les amortissements en ajoutant les amortissements manquants au niveau du business plan propre aux acquisitions dont la modélisation n'intégrait pas les dotations aux amortissements.

Le taux de marge d'EBIT devrait ainsi croître sur la période en passant de 9,1% à 12,6% du chiffre d'affaires à l'horizon 2025, les amortissements étant en diminution et représentant 1,8% du chiffre d'affaires en 2025 contre 2,2% en 2021.

Impôt normatif

L'impact du Crédit d'Impôt Recherche (CIR) a été pris en compte pour le calcul de l'impôt sur le plan d'affaires. Le CIR s'établit en moyenne à 0,1% du chiffre d'affaires sur la période prévisionnelle.

Eurogerm supportant des taux d'imposition différents en fonction des différentes zones géographiques dans lesquelles elle opère, nous avons calculé un taux d'impôt effectif sur la base de l'impôt sur les sociétés induit dans le plan d'affaires consolidé issu de la somme de l'impôt sur les sociétés calculé pour chaque entité du groupe. Le taux d'impôt théorique s'élève ainsi à 26,3% pour 2021, 26,4% pour 2022 et 26,0% à compter de 2023.

Analyse du plan d'investissements

Les investissements prévus sur la période du plan concernent d'une part les investissements de maintien de l'outil productif, et d'autre part divers investissements de développement tout au long de la période et principalement en 2022 et 2024, au titre notamment du projet relatif à un nouveau produit à plus forte valeur ajoutée nécessitant la construction d'un bâtiment et l'achat de matériels de production. Le niveau d'investissement retenu sur la période prévisionnelle est cohérent avec les projets et croissances attendues et en ligne avec les investissements historiques du Groupe correspondants en moyenne à 2,6% de son chiffre d'affaires entre 2017 et 2020.

Les investissements sont principalement destinés à financer l'augmentation de capacités de production (usines et stations/lignes de mélanges), l'aménagement de sites de stockage, l'achat de matériels de production et de véhicules de transport. Le niveau d'investissement devrait ainsi représenter en moyenne 2,2% du chiffre d'affaires sur la période du plan et s'établir à 1,7% du chiffre d'affaires à l'horizon du plan d'affaires (2025). Compte tenu des informations communiquées par le Management, un niveau d'investissement normatif à l'horizon du BP de 2,0% du chiffre d'affaires a été retenu.

Le plan d'affaires intègre également les investissements financiers liés à l'acquisition des cibles d'un montant de 20m€ par an à partir de 2022 et jusqu'en 2024. Ces acquisitions ayant par ailleurs un impact relatif sur la valeur du groupe.

Analyse du Besoin en fonds de roulement

L'analyse historique du BFR a été développée dans la première partie de notre rapport.

Les prévisions de BFR de la Société reposent sur les niveaux observés en 2020 (68 jours de chiffre d'affaires) à l'échelle du Groupe, et tendent à diminuer progressivement tout au long de la période prévisionnelle afin de s'établir à 61 jours de chiffre d'affaires en 2025, niveau légèrement supérieur à la moyenne historique (2017-2020) de 59 jours de chiffre d'affaires.

Cette diminution du besoin en fonds de roulement est notamment accentuée par le BFR retenu dans le cadre des opérations de croissance externe de l'ordre de 55 jours de chiffre d'affaires à partir de 2022.

Conclusion

Compte tenu de la performance historique observée incluant notamment l'impact de la crise de la COVID-19 et de la stratégie de développement du Groupe, les hypothèses du plan d'affaires semblent cohérentes, présentant d'abord la reprise de la croissance du groupe au travers de la croissance organique notamment en 2021 puis l'accélération de l'activité reposant sur l'amélioration de l'outil de production, le développement de nouvelles activités, l'ouverture de filiales ainsi que la réalisation de plusieurs acquisitions. Cette accélération de l'activité est couplée à une amélioration de la marge brute et de la marge d'exploitation grâce à une meilleure maîtrise des charges fixes et des frais de personnel à l'échelle du Groupe et principalement en France.

Ce plan d'affaires s'inscrit dans une stratégie de développement marquée par la mise en œuvre de nouveaux projets, l'ouverture de filiales et de multiples acquisitions en plus de la croissance organique de la Société. Par ailleurs au regard des taux de croissance et des marges d'EBITDA historiques, le business plan peut être qualifié de volontariste. Le plan d'affaires apparaît par ailleurs cohérent et vraisemblable au regard des taux de croissance et marges opérationnelles observés sur les sociétés comparables.

3.3.2.3 - Détermination des flux de trésorerie nets disponibles

A partir des éléments fournis dans le plan d'affaires du groupe sur la période 2021 – 2025, nous avons calculé les flux de trésorerie disponibles de la manière suivante :

- EBIT (Résultat d'exploitation CIR inclus)
- Impôt normatif effectif sur résultat d'exploitation (hors CIR)
- + Amortissements (hors amortissements liés à IFRS 16)
- Investissements
- Variation du BFR
- = Flux de trésorerie disponible ou Free Cash-Flows (FCF)

Les flux de trésorerie nets disponibles ont été actualisés à la date du 30 avril 2021.

3.3.2.4 - Détermination du taux d'actualisation

3.3.2.4.1 - Approche court terme

Calcul du CMPC		
Eurogerm		
Taux sans risque	(1)	0,71%
Prime de risque du marché	(2)	7,94%
Beta désendetté	(3)	0,65
Gearing	(4)	0%
Beta endetté	(5)	0,65
Prime de taille	(6)	2,63%
Coût des capitaux propres	(7)	8,53%
D/(D+CP)		0%
CP/(D+CP)		100%
Coût moyen pondéré du capital	(8)	8,53%

(1) OAT 10 ans - spot - 30/03/2021 et prime de risque pays pondérée
(2) Fairness Finance Mars 2021
(3) Médiane 1 an des comparables
(4) Gearing d'Eurogerm
(5) Formule de Hamada
(6) Moyenne Ibbotson/CCEF
(7) Formule du modèle CPAM
(8) Formule $1-D/(D+E)=E/(D+E)$

Le taux d'actualisation résultant de notre approche court terme s'élève à 8,53%, sur la base des hypothèses suivantes :

- un taux sans risque de 0,71% correspondant au taux sans risque moyen des pays où opère Eurogerm ;
- une prime de risque du marché actions France de 7,94% calculée par Fairness Finance en mars 2020 ;
- un gearing nul, la société disposant d'un excédent de trésorerie ;
- le coefficient bêta est une mesure de la relation existante entre le cours d'une action et les fluctuations du marché. Il s'obtient en régressant la rentabilité de ce titre sur la rentabilité de l'ensemble du marché. Le bêta désendetté de 0,65 retenu correspond à la médiane des bêtas 1 an des sociétés cotées comparables à Eurogerm affichant un coefficient de détermination R^2 supérieur à 15%. Il regroupe les sociétés Agrana, Ingredion Incorporated, Darling Ingredients Inc., AAK AB, Tate & Lyle plc et Corbion, et la prime de taille retenue (2,63%), fondée sur la moyenne de l'étude internationale de Roger Ibbotson publiée par Duff & Phelps en 2020, qui fait référence en la matière et de celle de la CCEF⁷ publiée en janvier 2021. La prime de taille correspond à l'écart observé entre la prime de risque calculée sur le marché action (qui est calculée sur la moyenne des capitalisations boursières) et celle observée sur des capitalisations boursières plus petites.

En l'absence d'endettement net de la Société, le coût moyen pondéré du capital (CMPC) correspond dans le cas présent au coût des fonds propres.

3.3.2.4.2 - Approche long terme

Nous avons également déterminé un taux d'actualisation reposant sur des moyennes à long terme (2 ans) que nous avons comparé au taux retenu afin d'extérioriser l'impact économique et financier de la pandémie de COVID-19 sur la prime de risque et le coût du capital :

⁷ Compagnie des Conseils et Experts Financiers

Calcul du CMPC		
		Eurogerm
Taux sans risque	(1)	0,64%
Prime de risque du marché	(2)	8,63%
Beta désendetté	(3)	0,75
Gearing	(4)	0%
Beta endetté	(5)	0,75
Prime de taille	(6)	2,63%
Coût des capitaux propres	(7)	9,78%
D/(D+CP)		0%
CP/(D+CP)		100%
Coût moyen pondéré du capital	(8)	9,78%
(1) OAT 10 ans - 2 ans - 30/03/2021	(5) Formule de Hamada	
prime de risque pays pondérée	(6) Moyenne Ibbotson/CCEF	
(2) Fairmess Finance moyenne 2 ans	(7) Formule du modèle CPAM	
(3) Médiane 2 ans des comparables	(8) Formule $1-D/(D+E)=E/(D+E)$	
(4) Gearing d'Eurogerm		

Le taux d'actualisation résultant de notre approche court terme s'élève à 9,78%, sur la base des hypothèses suivantes :

- un taux sans risque de 0,64% correspondant au taux sans risque moyen des pays où opère Eurogerm en moyenne 2 ans ;
- La prime de risque du marché actions France retenue est la moyenne sur 2 ans glissants de 8,63% calculée par Fairness Finance en mars 2020 ; et
- Le bêta désendetté de 0,75% retenu correspond à la médiane des bêtas 2 ans des sociétés cotées comparables à Eurogerm affichant un coefficient de détermination R² supérieur à 15%.

3.3.2.4.3 - Approche retenue

Nous retiendrons en définitive un taux d'actualisation qui résulte d'une moyenne du taux d'actualisation obtenu sur le « court terme » de 8,53% et du taux d'actualisation obtenu sur le « long terme » de 9,78% et qui s'établit à 9,15%.

Calcul du CMPC	
Approche court terme	8,53%
Approche long terme	9,78%
Coût moyen pondéré du capital retenu	9,15%

3.3.2.5 - Calcul de la valeur terminale

La valeur terminale a été déterminée à l'horizon du plan d'affaires (2025) à partir d'un cash-flow disponible normatif et a été calculée à partir de la formule dite de Gordon-Shapiro, sur la base des hypothèses suivantes :

- Un taux de croissance à l'infini estimé à 1,5%, déterminé d'après le taux de croissance anticipé de l'économie sur le long terme ;
- Un niveau de marge d'EBITDA de 14,5% du chiffre d'affaires correspondant au niveau de marge constaté sur la dernière année de la période prévisionnelle (2025) ;
- Un taux d'impôt normatif de 26,0% équivalent à celui retenu à l'horizon de la période prévisionnelle (2025) et correspondant au taux d'impôt effectif anticipé à l'échelle du Groupe à compter de 2023 ;
- Un niveau des amortissements égal à celui des investissements à l'infini, soit 2,0% du chiffre d'affaires ;
- Une variation du besoin en fonds de roulement normative calculée sur le taux de croissance à l'infini.

3.3.2.6 - Résultats chiffrés

Valeur des titres par la méthode du DCF	
En k€	
Valeur d'entreprise	181 031
Trésorerie nette ajustée	5 173
Valeur des capitaux propres	186 205
Nombre d'actions (en milliers)	4 307
Valeur par action (€)	43,23 €
Prix d'Offre (€)	47,97 €
Prime offerte par le Prix d'Offre	11,0 %

La valeur des fonds propres s'élève selon cette méthode à 186,2m€.

La valeur unitaire de l'action Eurogerm s'élève selon la méthode des flux de trésorerie actualisés à 43,23€.

Le prix d'Offre de 47,97€ induit une prime de 11,0% sur la valeur obtenue par la méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie.

3.3.2.7 - Analyse de sensibilité

L'analyse de la sensibilité au taux de croissance à l'infini et au taux d'actualisation fait ressortir les valeurs suivantes :

Analyse de sensibilité				
		Croissance à l'infini		
		1,0%	1,5%	2,0%
CMPC	8,65%	44,38	47,33	50,72
	9,15%	40,71	43,23	46,11
	9,65%	37,49	39,67	42,13

La mesure de la sensibilité du prix de l'action aux valeurs retenues pour la croissance à l'infini et le taux d'actualisation fait ressortir une valeur de l'action comprise entre 39,67€ (taux de croissance à l'infini de 1,5% et taux d'actualisation de 9,65%) et 47,33€ (taux de croissance à l'infini de 1,5% et taux d'actualisation de 8,65%).

La valeur centrale s'établit donc, selon cette méthode à 43,23€.

3.3.3 - Méthode des multiples observés sur des sociétés cotées comparables

Cette méthode de valorisation consiste à appliquer aux agrégats de la société Eurogerm les multiples de valorisation observés sur des sociétés cotées ayant des activités similaires.

3.3.3.1 - Echantillon des sociétés comparables retenues

A partir des analyses et des notes d'analystes que nous avons recueillies, nous avons constitué un échantillon de sociétés intervenant dans le secteur d'activité d'Eurogerm.

Sur le marché des ingrédients à destination du secteur de la meunerie et de la boulangerie industrielle, nous avons identifié dans un premier temps les sociétés AIT Ingrédients (Groupe Soufflet), Lesaffres ou encore Puratos NV et CSM Bakery Solutions LLC comme concurrents directs d'Eurogerm. Toutefois, bien qu'elles présentent des éléments de comparaison en termes de modèle économique et d'activité avec Eurogerm, ces entreprises n'étant pas cotées, elles ne peuvent cependant pas figurer dans notre échantillon de sociétés comparables.

L'échantillon de sociétés comparables retenu dans un second temps inclut donc des sociétés commercialisant, comme Eurogerm, notamment des correcteurs et ingrédients à destination du secteur de la meunerie, de la boulangerie industrielle ou d'autres industries alimentaires. Afin de tenir compte des spécificités d'Eurogerm (activité, taille, etc.) et de pouvoir appliquer des multiples pertinents, nous avons réduit notre échantillon en retenant des sociétés :

- dont la capitalisation boursière est inférieure à 10 milliards d'euros ;
- internationales opérant principalement en Europe, en Amérique du Nord et du Sud ainsi qu'en Afrique comme Eurogerm (dont 64% du chiffre d'affaires est réalisé à l'export au 31 décembre 2020).

Les critères sélectionnés ci-dessus nous ont conduit à écarter les sociétés Archer-Daniels-Midland Company, Associated British Foods, DSM N.V. et Kerry Group, car celles-ci présentent une taille (entre 20,0 milliards d'euros et 23,9 milliards d'euros de capitalisation boursière au 31 décembre 2020) significativement supérieure à celle d'Eurogerm (149,0m€ de capitalisation boursière au 31 décembre 2020), ainsi qu'Angel Yeast Co., Ltd dont 73,1% du chiffre d'affaires est réalisé en Chine, Eurogerm étant très peu présente en Chine.

L'échantillon de sociétés comparables retenu inclut donc des sociétés européennes et américaines dans le secteur de la production d'ingrédients alimentaires :

Présentation des sociétés comparables			
Comparables boursiers	Pays	Capitalisation boursière* (en m€)	Chiffre d'affaires 2020 (en m€)
Darling Ingredients Inc.	Etats-Unis	9 942	2 924
Orkla ASA	Norvège	8 176	4 496
Ingredion Incorporated	Etats-Unis	5 132	4 894
AAK AB (publ.)	Suède	4 820	2 781
Tate & Lyle plc ¹	Angleterre	4 103	3 281
Corbion N.V.	Pays-Bas	2 655	987
AGRANA Beteiligungs-Aktiengesellschaft ²	Autriche	1 120	2 553
Moyenne		5 136	3 131
Médiane		4 820	2 924

Source : Capital IQ

*Moyenne 1 mois au 31/03/2021

¹ Chiffre d'affaires de l'exercice clos au 31 mars 2020

² Chiffre d'affaires de l'exercice clos au 28 février 2020

Bien qu'ayant des activités proches, voire similaires, aucune des sociétés de l'échantillon ne constitue une référence directement pertinente pour la société Eurogerm compte tenu de la taille et de la rentabilité contrastée des différentes sociétés retenues.

Nous avons toutefois retenu sept sociétés comparables à Eurogerm :

- Darling Ingredients Inc. (Etats-Unis) est une société qui conçoit et produit des ingrédients naturels et des solutions spécialisées notamment à destination de l'industrie alimentaire (un tiers du chiffre d'affaires en 2019). Darling Ingredients est une multinationale dont 56% du chiffre d'affaires est réalisé en Amérique du Nord et 34% en Europe. La société est cotée sur le New York Stock Exchange (NYSE) et compte environ 10.100 collaborateurs. Le chiffre d'affaires de Darling Ingredients Inc. s'est élevé à 2,8 milliards d'euros en 2020.
- Orkla ASA (Norvège) est un groupe industriel norvégien proposant quasi-exclusivement des produits alimentaires et des biens de consommations dont des ingrédients à destination du secteur de la boulangerie au travers de sa filiale Orkla Food Ingredients (23% du chiffre d'affaires du Groupe en 2019). La société est cotée à la bourse d'Oslo et emploie plus de 18.340 collaborateurs. Le chiffre d'affaires de Orkla ASA s'est élevé à 4,4 milliards d'euros en 2019 dont 96,3% en Europe.

- Ingredion Incorporated (Etats-Unis) est un fournisseur d'ingrédients notamment issus de la transformation de céréales à base d'amidon à destination de diverses industries alimentaires et de solutions spécifiques (formulations) à destination du secteur de la boulangerie. Ingredion Incorporated commercialise ses produits notamment aux Etats-Unis (38,1%), au Mexique (17,3%) et au Brésil (7,7%). La société est cotée sur le New York Stock Exchange (NYSE) et compte environ 11.000 collaborateurs. Le chiffre d'affaires d'Ingredion Incorporated s'est élevé à 4,9 milliards d'euros en 2020.
- AAK AB (Suède) est une société spécialisée dans la fabrication d'ingrédients alimentaires (deux tiers du chiffre d'affaires en 2019) à base d'huiles transformées notamment à destination des fabricants de produits de boulangerie et au secteur de la restauration. AAK AB réalise 48,9% de son chiffre d'affaires en Europe et 38,6% aux Etats-Unis. La société est cotée sur le Nasdaq Stockholm AB et emploie environ 3.900 collaborateurs. Le chiffre d'affaires d'AAK AB s'est élevé à 2,8 milliards d'euros en 2020.
- Tate & Lyle (Angleterre) est une société qui produit des aliments et ingrédients industriels dont des ingrédients alimentaires notamment à destination du secteur de la boulangerie, de la confiserie et d'autres industries alimentaires. Tate & Lyle réalise la majorité de son chiffre d'affaires aux Etats-Unis (71,5% en 2020). La société est cotée sur le London Stock Exchange et compte plus de 4.200 collaborateurs. Le chiffre d'affaires de Tate & Lyle s'est élevé à 3,3 milliards d'euros en 2020.
- Corbion N.V. (Pays-Bas) est un groupe agroalimentaire qui développe des produits biochimiques mais qui commercialise principalement des ingrédients alimentaires destinés au secteur de la Boulangerie-Viennoiserie-Pâtisserie (70,3% du chiffre d'affaires en 2019). Corbion N.V. réalise 57,9% de son chiffre d'affaires en Amérique du Nord et le reste en Europe. La société est cotée sur Euronext Amsterdam et emploie près de 2.140 collaborateurs. Le chiffre d'affaires de Corbion s'est élevé à 1,0 milliard d'euros en 2020.
- Agrana (Autriche) est une société spécialisée dans la transformation de matières premières agricoles (blé, maïs, pommes de terre et autres produits amylicés) en aliments et ingrédients à destination de l'industrie alimentaire (boulangerie notamment). La société est cotée sur le Vienna Stock Exchange (Wiener Boerse) et compte 9.389 collaborateurs. Le chiffre d'affaires d'Agrana s'est élevé à 2,5 milliards d'euros en 2020 dont 56,7% en Autriche et 12,3% en Amérique du Nord.

3.3.3.2 - Analyse des comparables boursiers

Les taux de croissance de chiffre d'affaires, de marge d'EBITDA et d'EBIT en 2021, 2022 et 2023 des sociétés comparables sont présentés ci-dessous :

Analyse des sociétés comparables									
Comparables boursiers	Taux de croissance du CA			Marge d'EBITDA			Marge d'EBIT		
	20/21	21/22	22/23	2021	2022	2023	2021	2022	2023
AGRANA Beteiligungs-Aktiengesellschaft	2,9%	1,8%	-1,1%	8,4%	8,7%	8,1%	4,4%	4,8%	5,0%
Orkla ASA	5,5%	2,3%	1,7%	15,9%	16,2%	16,3%	11,4%	12,0%	12,4%
Ingredion Incorporated	9,1%	2,8%	3,2%	13,2%	13,5%	13,9%	10,5%	10,9%	11,2%
Darling Ingredients Inc.	13,4%	0,8%	4,3%	22,4%	31,7%	29,2%	13,8%	22,2%	24,0%
AAK AB (publ.)	9,2%	5,8%	4,7%	10,3%	10,5%	10,7%	7,8%	8,1%	8,3%
Tate & Lyle plc	0,5%	1,9%	-1,9%	15,9%	16,2%	16,9%	11,0%	11,2%	12,0%
Corbion N.V.	5,2%	1,7%	n/a	16,4%	17,0%	17,3%	10,4%	11,1%	11,0%
Médiane	5,5%	1,9%	2,5%	15,9%	16,2%	16,3%	10,5%	11,1%	11,2%
Eurogerm*		9,2%			11,7%			9,7%	

Source : Capital IQ au 31/03/2021

n.a.: non applicable

*Taux de croissance et marges moyens sur la période 2021-2023

Nous constatons que la croissance du chiffre d'affaires d'Eurogerm est significativement supérieure au taux de croissance médian des sociétés de l'échantillon.

Les taux de marges opérationnelles (EBITDA et EBIT) générés par Eurogerm sont en revanche légèrement inférieurs aux taux de marge médians de l'échantillon que nous avons retenu sur la période 2021-2023. En effet les marges d'EBITDA et d'EBIT d'Eurogerm s'établissent respectivement à 11,7% et 9,7% sur la période soit un niveau inférieur à celui des comparables

(en moyenne 16,0% et 10,9%), traduisant un niveau de profitabilité en-deçà de celui des sociétés de l'échantillon.

3.3.3.3 - Multiples obtenus et choix des multiples

Nous avons retenu les multiples :

- d'EBITDA qui extériorise les bénéfices réalisés par les sociétés sans tenir compte des différentiels de politiques d'amortissements ;
- d'EBIT qui permet d'extérioriser la rentabilité observée avant impact de la charge financière.

Par ailleurs, nous avons effectué les retraitements suivants afin d'harmoniser les agrégats de l'échantillon avec les agrégats d'Eurogerm :

- pour rappel, nous avons retraité l'EBITDA d'Eurogerm des « Management fees » versés à ACG (environ 1,0m€ par an sur la période 2021-2024 dans le plan d'affaires) à partir de mai 2023 en raison de la cessation, le 29 avril 2023, du mandat de Président d'ACG au sein de la société Novagerm pendant cette période transitoire,
- nous avons retraité l'EBITDA des opérations non courantes prévues en 2021 pour un montant total de 535k€ correspondant à la levée de l'option de rachat portant sur l'immeuble à usage industriel, des bureaux et entrepôt au 2 rue Champ Doré à Saint-Appolinaire pour un montant de 435k€ et à des honoraires divers notamment au titre de la Déclaration de Performance Extra-Financière qui sera publiée dans le rapport de gestion de la Société,
- nous avons retraité l'impact de la norme comptable IFRS 16 sur les EBITDA et EBIT des sociétés comparables. En effet, les EBITDA et EBIT qui découlent du plan d'affaires communiqué par le management d'Eurogerm n'intègrent pas l'application de la norme IFRS 16. Par conséquent, nous avons réintégré la charge d'intérêt liée aux loyers opérationnels afin d'obtenir, pour les sociétés comparables, des EBITDA et EBIT n'intégrant pas l'application de la norme IFRS 16. De même, nous avons exclu pour les sociétés comparables la dette de loyer opérationnelle de la valeur d'entreprise.

Nous avons exclu les multiples :

- VE/CA car le multiple de chiffre d'affaires n'est applicable que si les niveaux de marge observés chez les comparables sont proches. Or, les taux de marge d'EBITDA et d'EBIT de notre échantillon sont variables et se situent à des niveaux globalement supérieurs à ceux d'Eurogerm (notamment le taux de marge d'EBITDA).
- PER (Price to Earnings Ratio) compte tenu des écarts de structure financière entre les sociétés comparables et des éléments de résultats non courants qui peuvent affecter les résultats des sociétés.

Le tableau suivant récapitule les multiples de valorisation boursière de l'ensemble des sociétés comparables de l'échantillon retenu.

Multiples des sociétés comparables									
Comparables boursiers	VE/Chiffre d'affaires			VE/EBITDA*			VE/EBIT*		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
AGRANA Beteiligungs-Aktiengesellschaft	0,6x	0,6x	0,6x	7,5x	7,1x	7,7x	14,5x	12,9x	12,5x
Orkla ASA	1,8x	1,8x	1,8x	11,3x	10,9x	10,6x	15,7x	14,6x	14,0x
Ingredion Incorporated	1,3x	1,2x	1,2x	9,3x	8,9x	8,3x	11,7x	11,0x	10,3x
Darling Ingredients Inc.	3,2x	3,2x	3,1x	14,2x	9,9x	10,4x	23,1x	14,2x	12,6x
AAK AB (publ.)	1,7x	1,6x	1,5x	16,4x	15,1x	14,2x	21,6x	19,6x	18,2x
Tate & Lyle plc	1,4x	1,4x	1,4x	8,5x	8,1x	8,0x	12,3x	11,8x	11,2x
Corbion N.V.	2,8x	2,8x	2,7x	16,9x	16,1x	15,1x	26,6x	24,6x	23,7x
Médiane	1,7x	1,6x	1,5x	11,3x	9,9x	10,4x	15,7x	14,2x	12,6x

Source : Capital IQ au 31/03/2021

*Dette nette (pour le calcul de VE), EBITDA et EBIT hors IFRS 16

3.3.3.4 - Application de la méthode

Nous avons retenu les multiples médians VE / ETBIDA et VE / EBIT pour les années 2021, 2022 et 2023, étant entendu que la valeur d'entreprise (VE) correspond à la capitalisation boursière (sur la base d'une moyenne 1 mois à une date proche du présent rapport) augmentée des dettes financières nettes ajustées consolidées.

La capitalisation boursière moyenne des sociétés composant l'échantillon étant plus élevée que celle de la Société (capitalisation boursière médiane de 4,8 milliards d'euros), une décote de taille a été appliquée afin d'obtenir une évaluation plus pertinente par la méthode des multiples.

Nous avons ainsi estimé une décote de 10%, correspondant à un bas de fourchette, sur la base de nombreuses études empiriques qui existent en la matière et notamment :

- d'une étude réalisée par la CCEF qui a comparé les écarts de multiples d'EBIT des sociétés cotées suivant leur capitalisation boursière ;
- d'une étude empirique réalisée par Eric-Eugène Grena qui démontre la nécessité d'appliquer une décote en fonction de la taille de nos sociétés comparables. Il compare ainsi le rapport entre la capitalisation de la société à évaluer et la capitalisation moyenne de l'ensemble des sociétés comparables.

3.3.3.5 - Résultats

Le tableau ci-dessous synthétise les valeurs implicites d'Eurogerm obtenues par la méthode des comparables boursiers.

Eurogerm - Evaluation par la méthode des comparables boursiers			
En m€	VE/EBITDA	VE/EBIT	Moyenne
Valeur moyenne des capitaux propres	155,0	170,0	162,5
Nombre d'actions (en milliers)	4 307	4 307	
Valeur par action (€)	36,00 €	39,48 €	37,74 €

Nous obtenons, en synthèse, une valeur d'Eurogerm par la méthode des comparables boursiers comprise entre 36,0€ (multiple d'EBITDA) et 39,48€ (multiple d'EBIT) et une valeur centrale de 37,74€ qui correspond donc à la moyenne entre les deux multiples.

Le prix d'Offre de 47,97€ fait ressortir une prime de 27,1% sur cette valeur centrale.

Pour information, sans prise en compte de la décote de taille de 10%, la valeur par action extériorisée par cette méthode ressortirait à 41,80€, le prix d'Offre de 47,97€ extériorisant une prime de 14,8% par rapport à cette valeur sans décote de taille.

3.3.4 - Référence au cours de bourse

Eurogerm a été introduit en bourse en avril 2007 au prix de 16,73€, permettant la réalisation d'une levée de plus de 17m€. Les actions Eurogerm sont cotées sur Euronext Growth⁸ Paris sous le code ISIN FR0010452474 et ont pour code mnémonique ALGEM.

La capitalisation boursière à la veille de l'annonce de l'opération (18 janvier 2020) s'élève à environ 145m€, permettant de classer la Société dans la catégorie des « *small caps* ».

A notre connaissance, Eurogerm fait l'objet d'un suivi par un seul analyste financier : Oddo. Il n'existe donc pas de consensus d'analystes sur la valeur.

⁸ Anciennement Alternext jusqu'en 2017

3.3.4.1 - Analyse de la liquidité du cours de bourse

Depuis l'acquisition par Novagerm de divers blocs d'actions et de l'intégralité du capital social de Mobago, l'actionnariat d'Eurogerm se répartit comme suit à la date du dépôt de l'Offre :

Eurogerm - Table de capitalisation pré-Offre		
Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital
Novagerm	2 753 233	63,81%
<i>Mobago (sera détenue à 100% par Novagerm)</i>	2 685 621	62,24%
<i>Novagerm (participation directe)</i>	67 612	1,57%
Nisshin Seifun Group*	634 580	14,71%
Crédit Mutuel Equity SCR	360 877	8,36%
Actions autodétenues	8 198	0,19%
Public (flottant)	558 133	12,93%
Total actionnaires	4 315 021	100,00%

L'initiateur détiendra au jour de l'ouverture de l'Offre directement et indirectement 63,81% du capital de la Société.

Le capital flottant représentera 12,93% du capital de la Société, soit 558.133 actions.

Une analyse de la liquidité du titre, résumée ci-dessous, a été effectuée.

Eurogerm - Analyse de la liquidité de l'action				
	Titres échangés par jour en moyenne	Titres échangés en cumul	Volume cumulé en % du total¹	Volume cumulé en % du flottant²
Moyenne 1 mois	500	10 990	0,3 %	2,0 %
Moyenne 3 mois	628	40 170	0,9 %	7,2 %
Moyenne 6 mois	468	61 303	1,4 %	11,0 %
Moyenne 9 mois	422	81 848	1,9 %	14,7 %
Moyenne 12 mois	396	101 318	2,3 %	18,2 %

Source : Capital IQ, 15/01/2021

¹ Ratio entre le nombre de titres échangés et le nombre total d'actions

² Ratio entre le nombre de titres échangés et le nombre d'actions au flottant

Le tableau ci-dessus témoigne de la relative faiblesse des volumes échangés du fait de la faible part du flottant dans le capital de la Société. Les volumes moyens quotidiens échangés se situent entre 396 titres (moyenne 12 mois) et 628 titres (moyenne 3 mois).

Au cours de la dernière année, le nombre de titres échangés s'élève, en cumul, à 101.318, soit 2,3% du nombre total de titres et 18,2% du flottant.

Sur le dernier mois avant l'annonce de l'opération, le nombre total de titres échangés représente 0,3% du nombre total de titres et 2,0% du flottant.

Au regard de ces données, le titre Eurogerm, qui ne fait pas l'objet d'échanges réguliers sur son flottant, présente une liquidité réduite. D'autre part, la société Eurogerm ne fait pas l'objet d'un suivi régulier par des analystes financiers indépendants.

Nous retiendrons toutefois cette méthode à titre principal, cette valeur demeurant une référence observable pour un actionnaire minoritaire.

3.3.4.2 - Analyse du cours de bourse

L'évolution du cours de bourse d'Eurogerm sur les trois dernières années est présentée ci-dessous :

Cours de bourse sur 3 ans de l'action Eurogerm



Durant le premier trimestre de l'année 2018, le cours a légèrement progressé en passant de 29,6€ le 13 février à 31,6€ le 5 avril, soit une hausse de +6,8% à la veille de l'annonce du résultat annuel de l'année 2017.

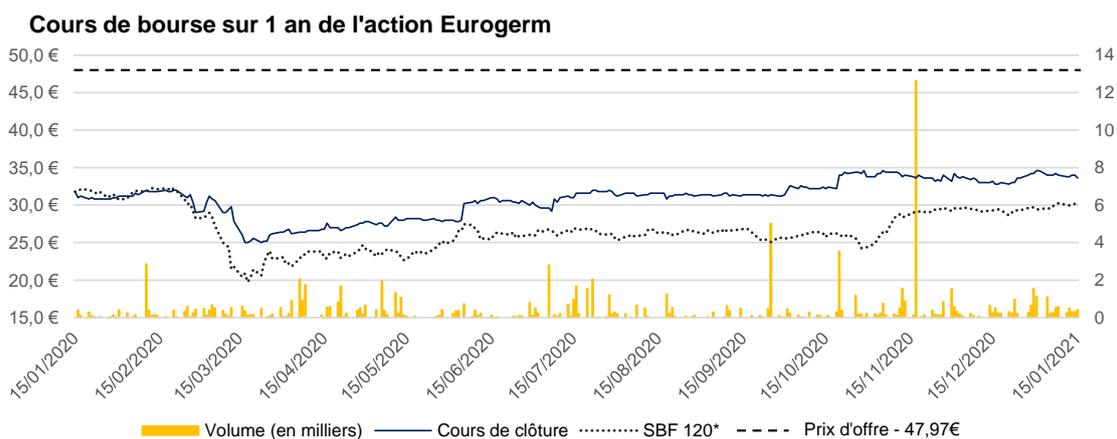
Le 6 avril, le cours bondit de 4,4% suite à l'annonce du dépassement des 100m€ de chiffre d'affaires, accompagné d'une croissance de +10% du chiffre d'affaires, de +17,0% de l'EBITDA et de +21,0% du résultat d'exploitation. S'en suit une progression soutenue du cours atteignant 37,4€ le 19 janvier 2020, soit une hausse de +13,3%. Postérieurement à la publication des comptes annuels 2017, le 20 avril 2018, le cours bondit pour atteindre son plus haut historique le 10 mai 2018 s'établissant ainsi à 44,0€ marquant une progression du cours d'environ +44% depuis le début de l'année 2018.

A compter du 15 mai 2018 le cours entame une baisse progressive, passant ainsi sous la barre des 40,0€ le 13 juin 2018, puis sous la barre des 35,0€ le 16 novembre 2018, clôturant l'année 2018 à 34,0€. Une diminution de près de -23% est ainsi enregistrée depuis son plus haut historique atteint en mai malgré des résultats au premier semestre 2018 affichant une croissance de +11,1% du chiffre d'affaires (dont 2,9% à taux de change et périmètre constant), de +9,9% pour l'EBITDA et +10,0% pour le résultat d'exploitation grâce à une bonne maîtrise des coûts. Ces résultats sont principalement dûs à la politique de croissance externe du Groupe s'étant traduit par l'ouverture de 3 filiales (Allemagne, Colombie et Liban) au cours de l'année.

L'annonce par la Société, le 12 avril 2019, d'une croissance de +11,5% du chiffre d'affaires au titre de l'année 2018, notamment marquée par une forte croissance à l'international (+26% en zone Amériques) et une résilience en France et Europe, entraîne une hausse éphémère du cours (+3,0% le jour de l'annonce) avant que ce dernier poursuive sa tendance baissière. Le 11 octobre 2019, Eurogerm publie des résultats semestriels en forte baisse. En effet, à la suite du non-renouvellement de commandes par d'importants clients internationaux, le Groupe affiche un chiffre d'affaires en recul de -1,7% et une forte diminution de l'EBITDA (-20,5%) et du résultat d'exploitation (-29,2%) liée notamment à l'impact des investissements matériels et humains au titre des filiales ouvertes en 2018.

Le cours du titre atteint 30,0€ le 11 octobre 2019 avec une très forte hausse des volumes d'échange sur la journée (19.810 titres échangés). Cette diminution se poursuit le 14 octobre suite à l'annonce de la cession d'IDS Solutions Conditionnement à Nutrisens, bien que cette cession ait un impact positif sur le résultat de la Société. Le cours enregistre ainsi une baisse de -10,7% en l'espace de 3 jours de bourse.

L'année 2019 est ainsi marquée par une baisse soutenue du cours de bourse dans un marché impacté par les tensions commerciales entre la Chine et les Etats-Unis ainsi que les taxes imposées par les Etats-Unis sur l'agroalimentaire européen. Néanmoins, le cours rebondit de +15,1% pour atteindre 32,4€ le 21 octobre 2019, oscillant par la suite entre 30,4€ et 32,6€ jusqu'au 27 février 2020.



* Indice rebasé sur le cours d'Eurogerm

Début 2020, le cours de bourse d'Eurogerm est étroitement corrélé à celui du SBF 120, dans un contexte de forte incertitude en France mais également à l'international lié à la COVID-19.

C'est à partir du 4 mars 2020, date précédant de quelques jours les fortes baisses constatées dès le 9 mars 2020 sur les marchés boursiers liées à la conjoncture exceptionnelle (chute du pétrole et différentes annonces de confinement généralisé en France et dans le monde, liées à la COVID-19), que le cours de bourse chute pour atteindre un plancher à 25,0€ le 17 mars 2020.

Le cours de bourse d'Eurogerm évolue globalement au-dessus de celui du SBF 120 marquant ainsi la résilience et le caractère défensif du marché de l'agroalimentaire et d'Eurogerm, malgré les performances en demi-teinte du Groupe au premier semestre 2019.

A compter de mi-mars, le cours de bourse d'Eurogerm évolue entre 26,0€ et 27,8€ (le 4 juin) avant de s'établir à 30,2€ le 5 juin 2020, affichant une hausse de +7,9% du cours. Cette augmentation, sans annonce du Groupe, permet à Eurogerm de passer au-dessus de la barre des 30,0€, rejoignant ainsi le niveau atteint à fin février 2020.

La tendance haussière se poursuit jusqu'au 15 janvier 2021 soutenue par l'annonce d'un chiffre d'affaires en hausse de +4,2% à taux de change et périmètre constant, une hausse de l'EBITDA (+1,3%) et du résultat d'exploitation (+5%) traduisant la résistance du Groupe dans un contexte de crise, notamment grâce à sa présence à l'international (Brésil).

Le dernier cours de clôture au 15 janvier 2021, soit la dernière journée d'échanges avant l'annonce au marché du projet d'Offre Publique d'Achat Simplifiée à 47,97€, s'élève à 33,60€, dépassant ainsi le niveau d'avant « crise ».

A l'exception des évolutions observées directement après la survenance de la COVID-19 (mars 2020) et d'un niveau d'échange de 12.630 actions (à un prix moyen pondéré par les volumes de 33,82€) le 17 novembre 2020 sans communication de la Société, les niveaux de cours de bourse historique à court terme (moins d'un an) et actuel semblent relativement corrélés, au regard de nos recherches, aux perspectives financières de la Société et aux annonces récentes, ainsi qu'à l'évolution du SBF 120 et de la crise sanitaire en dépit d'une liquidité réduite.

3.3.4.3 - Calcul des différentes moyennes de cours de bourse

Le tableau ci-dessous présente les moyennes du cours de bourse à différents horizons sur la base du cours de clôture au 15 janvier 2021, dernier cours précédant l'annonce au marché du projet d'Offre Publique d'Achat Simplifiée d'Eurogerm au prix de 47,97€.

Eurogerm - Cours moyen pondéré par les volumes		
	€/action	Prime extériorisée en %¹
Cours de clôture (le 15 janvier 2021)	33,60	42,8%
CMPV* 20 jours	33,85	41,7%
CMPV* 60 jours	33,88	41,6%
CMPV* 120 jours	33,16	44,7%
CMPV* 180 jours	32,31	48,5%
CMPV* 250 jours	31,27	53,4%
<i>Maximum - 1 an</i>	<i>35,20</i>	<i>36,3%</i>
<i>Minimum - 1 an</i>	<i>25,00</i>	<i>91,9%</i>

¹ pour un prix d'offre de 47,97€ par action

*Cours Moyen Pondéré par les Volumes

Source : Euronext

Les différentes moyennes de cours de bourse, s'établissent entre 31,27€ (moyenne 250 jours) et 33,88€ (moyenne 60 jours).

Le prix proposé de 47,97€ par action offre des primes sur les différentes moyennes de cours de bourse. Ces primes sont comprises entre 41,6% (cours moyen journalier pondéré par les volumes 20 jours) et 53,4% (cours moyen journalier pondéré par les volumes 250 jours). Il offre une prime de 42,8% sur le cours de clôture au 15 janvier 2021 ainsi qu'une prime de 36,3% par rapport au niveau maximum observé au cours de la dernière année (35,20€ le 27 octobre 2020).

Nous retiendrons en synthèse les moyennes 20 jours et 60 jours qui couvrent les périodes les plus récentes et qui intègrent les dernières informations financières et l'environnement macroéconomique dans lequel la Société évolue.

Les moyennes de cours de bourse à 120 jours et 180 jours seront également présentées en synthèse.

3.4 - Méthodes d'évaluation retenues à titre secondaire

Nous avons retenu, à titre secondaire, la méthode des transaction comparables.

3.4.1 - Méthode des transactions comparables

Cette méthode de valorisation consiste à appliquer aux agrégats financiers de la société Eurogerm la moyenne ou la médiane des multiples de valorisation constatés lors de transactions récentes les plus comparables.

La majorité des transactions que nous avons identifiées sont relativement peu récentes et ont été réalisées avant l'arrivée de la COVID-19 rendant ainsi l'utilisation de cette méthode moins pertinente. Nous présentons toutefois à titre secondaire notre analyse des transactions et des multiples extériorisés ci-dessous.

3.4.1.1 - Choix des transactions

La Société est positionnée sur le secteur des ingrédients alimentaires à destination des secteurs de la meunerie, de la boulangerie industrielle et autres industries alimentaires.

Dans notre approche, nous avons identifié cinq transactions intervenues en 2019 et une transaction annoncée en 2021, sur des sociétés ayant des activités comparables à Eurogerm.

3.4.1.2 - Analyse des transactions

Les transactions retenues dans notre échantillon sont présentées ci-après :

Eurogerm - Transactions comparables							
Date de clôture	Acquéreur	Cible	Pays de la cible	Valeur d'entreprise (m€)	Chiffre d'affaires (m€)	EBITDA (m€)	EBIT (m€)
En cours	Sagard	Nutrisens SAS	France	140	87	10	n/c
7 Oct. 2019	Victoria Group a.d.	Sojaprotein a.d.	Serbie	109	122	10	5
1 Août 2019	HongKong Jingang Trade Holding Company Limited	Westland Co-operative Dairy Company Limited	Nouvelle-Zélande	286	411	21	5
25 Avr. 2019	Corbion N.V.	Granotec do Brazil	Brésil	40	23	3	n/c
17 Avr. 2019	Management de la Société	AGT Food and Ingredients Inc.	Canada	761	1 030	40	19
5 Avr. 2019	Orkla Food Ingredients AS	Stelios Kanakis Industrial and Commercial S.A., Raw Materials for Confectionary, Bakery and Ice-Crea	Grèce	25	20	3	3

Source : Capital IQ
n/c: non communiqué

Notre analyse nous a conduit à retenir un échantillon composé des six transactions qui sont présentées ci-après :

- Le 26 janvier 2021, le fonds d'investissement français Sagard a annoncé être entré en négociations exclusives avec les actionnaires de Nutrisens, spécialiste de la nutrition qui propose des gammes d'aliments adaptés aux personnes souffrant de dysphagie (fausse route) et de dénutrition. Son chiffre d'affaires était de 87m€ d'euros en 2020.
- Le 13 août 2019, la société Victoria Group a.d. annonce l'acquisition de 11% des titres de l'entreprise Sojaprotein a.d. pour un montant de 2m€. Sojaprotein produit des aliments et ingrédients à base de Soja notamment utilisés dans le secteur de la boulangerie. Son chiffre d'affaires préalable à la transaction était de 122m€.
- Le 18 mars 2019, l'entreprise Hong Kong Jingang Trade Holding Company Limited, annonce l'acquisition de 100% des titres de l'entreprise néo-zélandaise Westland Co-operative Dairy Company Limited pour un montant de 146m€. Cette dernière est une entreprise qui produit et fournit des produits laitiers et des ingrédients alimentaires notamment utilisés dans les produits de boulangerie. Son chiffre d'affaires préalable à la transaction était de 411m€.
- Le 25 mars 2019, l'entreprise néerlandaise Corbion N.V. annonce l'acquisition de 100% des titres de l'entreprise brésilienne Granotec do Brazil pour un montant de 40m€. Granotec do Brazil est spécialisé dans la conception de mélanges fonctionnels pour le secteur de la boulangerie industrielle au Brésil. Son chiffre d'affaires préalable à la transaction était de 23m€.
- Le 26 juillet 2018, le Management de la société canadienne AGT Food and Ingredients annonce l'acquisition de 73% de l'entreprise pour un montant de 215m€. AGT Food and Ingredients produit et exporte des légumineux et autres ingrédients alimentaires à usage industriel. Son chiffre d'affaires préalable à la transaction était de 1.030m€.
- Le 5 avril 2019, l'entreprise norvégienne Orkla Food Ingredients AS annonce l'acquisition de 66% de l'entreprise grecque Stelios Kanakis Industrial and Commercial S.A. pour un montant de 22m€. Stelios Kanakis Industrial importe et distribue des matières premières pour la confiserie, la boulangerie et les glaces. Son chiffre d'affaires préalable à la transaction était de 20m€.

L'échantillon retenu se compose en conséquence de ces six transactions dont les multiples sont présentés à titre indicatif ci-après.

3.4.1.3 - Multiples obtenus

Nous avons retenu le multiple :

- d'EBITDA qui extériorise les bénéfices réalisés par les sociétés sans tenir compte des différentiels de politiques d'amortissements.

Nous avons exclu les multiples :

- VE/CA car le multiple de chiffre d'affaires n'est applicable que si les niveaux de marge observés chez les comparables sont proches. Or, les taux de marge d'EBIT de notre échantillon sont variables et se situent à des niveaux différents d'Eurogerm.
- d'EBIT, cet agrégat n'ayant pas été documenté dans l'intégralité des transactions identifiées.
- PER (Price to Earnings Ratio) compte tenu des écarts de structure financière entre les sociétés comparables et des éléments de résultats non courants qui peuvent affecter les résultats des sociétés.

Les transactions et multiples obtenus se synthétisent comme suit :

Eurogerm - Transactions comparables							
Date de clôture	Acquéreur	Cible	Pays de la cible	Valeur d'entreprise (m€)	Chiffre d'affaires (m€)	EBITDA (m€)	VE/EBITDA
En cours	Sagard	Nutrisens SAS	France	140	87	10	14,0x
7 Oct. 2019	Victoria Group a.d.	Sojaprotein a.d.	Serbie	109	122	10	10,6x
1 Août 2019	HongKong Jingang Trade Holding Company Limited	Westland Co-operative Dairy Company Limited	Nouvelle-Zélande	286	411	21	13,9x
25 Avr. 2019	Corbion N.V.	Granotec do Brazil	Brésil	40	23	3	12,2x
17 Avr. 2019	Management de la Société	AGT Food and Ingredients Inc.	Canada	761	1 030	40	19,0x
5 Avr. 2019	Orkla Food Ingredients AS	Stelios Kanakis Industrial and Commercial S.A., Raw Materials for Confectionary, Bakery and Ice-Crea	Grèce	25	20	3	8,2x
Moyenne							13,0x
Médiane							13,0x

Source : Capital IQ

3.4.1.4 - Application de la méthode

Nous avons retenu le multiple de VE / EBITDA que nous avons appliqué à l'agrégat d'Eurogerm pour l'année 2020, les transactions retenues ayant été réalisées en cours d'année 2019 et en début d'année 2021 et les multiples étant calculés sur la base du dernier agrégat publié.

La valeur des fonds propres ressortant par cette méthode est déterminée en ajoutant à la valeur d'entreprise extériorisée la trésorerie nette ajustée telle qu'elle est présentée dans la section 3.1.2 - de ce rapport.

3.4.1.5 - Résultats

Le tableau ci-dessous synthétise la valeur implicite d'Eurogerm obtenue par la méthode des transactions comparables :

Eurogerm - Evaluation par la méthode des transactions comparables	
En m€	VE/EBITDA
Valeur moyenne des capitaux propres	161,1
Nombre d'actions en circulation (en milliers)	4 307
Valeur par action (en €)	37,40 €

Nous obtenons en synthèse une valeur implicite d'Eurogerm par la méthode des transactions comparables qui s'établit à 37,40€. Nous retiendrons en synthèse la valeur extériorisée par cette méthode à titre secondaire, la majorité des multiples obtenus portant sur des transactions peu récentes (réalisées en 2019) et ne tenant pas en compte notamment de l'impact économique et financier de la crise sanitaire de la COVID-19.

Le prix d'Offre de 47,97€ fait ressortir une prime de 28,3% sur cette valeur.

4 - Analyse des éléments d'appréciation du prix d'Offre de l'établissement présentateur

Les travaux et conclusions de l'établissement présentateur sont présentés dans la note d'information de la présente Offre.

Pour apprécier le prix d'Offre, l'établissement présentateur a retenu l'approche suivante pour valoriser les actions de la société Eurogerm :

4.1 - Méthodes d'évaluation écartées :

- Méthode de l'actif net réévalué ;
- Méthode de l'actualisation des dividendes futurs ;
- Référence aux objectifs de cours ;
- Méthode des transactions comparables.

Nous avons également écarté la plupart de ces approches à l'exception de la méthode des transactions comparables que nous avons retenue à titre secondaire.

L'établissement présentateur n'a pas retenu cette dernière méthode en raison d'informations collectées à la fois incomplètes et hétérogènes les rendant inexploitable.

Nous avons pour notre part retenu cette méthode à titre secondaire, cette dernière restant une méthode analogique de référence avec les limites évoquées en section 3.4.1 - de notre rapport.

4.2 - Méthodes d'évaluations retenues :

- Méthode des flux de trésorerie actualisés ;
- Méthode des comparables boursiers ;
- Référence au cours de bourse ;
- Référence aux transactions en cours de réalisation sur le capital de la Société (retenue à titre secondaire).

Nous avons également retenu la méthode des flux de trésorerie actualisés, la méthode des comparables boursiers et la référence au cours de bourse à titre principal.

L'établissement a retenu l'approche par le prix de cession du bloc majoritaire et des engagements de cession connexes à titre indicatif. Pour notre part nous avons retenu cette approche à titre principal considérant le caractère significatif des transactions.

Notre approche est décrite dans les sections 3.2 -, 3.3 - et 3.4 - du présent rapport.

L'examen des travaux d'évaluation mis en œuvre par l'établissement présentateur nous conduit à formuler les commentaires suivants :

4.2.1 - Méthode des flux de trésorerie actualisés

L'établissement présentateur a effectué deux évaluations distinctes basées respectivement sur le plan d'affaires de base et sur le plan d'affaires correspondant aux projets de développement organique du Groupe.

Pour mettre en œuvre cette méthode, l'établissement présentateur a :

- utilisé les prévisions d'exploitation établies par le management de la Société pour les exercices allant du 31 décembre 2021 au 31 décembre 2025 ;

- retraité l'EBITDA, les amortissements, les investissements et le BFR du plan d'affaires de base de la part revenant aux minoritaires pour chacune des filiales concernée ;
- extrapolé les prévisions d'exploitation établies par le management de la Société selon ses propres hypothèses pour les exercices clos le 31 décembre 2026 jusqu'au 31 décembre 2030 ;
- calculé une valeur terminale à partir du flux de trésorerie disponible au 31 décembre 2030 auquel a été appliqué un taux de croissance à l'infini de 1,5% ;
- actualisé les flux au taux de 9,38% pour le périmètre de base. Ce taux correspond au coût moyen pondéré du capital de la société et intègre un taux sans risque (-0,007%), une prime de risque (8,37%) à laquelle est appliqué un coefficient bêta de 0,74, et une prime de taille de 3,16% et un gearing nul au regard de la situation structurelle de trésorerie positive de la Société. L'établissement présentateur a également appliqué une prime de risque supplémentaire de 5,0% relative au risque additionnel inhérent aux projets de développement portant le taux utilisé pour l'évaluation des projets de développement organique à 14,38%, et
- rajouté à la valeur ainsi obtenue le montant du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres au 31 décembre 2020 (20,8m€).

La méthode des flux de trésorerie actualisés, telle qu'appliquée par l'établissement présentateur, fait ressortir une valeur globale de l'action Eurogerm de 38,86€, le prix d'Offre offrant une prime de 23,44% sur cette valeur.

La mesure de la sensibilité de la valeur de l'action à la variation du taux d'actualisation fait ressortir une valeur par action comprise entre 36,73€ (couple taux d'actualisation de 9,88%/14,88% et taux de croissance à l'infini de 1,5%) et 41,27€ (couple taux d'actualisation de 8,88%/13,88% et taux de croissance à l'infini de 1,5%).

En ce qui concerne les éléments du plan d'affaires jusqu'au 31 décembre 2025, les modalités de mise en œuvre que nous avons retenues pour la méthode des flux de trésorerie actualisés sont relativement proches de celles de l'établissement présentateur, à l'exclusion des points cités ci-après.

Les modalités de mise en œuvre de la méthode des flux de trésorerie actualisés que nous avons retenues divergent de l'établissement présentateur en ce qui concerne :

- le périmètre d'évaluation ;
- la prise en compte des « Management fees » et le retraitement de la part revenant aux intérêts minoritaires ;
- l'extrapolation du plan d'affaires et la détermination du flux normatif et de la valeur terminale ;
- le calcul du taux d'actualisation ; et
- le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres.

4.2.1.1 - Périmètre d'évaluation

L'établissement présentateur a valorisé le plan d'affaires de base ainsi que le plan d'affaires relatif aux projets de développement organique ayant pour but d'accroître l'offre produite, de mettre en place une nouvelle approche de *sourcing* et d'ouvrir de nouvelles filiales en Asie.

En revanche, ils n'ont pas retenu les opérations de croissance externe considérant cette valeur additionnelle comme hypothétique et issues d'actes de gestion à réaliser postérieurement à l'acquisition étant entendu que l'établissement présentateur approche la valeur de la Société sur son périmètre actuel.

Pour notre part, nous avons également considéré ces plans d'affaires dans notre périmètre d'évaluation auquel nous avons ajouté la valeur des projets de croissance externe qui n'a pas été retenue par l'établissement présentateur.

En effet, bien que la Société n'ait pas identifié de cible à la date du présent rapport nous avons décidé de retenir la valeur de ces opérations dans la mesure où elles ont un caractère relatif maximisant la valeur du Groupe et qu'elles illustrent in-fine la stratégie sous-tendant l'opération.

4.2.1.2 - Retraitements effectués

L'établissement présentateur a procédé au retraitement de la part revenant aux intérêts minoritaires sur la base des informations fournies dans le plan d'affaires de base. En effet, ce retraitement a été appliqué sur l'EBITDA, les amortissements, le besoin en fonds de roulement ainsi que les investissements sur la période 2021-2025.

Nous n'avons pas procédé à ce retraitement dans la mesure où la valeur des intérêts minoritaires a été réévaluée de façon séparée et intégrée dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres. Nous avons en revanche retraité les EBITDA prévisionnels à partir de 2023 du montant des « management fees » dans les dispositions et pour la raison expliquée dans la section 3.3.3.3 - du présent rapport.

4.2.1.3 - Horizon du plan d'affaires, flux normatif et valeur terminale

L'établissement présentateur a retenu comme horizon l'exercice 2030 (horizon au 31 décembre 2030), sa période d'extrapolation intégrant un ralentissement progressif de la croissance pour atteindre 1,5% à partir de 2029 et jusqu'à l'infini et une progression de la marge d'exploitation (résultat d'exploitation / chiffre d'affaires) vers 12,3% (consolidé du plan d'affaires de base et du plan d'affaires des projets organiques) à l'horizon normatif (2030).

Nous n'avons, pour notre part, pas effectué d'extrapolation et retenu l'année 2025 comme horizon explicite du plan d'affaires, considérant cette période de prévisions (5 ans) comme étant suffisamment longue au regard du périmètre d'évaluation retenu, en intégrant un ralentissement de la croissance progressif pour atteindre 1,5% à l'infini et une progression de la marge d'exploitation plus importante et plus rapide pour atteindre 12,6% à l'horizon normatif (2025).

Cette différence méthodologique impacte les flux de trésorerie totaux avant actualisation au regard de l'horizon retenu pour le calcul de la valeur terminale.

4.2.1.4 - Détermination du taux d'actualisation

L'analyse des approches respectives fait apparaître les divergences suivantes quant à l'estimation du coût moyen pondéré du capital :

Calcul du CMPC	Etablissement présentateur			Crowe HAF		
	Base	Dév. organique		Court terme	Long terme	Moyenne
Taux sans risque	-0,007%	-0,007%	(1)	0,71%	0,64%	
Prime de risque du marché	8,37%	8,37%	(2)	7,94%	8,63%	
Beta désendetté	0,74	0,74	(3)	0,65	0,75	
Gearing	0%	0%	(4)	0%	0%	
Beta endetté	0,74	0,74	(5)	0,65	0,75	
Prime de taille	3,16%	3,16%	(6)	2,63%	2,63%	
Prime spécifique		5,00%	(7)			
Coût des capitaux propres	9,38%	14,38%	(8)	8,53%	9,78%	9,15%

(1) OAT 10 ans - spot au 23/04/2021

(2) Fairness Finance - moyenne 6 mois au 31/03/2021

(3) Moyenne 2 ans des comparables

(4) Gearing d'Eurogerm

Sources de l'établissement présentateur, nos sources étant précisées dans la partie 3.4.2.4 du présent rapport

(5) Formule de Hamada

(6) Ibbotson 2020

(7) Prime de risque pays pondérée

(8) Formule du modèle CPAM

Les légers écarts observés proviennent des sources de marché utilisées.

Au final, le taux d'actualisation retenu par l'établissement présentateur pour l'évaluation du plan d'affaires de base (9,38%) est légèrement supérieur à celui que nous avons retenu (9,15%, moyenne des deux approches) et reste cohérent.

Concernant l'évaluation des projets de développement organiques, l'établissement présentateur applique une prime additionnelle de 5% portant ainsi le taux d'actualisation appliqué à 14,38%. Pour notre part, nous appliquons le même taux (9,15%) afin d'actualiser les flux du périmètre global consolidant le périmètre de base, les projets organiques et les projets de croissance externe. L'approche de l'établissement présentateur peut paraître justifiée au regard des risques inhérents aux développements, l'approche que nous avons retenue maximisant la valeur.

4.2.1.5 - Détermination du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

L'établissement présentateur a retenu un passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres de 20,8m€ au 31 décembre 2020 intégrant la trésorerie financière nette au 31 décembre 2020 (+18,8m€) ajustée de la trésorerie/dette des minoritaires (-0,7m€), des immobilisations financières (+3,0m€), des provisions pour indemnités de départ à la retraite (-0,5m€), de la trésorerie additionnelle liée à l'apport à l'Offre des actions auto détenues (0,4m€) et d'autres provisions pour risques et charges (-0,1m€).

Nous avons retenu un passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres correspondant à la trésorerie nette ajustée de 5,2m€ au 31 décembre 2020 sur la base du calcul détaillé dans la section 3.1.2 - du présent rapport.

L'écart porte principalement sur la prise en compte par nos soins de la valeur des intérêts minoritaires en valeur de marché pour un montant de 16,0m€ que nous avons pris en compte comme explicité en 3.1.2 - du présent rapport tandis que l'établissement présentateur a ajusté d'une part le plan d'affaires et d'autre part la trésorerie nette de la part revenant aux intérêts minoritaires.

4.2.1.6 - Conclusion sur la méthode des flux de trésorerie actualisés

La valeur centrale extériorisée par l'établissement présentateur ressort en synthèse à 36,86€ et se situe en deçà de la valeur extériorisée par nos travaux (43,23€). Cet écart résulte des différents points évoqués ci-avant et notamment de la divergence de périmètre d'évaluation, de la période d'extrapolation et des divers retraitements qui ont été effectués.

4.2.2 - Méthode des comparables boursiers

4.2.2.1 - Choix de l'échantillon

Afin d'évaluer la Société, l'établissement présentateur a retenu un échantillon composé de huit sociétés du secteur de la transformation alimentaire (Archer-Daniels-Midland Company, Associated British Foods plc, Corbion NV, DSM N.V., Ingredion Incorporated, Kerry Group, Tate & Lyle plc et Wilmar International) évoluant en France mais également à l'international avec des activités proches de celles d'Eurogerm.

Nous avons pour notre part retenu un échantillon composé de sept sociétés (Agrana, Orkla ASA, Ingredion Incorporated, Darling Ingredients Inc., AAK AB, Tate & Lyle plc et Corbion), trois d'entre elles étant aussi retenues par l'établissement présentateur.

Nous n'avons pas retenu les sociétés Archer-Daniels-Midland Company, Associated British Foods plc, DSM N.V., Kerry Group et Wilmar International dont les tailles respectives (capitalisation boursière supérieure à 10 milliards d'euros) nous paraissaient trop importantes par rapport à Eurogerm.

4.2.2.2 - Choix des multiples et méthodologie

Les ratios moyens retenus par l'établissement présentateur sont :

- la valeur d'entreprise divisée par l'EBITDA,
- la valeur d'entreprise divisée par l'EBIT.

Nous considérons pour les raisons expliquées préalablement dans notre approche que les multiples d'EBITDA et d'EBIT sont pertinents.

L'établissement présentateur a, pour le calcul de ses multiples de sociétés comparables, retenu une date proche à la remise de leur rapport, soit une capitalisation boursière au 23 avril 2021 et une dette nette au 31 décembre 2020. Nous avons pour notre part retenu des données financières au 31 mars 2021, retenant ainsi une capitalisation boursière des sociétés comparables sur la base d'une moyenne 1 mois à cette même date et une dette nette au 31 décembre 2020⁹.

Les multiples moyens retenus par l'établissement présentateur ont été appliqués à la somme des EBITDA et EBIT 2021, 2022 et 2023 tels que présentés par le Management dans les plans d'affaires de base et relatifs aux projets de développement organique. Ces agrégats ont par ailleurs été retraités de la part revenant aux intérêts minoritaires et intègrent pour l'année 2021 les charges d'opérations non courantes d'un montant de 535k€. Nous n'avons pas, pour notre part, retraité ces agrégats de la part revenant aux minoritaires et avons retraité l'EBITDA et l'EBIT de l'année 2021 des charges d'opérations non courantes tout en intégrant les intérêts minoritaires dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres.

L'établissement présentateur a retenu un passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres correspondant à une trésorerie nette ajustée de 20,8m€ au 31 décembre 2020 alors que nous avons un retenu un montant correspondant à une trésorerie nette ajustée de +5,2m€, les principaux écarts étant expliqués en 4.2.1.5 - du présent rapport.

4.2.2.3 - Conclusion sur la méthode des comparables

La valeur de l'action Eurogerm obtenue par l'établissement présentateur en appliquant la méthode des comparables boursiers ressort dans une fourchette comprise entre 34,30€ et 40,80€.

Nous obtenons, pour notre part, une valeur de l'action Eurogerm par la méthode des comparables boursiers de 37,74€ correspondant à la médiane extériorisée par l'application des multiples d'EBITDA et d'EBIT pour les années 2021, 2022 et 2023.

L'écart observé provient essentiellement des multiples retenus qui proviennent d'échantillons différents, d'agrégats retenus qui sont calculés de manière différente (retraitement par l'établissement présentateur de la part revenant aux minoritaires et prise en compte des « Management fees » sur l'intégralité du plan d'affaires) et de l'application par l'établissement présentateur d'une décote de taille et d'illiquidité plus importante.

⁹ Toutes les sociétés de l'échantillon ont publié une dette nette au 31 décembre 2020 à l'exception d'Agrana et de Tate & Lyle qui ont clôturé leur exercice respectivement le 29 février et le 31 mars 2020 et qui par conséquent présentent une dette nette à ces dates.

4.2.3 - Référence au cours de bourse

L'établissement présentateur a retenu la référence au cours de bourse à titre principal.

L'établissement présentateur présente en synthèse le cours moyen pondéré par les volumes sur les 20, 60, 120, 180, les 250 dernières séances boursières ainsi que les cours les plus haut et plus bas au cours des 250 dernières séances boursières précédant le 15 janvier 2021 correspondant au dernier jour de bourse avant l'annonce de l'opération le 18 janvier 2021.

Nous avons retenu, pour notre part, le cours moyen pondéré par les volumes sur les 20 dernières séances et sur les 60 dernières séances boursières qui couvrent les périodes les plus récentes et qui intègrent les dernières informations financières et l'environnement macroéconomique dans lequel la Société évolue, au 15 janvier 2021 également, tout en mettant en exergue les moyennes 120 et 180 jours.

Nous n'avons pas de divergence d'appréciation sur les calculs effectués.
Nous considérons au même titre que l'établissement présentateur que la méthode du cours de bourse doit être retenue à titre principal comme expliqué en partie 3.3.4 -.

4.2.4 - Référence aux transactions en cours de réalisation sur le capital de la société

L'établissement présentateur a retenu la référence aux transactions en cours de réalisation sur le capital de la société à titre indicatif.

Pour appliquer cette méthode, l'établissement présentateur a retenu en synthèse :

- le prix de la transaction (47,97€) portant sur l'acquisition par Novagerm du Bloc de Contrôle du groupe Eurogerm auprès des Actionnaires de Référence représentant un total de 2.700.281 actions soit environ 62,58% du capital de la Société à cette date ;
- le prix de la transaction (47,97€) portant sur l'acquisition par Novagerm de l'intégralité des titres Eurogerm détenus par Monsieur Benoît Huvet et sa société Vadrillette représentant 52.952 actions soit environ 1,23% du capital social de la Société à cette date ;
- le prix proposé (47,97€) à Nisshin Seifun Group Inc, au titre d'une convention portant transfert a posteriori de la clôture de la période d'Offre, au bénéfice de Novagerm, de l'intégralité de ses actions Eurogerm par voie de cession et apport, soit 634.580 actions représentant environ 14,71% du capital social de la Société à cette date.

Nous avons pour notre part également retenu ces transactions comme référence d'appréciation du prix de l'action Eurogerm à titre principal pour les raisons évoquées précédemment.

Nous n'avons pas d'autre divergence d'appréciation sur la valeur de l'action Eurogerm retenue par référence aux transactions.

5 - Analyse des accords connexes à l'Offre

A la suite d'un processus de cession concurrentiel, Monsieur Jean-Philippe Girard et les sociétés ACG (société détenue par Jean-Philippe Girard) et Unigrains sont entrés, le 17 janvier 2021, en négociations exclusives avec Naxicap Partners qui a souscrit une promesse d'achat au bénéfice de ces actionnaires en vue de l'éventuel transfert de leurs participations représentant au total, de manière directe et indirecte (par l'acquisition de 100% des titres composant le capital de la société Mobago, société détenant 62,24% du capital d'Eurogerm), 62,58% du capital social d'Eurogerm à une holding de reprise constituée pour les besoins de l'opération (« Novagerm ») au prix de 47,97€ par action Eurogerm.

Cette promesse d'achat a été suivie de la signature le 10 février 2021 d'un accord de cession (« Share purchase agreement ») entre Novagerm et les actionnaires cédants : ACG, Monsieur Jean-Philippe Girard et Unigrains. Cet accord est soumis à des conditions suspensives dont notamment la conclusion d'un engagement ferme de transfert par des tiers cédants portant sur au moins 13% du capital social d'Eurogerm. Cette condition a donné lieu à la conclusion d'un accord entre Novagerm et Nisshin, en date du 3 mars 2021, portant sur le transfert à Novagerm de l'intégralité de la participation que détient Nisshin dans Eurogerm soit 14,71% du capital et le réinvestissement par Nisshin dans Novagerm. Ce dernier accord est lui-même conclu sous certaines conditions suspensives dont notamment l'émission de l'attestation d'équité par l'expert indépendant dans le cadre de l'Offre.

Dans le cadre de ce changement de contrôle, il a été conclu concomitamment à la conclusion de la Promesse d'achat présentée ci-dessus des accords avec Monsieur Benoît Huvet, actuel Directeur Général délégué d'Eurogerm relatifs à la cessation de ses fonctions au sein du groupe Eurogerm, la résiliation des conventions réglementées le concernant, la rupture de son contrat de travail et la cession à Novagerm des actions Eurogerm qu'il détient directement et indirectement via sa société Vadrilette, soit 1,23% du capital d'Eurogerm.

Ces opérations d'acquisition de titres d'Eurogerm par Novagerm s'inscrivent dans le cadre d'une opération de LMBO¹⁰ à laquelle divers managers d'Eurogerm participent. Dans le même cadre, ACG, Unigrains et Nisshin réinvestiront une partie de leur prix de cession dans Novagerm et deviendront associés minoritaires de cette dernière aux côtés de fonds gérés par Naxicap qui détiendront la majorité du capital et des droits de vote de Novagerm.

Dans ce cadre, nous avons examiné les accords qui ont été portés à notre connaissance et pouvant avoir une influence significative sur l'appréciation de l'Offre, afin d'apprécier si ces accords comportaient des dispositions financières susceptibles de remettre en cause le caractère équitable du prix d'Offre. Nous avons analysé :

- La Promesse d'achat (« Put Option ») par Naxicap Partners, signée en date du 17 janvier 2021 et agréée et acceptée par Unigrains et ACG et son gérant Monsieur Jean-Philippe Girard ;
- L'accord de cession (« Share Purchase Agreement »), signé en date du 10 février 2021 entre les sociétés Novagerm, Unigrains et ACG et Monsieur Jean-Philippe Girard ;
- Le projet de contrat d'apport d'actions Mobago à conclure en date du 29 avril 2021 entre ACG et Unigrains en qualité d'apporteurs et Novagerm en qualité de bénéficiaire.

- Le Protocole d'accord, signé en date du 17 janvier 2021 entre la société Eurogerm, les Parties JPG (Monsieur Jean-Philippe Girard et la société ACG) et les Parties BH (Monsieur Benoît Huvet et la société Vadrilette) ;
- La convention de rupture du contrat de travail et son avenant signés respectivement en date du 18 janvier et du 11 février 2021 entre la société Eurogerm et Monsieur Benoît Huvet ;
- Le Protocole de cession, signé en date du 17 janvier 2021 entre la société Vadrilette et son gérant Monsieur Benoît Huvet et les sociétés Naxicap Partners et Eurogerm SA.

¹⁰ LMBO : Leveraged management buy-out

- L'accord d'acquisition et d'investissement (« Acquisition and investment agreement »), conclu en date du 3 mars 2021 entre Nisshin Seifun Group Inc., Novagerm et Naxicap Partners ;
- Le pacte d'associés (« Securities holders' agreement ») conclu en date du 3 mars 2021 entre Nisshin Seifun Group Inc et Naxicap Partners devant entrer en vigueur à compter de la réalisation effective du transfert de la participation de Nisshin à Novagerm ;
- La notice de réinvestissement (« Reinvestment Option Exercise Notice »), envoyée le 26 mars 2021 par Nisshin Seifun Group Inc. à Novagerm.

- Le Management Term Sheet, signé en date du 17 janvier 2021 entre la société Naxicap Partners, Monsieur Jean-Philippe Girard et Monsieur Serge Momus, Monsieur Sébastien Jollet, Monsieur Yannick Le Moteux et Monsieur Edouard Navarre ;
- Le projet de pacte entre titulaires de valeurs mobilières émises par les sociétés Novagerm, BREAD4ALL 1&2, BREAD4ALL PST-1, BREAD4ALL PSR-1 ET BREAD4ALL PS-2 qui sera signé entre les Fonds Naxicap, ACG, Unigrains et les Managers du Cercle 1 ;
- Le projet de pacte entre titulaires de valeurs mobilières émises par les sociétés Novagerm, BREAD4ALL 1&2 et BREAD4ALL PS-2 qui sera signé entre les Fonds Naxicap, les Managers du Cercle 2 ;
- Le projet de procès-verbal de l'associé unique et de la collectivité des associés de l'Initiateur devant statuer sur les différentes opérations d'investissement des anciens et nouveaux actionnaires et managers d'Eurogerm dans la nouvelle entité Novagerm ;
- Le mémorandum de structure fiscal établi par le cabinet Lamartine Conseil détaillant l'ensemble des transactions prévues dans le cadre de l'opération,
- Le rapport du tiers évaluateur sur la valeur des ADP1 de Novagerm ;
- Le rapport du commissaire aux avantages particuliers relatif aux émissions d'ADP1 et ADP2 de Novagerm ;
- Le projet de Statuts de Novagerm.

Les pactes d'associés conclus et qui seraient conclus entre les parties et cités dans la liste ci-dessus sont présentés dans le projet de note d'information de l'Initiateur et dans le projet de note d'information en réponse d'Eurogerm. Ces pactes reprennent notamment l'organisation générale de la gouvernance du Groupe et les conditions de transfert des titres Novagerm et des titres des sociétés de managers (détenant des titres Novagerm) et les dispositions en cas de départ des managers.

Nous présentons dans les paragraphes qui suivent les différentes opérations d'investissement des anciens et nouveaux actionnaires et managers d'Eurogerm dans la nouvelle entité Novagerm.

5.1 - Les apports et investissements des parties dans Novagerm

5.1.1 - Investissements des fonds Naxicap

Préalablement à la Cession des Blocs de Contrôle, les Fonds Naxicap investiront dans Novagerm la somme globale de 65.500.001€ par souscription de 49.125.001 actions ordinaires Novagerm au prix d'un (1) euro par action et par souscription de 16.375.000 obligations convertibles (ci-après « OC ») au prix d'un (1) euro par OC soit une répartition de l'investissement de 75% en actions ordinaires et 25% en OC.

Les termes et conditions des OC émises par Novagerm sont présentés dans le projet de note d'information de l'Initiateur. Les OC sont souscrites à une valeur nominale de 1€ par OC et sont rémunérées à un taux d'intérêt de 9% capitalisables annuellement. Elles sont remboursables à compter du huitième anniversaire de leur date d'émission sous réserve du respect de la convention de subordination avec l'emprunt senior souscrit par l'Initiateur et sauf les cas de conversion anticipée en actions ordinaires de Novagerm. Les OC sont convertibles en actions

ordinaires, en cas de survenance d'un événement de conversion (notamment, cas de difficulté, une Sortie ou une introduction en bourse) à raison d'une (1) action ordinaire pour une (1) OC.

Naxicap mettra également en place un compte courant associé de 25.000.000€ afin de financer, en complément du Prêt Sénior, les opérations d'acquisitions de titres liées à l'Offre. Il est précisé qu'à l'issue de la période d'Offre (ou, le cas échéant, de la mise en œuvre du Retrait Obligatoire) la partie du compte courant apporté par les Fonds Naxicap, utilisée dans le cadre des acquisitions de titres à l'Offre, sera incorporée au capital de Novagerm, le solde de l'avance en compte courant, non utilisée, leur étant remboursé.

Les conditions d'émission des actions ordinaires et des OC n'appellent pas de commentaire particulier de notre part.

5.1.2 - Investissements de divers managers d'Eurogerm dans Novagerm

Préalablement à la Cession des Blocs de Contrôle, certains managers d'Eurogerm souscriront, aux côtés des Fonds Naxicap, au capital des sociétés constituées pour les besoins du LMBO et devant regrouper diverses catégories de managers (ensemble les « Manco ») étant précisé que ces Manco réinvestiront immédiatement l'intégralité des souscriptions ainsi réalisées (soit la somme globale de 3.514.665€) en actions ordinaires, actions de préférence 1 (ADP 1) et actions de préférence 2 (ADP 2) émises par Novagerm.

Ces Manco sont les sociétés dénommées BREAD4ALL 1&2, BREAD4ALL PSR-1, BREAD4ALL PST-1 et BREAD4ALL PS2. L'identité des différentes ManCo et différents cercles de managers y investissant est présentée et détaillée dans le projet de note d'information de l'Initiateur. Les investissements des Manco seront les suivants :

- BREAD4ALL 1&2 souscrira à 2.396.295 actions ordinaires Novagerm émises au prix unitaire de 1,00€. Les actionnaires de BREAD4ALL 1&2 seront les managers des Cercles 1 et 2, tel que présenté dans le projet de note d'information de l'Initiateur, et les Fonds Naxicap.
- BREAD4ALL PSR-1 souscrira 230.418 ADP1 Novagerm émises au prix unitaire de 1,10€. Les actionnaires de BREAD4ALL PSR-1 seront les managers du Cercle 1 et les Fonds Naxicap.
- BREAD4ALL PST-1 souscrira 501.283 ADP2 Novagerm émises au prix unitaire de 1,00€. Les actionnaires de BREAD4ALL PST-1 seront les managers du Cercle 1 et les Fonds Naxicap.
- BREAD4ALL PS2 souscrira 92.858 ADP1 Novagerm et 288.482 ADP2 Novagerm émises respectivement à 1,10€ par ADP1 et 1,00€ par ADP2. Les actionnaires de BREAD4ALL PS2 seront les managers du Cercle 2 et les Fonds Naxicap.

Les titres des Mancos dont les Fonds Naxicap seront titulaires le 29 avril prochain ont vocation à être cédés à des managers du Groupe.

Les principaux termes et conditions des ADP1 et ADP2 sont décrits dans le projet de note d'information de l'Initiateur et sont présentés de façon succincte comme suit :

- Les ADP1 sont des actions de préférence donnant droit à leurs titulaires, en cas de réalisation d'une Sortie, à un montant M qui leur sera attribué par prélèvement sur le prix de transfert des actions ordinaires et qui sera à répartir entre les titulaires d'ADP1 au prorata du nombre d'ADP1 respectivement détenues par chaque associé concerné. Ce montant M est fonction du TRI et du multiple de Sortie réalisé par les Sponsors (i.e. les Fonds Naxicap, Unigrains, ACG et Nisshin) lors d'une Sortie. Le TRI et le multiple de Sortie sont appréciés en fonction du montant investi par les Sponsors et du montant qui sera réalisé lors d'une Sortie ainsi que des intérêts encaissés au titres des OC et des dividendes prioritaires encaissés au titre des ADP2 détenues par les Sponsors.

En cas de réalisation d'une Sortie avant le troisième anniversaire de la date de réalisation, le montant M est calculé par la somme des quatre montants suivants :

- Le plus élevé entre 0 et 10% de la plus-value réalisée par les Sponsors au-delà d'un TRI de 15%,
- Le plus élevé entre 0 et 6% de la plus-value réalisée par les Sponsors au-delà d'un TRI de 20%,
- Le plus élevé entre 0 et 4% de la plus-value réalisée par les Sponsors au-delà d'un TRI de 25%,
- Le plus élevé entre 0 et 3% de la plus-value réalisée par les Sponsors au-delà d'un TRI de 35%,

En cas de réalisation d'une Sortie à compter du troisième anniversaire de la date de réalisation, le montant M est calculé par la somme des quatre montants suivants :

- Le plus élevé entre 0 et 10% de la plus-value réalisée par les Sponsors au-delà d'un multiple de 1,5x,
- Le plus élevé entre 0 et 6% de la plus-value réalisée par les Sponsors au-delà d'un multiple de 1,7x,
- Le plus élevé entre 0 et 4% de la plus-value réalisée par les Sponsors au-delà d'un multiple de 2,0x,
- Le plus élevé entre 0 et 3% de la plus-value réalisée par les Sponsors au-delà d'un multiple de 2,5x,

Le montant M est ajusté par un calcul anti-dilutif final (afin que les titulaires des ADP1 ne supportent pas eux-mêmes le coût du montant M ainsi déterminée).

Préalablement à une Sortie, les ADP1 ne donneront droit à aucun droit économique et chaque ADP1 bénéficie de 0,1 droit de vote.

Les ADP1 prennent la forme d'un « mécanisme d'*incentive* » et permettront donc aux managers de capter, en fonction du degré d'atteinte des objectifs de performance, une partie de la plus-value réalisée, le cas échéant, par les Sponsors lors d'une Sortie.

Les ADP1 ont été évaluées par un tiers évaluateur, en tenant compte des caractéristiques détaillées ci-avant, et sur la base de la méthode de l'échantillonnage statistique. Nous avons procédé à l'analyse du rapport du tiers évaluateur en date du 15 avril 2021. La méthode d'évaluation utilisée permet d'estimer la valeur des actions de préférence de cette nature.

L'évaluateur a déterminé les principaux paramètres d'évaluation qui concernent notamment la valeur du sous-jacent, les critères de « payoff » des ADP1, la maturité et les probabilités de sortie pour chaque horizon de sortie et les probabilités de croissance du chiffre d'affaires du groupe (scénarios d'évolution prévisionnelle du business plan du groupe). Le tiers évaluateur a conclu sur une valeur globale des ADP1 de 380k€.

Conformément aux conclusions du tiers évaluateur, les ADP1 seront souscrites à un prix par action de 1,10€ compte tenu d'un nombre total d'ADP1 qui sera émis de 345.452 ADP1 (soit 323.276 ADP1 qui seraient émises à la date de réalisation de l'opération et 22.178 ADP1 qui seraient émises ultérieurement au profit de deux managers identifiés). Par ailleurs, l'émission des ADP1 par Novagerm a fait l'objet d'un rapport d'un commissaire aux apports chargé d'apprécier les avantages particuliers.

- Les ADP2 sont des actions de préférence donnant droit par priorité à un dividende précipitaire, prioritaire et cumulatif égal au montant des intérêts qu'aurait produit son prix de souscription s'il avait été placé au taux de 9% par an (ci-après le « Dividende Prioritaire »).

En cas de Sortie, les ADP2 seront automatiquement converties en actions ordinaires à raison d'une action ordinaire pour une ADP2 et le Dividende Prioritaire non payé, en tout ou partie, sera incorporé au capital de Novagerm par émission d'actions ordinaires.

Chaque ADP2 bénéficie de 0,1 droit de vote tant que les actions Eurogerm restent cotées sur Euronext Growth Paris, et 0,3 droit de vote dès que les actions Eurogerm ne sont plus cotées.

En cas de Sortie, la valeur des titres à la Sortie sera répartie entre les titulaires de Titres de la manière suivante :

- En premier lieu aux titulaires d'OC et d'ADP 2 à hauteur (i) pour les OC d'un montant correspondant au montant total des intérêts capitalisés et des intérêts

courus au titre des OC, et (ii) pour les ADP 2, du montant du Dividende Prioritaire, étant précisé que si la valeur des titres à la Sortie ne permet pas de procéder à la totalité de la répartition susvisée, la valeur sera répartie entre les titulaires d'OC et d'ADP 2 au prorata du montant que chacun des titulaires aurait dû percevoir au titre de la répartition de la valeur ;

- Ensuite, après et sous réserve du paiement des sommes visées au paragraphe précédent, aux titulaires des titres en application des règles statutaires, et notamment des termes et conditions des ADP 1.

Le prix de souscription d'une ADP2 est de 1,00€ et est équivalent au prix de souscription unitaire des OC qui ont des caractéristiques économiques très proches et ayant le même ordre de priorité sur la répartition de la valeur des titres Novagerm lors d'une Sortie.

Il est précisé que l'ensemble des investissements en actions ordinaires et en ADP2 ou OC respectent une répartition identique de 75% en actions ordinaires et 25% en ADP2 (pour les ACG et les managers via les Manco) ou en OC (pour Naxicap et Unigrains). Ainsi, en dehors des ADP1 qui seront souscrites au prix déterminé par un tiers évaluateur, le profil de gain des managers sera identique à celui des autres actionnaires de Novagerm (Naxicap, ACG, Unigrains et Nisshin). Le prix de souscription de 1,00€ n'incorpore donc pas d'avantage particulier attribué à un actionnaire (ou une catégorie d'actionnaire) en particulier au détriment d'un autre et n'appelle donc pas de commentaire particulier de notre part.

L'investissement des managers via les Manco leur permet d'investir indirectement dans Novagerm et par conséquent indirectement dans les titres Eurogerm. Les conditions de détermination du prix de souscription sont cohérentes avec le prix d'Offre. Ces conditions d'investissement nous semblent usuelles. Les prix de souscriptions des actions ordinaires et des ADP2 n'appellent pas de commentaire particulier de notre part étant précisé que l'ensemble des actionnaires souscriront aux mêmes proportions d'actions ordinaires d'une part et d'ADP2 ou d'OC d'autre part (75%/25%) aboutissant ainsi à un profil de gain identique (Pari passu) pour l'ensemble des actionnaires en dehors des ADP1.

Le prix de souscription des ADP1 a été déterminé sur la base des travaux d'un tiers évaluateur. Les avantages particuliers relatifs aux ADP1 et ADP2 ont fait l'objet d'un rapport d'un commissaire aux apports chargé d'apprécier les avantages particuliers.

L'analyse des accords relatifs à l'investissement des managers ne font pas apparaître de clause qui remettrait en cause l'équité du prix d'Offre.

5.1.3 - Réinvestissement d'ACG et d'Unigrains

Conformément à ce qui est exposé à la section 4.3.1.1 du présent rapport, ACG et Unigrains (Actionnaires de Référence d'Eurogerm) réinvestiront dans Novagerm par voie d'apport de 29.000 et 27.092 actions Mobago respectivement par ACG et Unigrains à Novagerm. Unigrains fera également un apport en numéraire en souscrivant à des actions ordinaires et des OC.

En rémunération des 29.000 actions Mobago apportées (soit une valeur d'apport totale de 10.035.160€), ACG recevra 7.526.370 actions ordinaires Novagerm qui seront émises au prix unitaire de un (1) euro et 2.508.790 ADP2 (les termes et conditions des ADP2 sont présenté dans le paragraphe 5.1.2 ci-dessus) émises au prix unitaire de un (1) euro.

Unigrains, en rémunération de ses 27.092 actions Mobago apportées (soit une valeur d'apport totale de 9.374.915€), recevra 9.374.915 actions ordinaires Novagerm qui seront émises au prix unitaire de un (1) euro.

L'analyse du projet de contrat d'apport fait apparaître une valeur d'apport globale de 19.410.075,68€ soit 346,04 € par action Mobago. La valeur d'apport correspond donc par transparence à 47,97€ par action Eurogerm, une valeur équivalente au prix d'Offre. Cette valeur n'appelle donc pas de commentaire particulier de notre part.

La rémunération des apports étant réalisée sur la base des prix d'émission des actions ordinaires et ADP2 de 1,00€ par action, correspond donc à la valeur des apports et n'appelle pas de commentaire particulier de notre part.

L'analyse du projet de contrat d'apport ne fait pas apparaître de clause de complément de prix ou de clause qui remettrait en cause l'équité du prix d'Offre étant précisé que comme mentionné dans les paragraphes précédents, les ADP2 seront traitées pari passu avec les OC, dans les conditions prévues à l'annexe 3 des statuts de Novagerm.

Par ailleurs, Unigrains complètera son investissement par des apports en numéraires et souscrira à 9.375.085 actions ordinaires Novagerm au prix d'émission de 1€ par action et via la société Unigrains Diversification, à 6.250.000 OC (obligations convertibles) Novagerm au prix d'émission de 1€ par OC. Le montant total réinvesti par voie d'apport (9.374.915€) et en numéraire (9.375.085€ en actions ordinaires et 6.250.000€ en OC) par Unigrains (et Unigrains Diversification) s'élèvera ainsi à 25.000.000€.

Le montant total réinvesti par ACG dans Novagerm s'élèvera à 10.035.160€ et sera réalisé uniquement par voie d'apport des 29.000 actions Mobago qu'elle détient.

En conclusion, les conditions de réinvestissement des Actionnaires de Références dans Novagerm nous semblent usuelles et n'appellent pas de commentaire particulier de notre part.

La répartition du capital de Novagerm à la date du dépôt du projet d'Offre sera, sur la base des informations disponibles à la date de notre rapport, présentée dans le tableau suivant (en nombre) :

Novagerm - Répartition du capital social et des obligations convertibles					
		Actions Ordinaires	Obligations convertibles	ADP 2	ADP 1
Naxicap		49 125 001	16 375 000	0	0
	<i>NIO II</i>	18 998 619	6 332 873	0	0
	<i>NO X</i>	5 428 177	1 809 392	0	0
	<i>NO XV</i>	16 284 531	5 428 177	0	0
	<i>NR24</i>	8 413 674	2 804 558	0	0
Unigrains		18 750 000	6 250 000	0	0
ACG		7 526 370	0	2 508 790	0
BREAD4ALL 1&2		2 369 296	0	0	0
BREAD4ALL PSR-1		0	0	501 283	0
BREAD4ALL PST-1		0	0	0	230 418
BREAD4ALL PS2		0	0	288 482	92 858
Total		77 770 667	22 625 000	3 298 555	323 276

Il est précisé que les managers via leur investissement respectifs dans les diverses Manco, détiendront indirectement des actions ordinaires et des ADP2 Novagerm dans les mêmes proportions que les autres investisseurs (75%/25%). Ils détiendront également indirectement des ADP1 souscrites au prix déterminé sur la base des travaux du tiers évaluateur.

5.1.4 - Réinvestissement de Nisshin dans Novagerm

Nisshin est un partenaire commercial historique d'Eurogerm représentée au conseil d'administration de cette dernière.

Dans le cadre de la convention en date du 3 mars 2021 (cf. §4.3.1.3), Nisshin s'est engagée à réinvestir une partie du prix de cession de ses actions Eurogerm par la souscription d'actions ordinaires Novagerm à émettre au prix unitaire de 1,00€ et par la souscription d'OC (dont les principaux termes et conditions des OC figurent à la section 5.1.1 - ci-dessus) à émettre par Novagerm au prix unitaire de 1,00€ de manière à détenir 15% du capital et des droits de vote de Novagerm, calculé sur une base pleinement diluée. Les accords prévoient également la conclusion future d'un nouvel accord commercial entre Nisshin et Eurogerm.

Les conditions financières des souscriptions envisagées dans Novagerm par Nisshin sont identiques à celles applicables aux autres investisseurs en ce qui concerne le prix de souscription des actions ordinaires et OC à émettre par Novagerm étant précisé que l'investissement de Nisshin sera réalisé dans les mêmes proportions (pari passu) en termes d'actions ordinaires et OC (75%/25%) que l'ensemble des autres actionnaires (ADP2 pour ACG et les Manco ; OC pour les Fonds Naxicap, Unigrains et Nisshin) en dehors des ADP1.

Dans le cadre de ce réinvestissement un pacte d'actionnaires (« securities holders' agreement ») a été conclu entre Naxicap Partners et Nisshin en date du 3 mars 2021, il entrera en vigueur à compter de la date de réalisation de la cession de sa participation par Nisshin à Novagerm. Le pacte rappelle la gouvernance générale envisagée et organise la liquidité des titres Novagerm détenus par Nisshin. Les conditions de gouvernance et de liquidité (clauses de lock-up, tag along, drag along...) prévues dans le pacte sont usuelles et n'apportent pas de commentaire particulier de notre part.

Au titre du pacte et dans le cas où Nisshin et Eurogerm n'arriveraient pas à conclure le nouvel accord commercial, Nisshin disposera d'une option de vente par laquelle Naxicap et les Fonds Naxicap s'engagent à racheter les titres Novagerm détenu par Nisshin sur la base d'un prix de marché lequel étant défini comme la valeur de Novagerm par transparence du prix d'Offre jusqu'à la mise à disposition de chacun des états financiers de Novagerm, Mobago et Eurogerm pour l'exercice 2021 certifié par leurs commissaires aux comptes respectifs et à compter de la disponibilité desdits états financiers, par l'intervention d'un tiers évaluateur.

La conclusion de cette option de vente est réalisée dans le contexte des relations commerciales historiques de Nisshin avec Eurogerm. Cette option de vente permet à Nisshin d'obtenir une liquidité et une sortie immédiate dans le cas où les deux sociétés n'arriveraient pas à conclure cet accord commercial.

Les accords (y compris le pacte d'actionnaires) et les conditions de réinvestissement de Nisshin ne stipulent aucun mécanisme de complément de prix au bénéfice de Nisshin. Ils ne font pas apparaître de clauses qui remettraient en cause l'équité du prix d'Offre.

5.2 - Analyse des promesses en cas de départ des managers

En cas de départ du Groupe Eurogerm par l'un des managers (mandataires sociaux ou salariés du Groupe Eurogerm), les Fonds Naxicap bénéficieront de promesses de vente par les managers (option d'achat) sur la totalité des titres Novagerm et/ou de la ou des Manco concernées, dans les principales conditions suivantes :

- En cas de Départ Non Fautif (décès, invalidité, incapacité, départ à la retraite à l'âge légal), Le prix de cession des titres des Manco détenant des actions ordinaires Novagerm sera égal à la plus élevée des valeurs suivantes :
 - « Prix Formule » : calculée sur la base de la formule suivante $13x \text{ EBITDA} - \text{Dette Nette}$.
 - « Prix de Revient » c'est-à-dire le prix de souscription.

Le prix de cession des titres des Manco détenant des ADP 1 et/ou ADP 2 de Novagerm sera égal au Prix de Revient.

Les managers bénéficieront d'un droit de suite en cas de cession de la totalité des titres Novagerm (ci-après la « Sortie ») intervenant dans un délai de quatre ans à compter de la notification du départ du Manager (ci-après la « Notification »). Ce complément de prix sera égal à :

- 100% de l'écart entre le prix que le Manager aurait perçu si la cession de ses titres était intervenue lors de la Sortie et le prix de cession perçu par celui-ci dans le cadre de l'exercice de la promesse de vente si la Sortie intervient dans un délai de six (6) mois au plus à compter de la date de Notification
- 70% de l'écart cité ci-dessus si la Sortie intervient dans un délai compris entre six (6) mois et un (1) an au plus à compter de l'exercice de la date de Notification

- 50% de l'écart cité ci-dessus si la Sortie intervient dans un délai compris entre un (1) et deux (2) ans à compter de la date de Notification
 - 30% de l'écart cité ci-dessus si la Sortie intervient dans un délai compris entre deux (2) et quatre (4) ans à compter de la date de Notification
 - 0% de l'écart cité ci-dessus si la Sortie intervient après un délai de quatre (4) ans à compter de la date de Notification
- En cas de Départ Fautif (démission, départ à la retraite avant l'âge légal, licenciement ou faute grave ou lourde, Violation Majeure des principales dispositions du pacte d'associés), le prix de cession des titres des Manco détenant des actions ordinaires Novagerm sera égal à la plus faible des valeurs suivantes :
- Prix Formule après application d'une décote de 20% ;
 - Prix de Revient.

Le prix de cession des titres des Manco détenant des ADP 1 de Novagerm sera égal à un euro forfaitaire pour la totalité des titres concernés et le prix de cession des ADP 2 sera égal au Prix de Revient.

- En cas de Départ Neutre (tout cas de Départ ne constituant pas un Départ Fautif ou un Départ Non Fautif), le prix de cession des titres des Manco détenant des actions ordinaires Novagerm sera égal au Prix Formule.

Le prix de cession des titres des Manco détenant des ADP 1 et/ou ADP 2 de Novagerm sera égal au Prix de Revient des titres concernés.

Ces promesses permettent aux Fonds Naxicap de racheter les titres détenus par un manager dans le cas de son départ du groupe Eurogerm. Ces promesses ne contiennent aucune clause de prix de sortie garanti puisqu'elles sont à la main de Naxicap qui n'a pas l'obligation de les exercer. L'application de la formule sur la situation contemporaine de la société ne fait pas apparaître, par transparence, une valeur induite par action Eurogerm supérieure au prix d'Offre. Ces promesses ne traduisent aucun complément de prix et ne font pas apparaître de clause qui remettrait en cause l'équité du prix d'Offre.

5.3 - Conclusion sur les accords connexes

En synthèse, les différentes catégories d'instruments financiers qui seront émises par Novagerm ont pour vocation d'organiser le profil de gain et la répartition de la plus-value globale entre les actionnaires de Novagerm en cas de Sortie du capital. Cette plus-value sera calculée sur la base du prix réalisé par les Sponsors (les Fonds Naxicap, ACG, Unigrains et Nisshin) lors d'une sortie future du capital et est fondée sur la valeur de marché du seul sous-jacent de Novagerm, à savoir les titres Eurogerm. Les détenteurs des actions de préférence sont donc indirectement associés au risque et au bénéfice de la réalisation des objectifs de progression de valeur d'Eurogerm. Les pactes d'associés prévus ont vocation à décrire la gouvernance envisagée de Novagerm et de la Société ainsi que les règles applicables aux transferts de titres. Les conditions des pactes d'associés sont usuelles et n'appellent pas de commentaire particulier.

Par ailleurs, les accords et différents mécanismes décrits dans cette partie (5 -) du présent rapport ne prévoient aucune clause de complément de prix ou disposition assimilable. Les investissements et réinvestissements devant intervenir via différents titres émis notamment par Novagerm seront réalisés sur la base de prix cohérents avec le prix d'Offre étant précisés que le prix de souscription des ADP1 a été déterminé par un tiers évaluateur et que l'ensemble des avantages particuliers prévus notamment au titre des ADP1 et ADP2 ont fait l'objet d'un rapport d'un commissaire aux apports chargé d'apprécier les avantages particuliers.

En cas de départ de managers au niveau de Manco, Naxicap détiendra la possibilité (via des promesses de vente obtenues auprès des managers) de racheter leurs titres. Certaines clauses de ces promesses prévoient une formule de détermination du prix, en cas de départ, fondée sur un multiple d'EBITDA. L'application de cette formule à la situation contemporaine de l'Offre ne fait pas apparaître, par transparence, de prix par action Eurogerm supérieur au prix d'Offre de 47,97€ par action Eurogerm.

Dans ces conditions, les accords qui ont été portés à notre connaissance fixant en particulier les modalités de rémunération des apports et de réinvestissements d'ACG et Unigrains et de l'investissement de Naxicap, Nisshin et des managers (indirectement via les Manco) dans Novagerm, ne sont pas, selon nous, de nature à remettre en cause le caractère équitable de l'Offre d'un point de vue financier.

6 - Analyse des observations écrites d'actionnaires

6.1 - Présentation des arguments développés dans les observations

Nous avons reçu, en date du 11 février 2021, un courriel de De Pardieu Brocas Maffei, conseil juridique de Crédit Mutuel Equity SCR (ci-après « Crédit Mutuel Equity »), actionnaire minoritaire d'Eurogerm détenant, au 31 décembre 2020, 8,36% du capital social et 8,80% des droits de vote de la Société.

A cet égard, ils ont porté à notre attention les documents relatifs à l'offre que Crédit Mutuel Equity a formulée dans le cadre du processus de cession concurrentiel pour 100% des titres d'Eurogerm aboutissant à une valorisation de 214,1m€ (soit 49,62€ par action Eurogerm), laquelle n'a finalement pas été retenue par l'actionnaire majoritaire au profit de l'offre présentée par Naxicap Partners.

Les documents suivants nous ont été apportés afin de nous permettre d'assurer notre mission d'expert indépendant, chargé d'apprécier le caractère équitable de l'Offre :

- En date du 1^{er} septembre 2020, le courriel de Monsieur Bertrand Robert (AMI Capital) adressé à Messieurs Badri Ben Grine et Jérôme Geney.
- En date du 18 septembre 2020, la lettre d'intérêt indicative remise par Crédit Mutuel Equity SCR à Monsieur Jean-Philippe Girard et AMI Capital.
- En date du 3 décembre 2020, la lettre d'offre indicative confirmatoire remise par Crédit Mutuel Equity SCR à Monsieur Jean-Philippe Girard et AMI Capital.
- En date du 14 décembre 2020, le courriel de Monsieur Jean-Philippe Girard adressé à Messieurs Christophe Tournier, Jérôme Geney et Stéphane Vermot-Desroches (Crédit Mutuel Equity).
- En date du 26 décembre 2020, le courriel de Monsieur Jean-Philippe Girard adressé à Messieurs Bertrand Ghez et Jean-Christophe Littaye (Crédit Mutuel Equity).
- En date du 28 décembre 2020, le courriel de Monsieur Jean-Philippe Girard adressé à Monsieur Jean-Christophe Littaye (Crédit Mutuel Equity).
- En date du 28 décembre 2020, le courriel de Jean-Christophe Littaye (Crédit Mutuel Equity) adressé à Monsieur Jean-Philippe Girard.
- En date du 7 janvier 2021, la lettre de Monsieur Jean-Philippe Girard, pris en sa qualité de président d'Eurogerm, adressée à Crédit Mutuel Equity SCR.
- En date du 7 janvier 2021, le courrier officiel de Lamartine Conseil, conseil de Naxicap Partners, adressée à De Pardieu Brocas Maffei.
- En date du 11 janvier 2021, la lettre de De Pardieu Brocas Maffei adressée à Lamartine Conseil, conseil juridique de Naxicap Partners.
- En date du 11 janvier 2021, la lettre de Crédit Mutuel Equity SCR adressée à Monsieur Jean-Philippe Girard.

Faisant suite à leur lettre d'intérêt indicative en date du 18 septembre 2020, Crédit Mutuel Equity a soumis à AMI Capital (conseil financier de l'actionnaire majoritaire) le 3 décembre 2020, une offre indicative confirmatoire afin de confirmer sa volonté de réaliser l'opération au côté d'Eurogerm.

En effet, en tant qu'actionnaire minoritaire d'Eurogerm depuis 2007, Crédit Mutuel Equity souhaitait accompagner la Société dans une nouvelle phase de son histoire et de son développement afin de faire du Groupe le pionnier et le référent de la formulation sur mesure d'ingrédients naturels pour les acteurs de la filière Blé-Farine-BVP.

Crédit Mutuel Equity avait ainsi pour objectif de faire évoluer le chiffre d'affaires et la marge d'EBITDA de la Société sur un horizon de 6 à 7 ans en s'appuyant sur l'équipe managériale actuelle pour accentuer l'effort de R&D, élargir l'offre de produits et de services et conforter les positions du Groupe à l'international notamment par le biais de partenariats et de croissances externes.

L'opération envisagée par Crédit Mutuel Equity, titulaire de 360.877 actions Eurogerm représentant 8,36% du capital et 8,80% des droits de vote de la Société à la date de l'offre indicative confirmatoire et du présent rapport, consistait en l'acquisition par une société par actions simplifiée de droit français (ci-après « NewCo ») spécialement constituée pour l'opération, directement et indirectement par voie de cessions et/ou d'apports, d'un bloc de contrôle des titres d'Eurogerm suivi d'un dépôt par NewCo d'une offre publique d'achat simplifiée.

En effet, l'acquisition du bloc de contrôle portait sur l'acquisition par NewCo, par voie de cession et/ou d'apports, de l'intégralité des titres de Mobago et de l'intégralité des titres détenus directement par Monsieur Jean-Philippe Girard et sa société ACG, Benoît Huvet et sa société Vadrillette ainsi que par Nisshin et, dans la mesure du possible, certains actionnaires identifiés (notamment lié au management actuel du Groupe).

A la suite de l'acquisition du bloc de contrôle, Crédit Mutuel Equity envisageait le dépôt d'une offre publique d'achat simplifiée sur la base de la même valorisation que celle offerte aux Cédants par NewCo, laquelle aurait indiqué avoir l'intention de procéder au retrait de la côte d'Eurogerm après l'OPAS par le biais d'une procédure de retrait obligatoire.

Par ailleurs, Crédit Mutuel Equity souhaitait construire une nouvelle organisation managériale en mettant en place un directoire réunissant les managers clés de la Société ainsi qu'un conseil de surveillance qui aurait été institué au sein de NewCo et un comité exécutif créé au sein d'Eurogerm.

L'offre indicative confirmatoire a été effectuée sur la base d'une valeur des titres de l'ordre de 214,1m€ (soit 49,62€ par action Eurogerm), laquelle pouvait être modifiée en fonction des résultats finaux des travaux d'audit qui étaient en cours de finalisation et/ou pour tenir compte d'éléments de structuration supplémentaires. En effet, les travaux de due-diligence effectués par Crédit Mutuel Equity étaient en voie d'achèvement lors de l'offre confirmatoire indicative et nécessitaient l'obtention de certains éléments permettant notamment de finaliser leur analyse antitrust, cette dernière conditionnant la structuration et le calendrier de l'opération envisagée. Par ailleurs, des cabinets d'avocats étrangers avaient été instruits pour réaliser l'audit juridique, fiscal et social de certaines filiales étrangères. Enfin, un audit ESG nécessitant le support des équipes d'Eurogerm était également en cours de réalisation.

Dans le cadre de l'opération, NewCo aurait été financée d'une part par voie d'apports en fonds propres et/ou quasi-fonds propres par, Crédit Mutuel Equity aux côtés d'ACG, des Managers clés et le cas échéant d'Unigrains et de Nisshin en cas d'exercice de leur faculté de réinvestissement. Puis d'autre part, par une dette d'acquisition empruntée par NewCo auprès d'établissements prêteurs.

A la date de l'offre confirmatoire indicative, Crédit Mutuel Equity avait mené des discussions avancées avec plusieurs partenaires bancaires sans pour autant avoir sécurisé le financement.

Enfin, les engagements d'ACG, de Jean-Philippe Girard et des Managers Clés de la Société, de réinvestir/investir, directement ou indirectement, en numéraire et par voie d'apports dans NewCo aux côtés de Crédit Mutuel Equity étaient indissociables de l'opération.

L'offre de Crédit Mutuel Equity était également soumise, dans un premier temps, à la réalisation de conditions suspensives préalables à la signature de la promesse d'achat et notamment :

- La finalisation des travaux d'audit mentionnés ci-dessus ;
- La mise à disposition des éléments nécessaires à l'appréciation de l'exposition financière du Groupe concernant les mesures éventuelles de retraits et rappels de produits contenant des graines de sésame contaminées qui ont été adoptées à l'échelle européenne ;
- La remise de la ou des lettres de mandat des établissements bancaires portant sur leur engagement ferme de financer l'opération (engagements de fonds certains)

Puis, dans un second temps, à la réalisation de conditions suspensives préalables à la réalisation de l'opération et notamment :

- La mise à disposition des financements bancaires envisagés ;
- La réalisation de l'acquisition par NewCo de l'intégralité des titres détenus par Monsieur Benoît Huvet ;
- Les engagements de réinvestissement d'ACG et d'investissements en numéraire des Managers Clés ;
- L'extension des garanties fondamentales relatives à l'existence des filiales, l'absence de procédure collective visant les filiales, la propriété et la répartition des titres des filiales ainsi que la propriété des titres des intérêts minoritaires ;
- La mise en place d'une garantie spécifique consentie par ACG.

Faisant suite à la lecture des éléments qui nous ont été communiqués, nous nous sommes entretenus avec les diverses parties en vue d'obtenir de plus amples informations au regard de la situation qui nous a été exposée.

Nous avons donc, dans un premier temps, organisé un échange le 1^{er} mars 2021 avec Monsieur Stéphane Vermot-Desroches et Monsieur Jean Christophe Littaye représentant l'équipe Crédit Mutuel Equity ainsi que Cédric Chanas représentant le cabinet De Pardieu Brocas Maffei (conseil juridique de Crédit Mutuel Equity).

Lors de cet entretien, le projet porté par Crédit Mutuel Equity ainsi que les discussions engagées avec Eurogerm nous ont été rappelés. En effet, Crédit Mutuel Equity a pris part au processus de cession concurrentiel en raison de l'intérêt porté à la Société, avec pour objectif de développer le Groupe au travers de la recherche d'une position de fabricant d'ingrédients et par le biais d'opérations de croissance externe.

Crédit Mutuel a ainsi engagé un certain nombre de travaux puis émis une première lettre d'intérêt le 18 septembre 2020 faisant état d'une première valorisation et indiquant les diligences restant à effectuer. S'en est suivi la lettre d'offre indicative confirmatoire du 3 décembre 2020 dont les principales caractéristiques ont été présentées ci-avant.

Par la suite, Crédit Mutuel Equity nous a présenté sa vision du dénouement du processus de cession concurrentiel au regard des raisons mentionnées par Monsieur Jean-Philippe Girard. Crédit Mutuel Equity nous a indiqué d'une part que le niveau d'avancement de son offre était relativement proche de celui de l'offre de Naxicap Partners, exception faite de l'obtention des financements, puis d'autre part, que l'offre présentait une valorisation plus élevée permettant notamment de réaliser le plan d'affaires de la Société. Ces éléments conduisant à une incompréhension de Crédit Mutuel Equity quant à la décision prise par Eurogerm de retenir l'offre de Naxicap Partners.

En conclusion, Crédit Mutuel Equity nous a fait part, en tant qu'actionnaire minoritaire de la Société, de ses attentes par rapport à l'instruction de l'expert indépendant et a confirmé sa position quant à l'opération, à savoir que la décision de céder ou non les titres Eurogerm détenus sera uniquement prise dans le cadre d'une offre publique d'achat comme indiqué dans le courrier adressé le 11 janvier 2021 à Eurogerm.

Nous nous sommes entretenu le 2 mars 2021 avec Monsieur Jean-Philippe Girard, Monsieur Olivier Aubouin représentant Mayer Brown (conseil juridique d'ACG), Monsieur Silvère Patriat représentant Patriat & Associés (conseil juridique d'ACG et d'Eurogerm) ainsi que Monsieur Bertrand Robert représentant AMI Capital (conseil financier M&A dans le cadre du processus concurrentiel), afin de comprendre le processus de cession et le choix qui a été effectué qui a consisté à retenir l'offre de Naxicap Partners.

Nous comprenons que plusieurs groupes industriels et fonds d'investissement ont participé au processus de cession concurrentiel mis en place par les conseils d'ACG et de Monsieur Jean-Philippe Girard. C'est dans ce cadre que Naxicap Partners et Crédit Mutuel Equity ont présenté des offres avec une valorisation supérieure à 200m€ et proposant un réel projet d'avenir pour l'équipe managériale par le biais de la mise en œuvre d'une opération de LMBO majoritaire.

AMI Capital, en sa qualité de mandataire, a communiqué à Naxicap Partners et Crédit Mutuel Equity en date du 18 novembre 2020 sa volonté d'obtenir une offre engageante présentant le moins de conditions suspensives possible pour le 3 décembre 2020 afin de départager les deux offres. Crédit Mutuel Equity ayant réalisé une offre confirmatoire indicative, l'actionnaire majoritaire a choisi de réaliser l'opération avec Naxicap Partners dont l'offre était ferme au 3 décembre 2020.

6.2 - Analyse et appréciation des observations

Bien qu'il ne nous appartienne pas de nous prononcer sur le choix effectué par l'actionnaire majoritaire dans le cadre du processus de cession concurrentiel confidentiel qui a été mené au titre de la présente opération, nous avons analysé et cherché à comprendre ce qui a motivé le choix de l'actionnaire majoritaire envers Naxicap Partners.

Sur la base de l'ensemble des documents et informations qui ont été portés à notre connaissance et des entretiens que nous avons eus avec l'actionnaire majoritaire et ses conseils d'une part et Crédit Mutuel Equity et son conseil d'autre part, nous comprenons que le choix de l'actionnaire majoritaire de ne pas retenir l'offre émise par Crédit Mutuel Equity a été motivé par les éléments suivants :

- Un prix clair et ferme. Il est précisé que Crédit Mutuel Equity indiquait dans son offre confirmatoire indicative que cette dernière ne constitue pas une offre ferme, ni un engagement de contracter mais seulement une déclaration d'intérêt. L'engagement ferme d'acquiescer ou de réaliser l'opération était par ailleurs soumis notamment à la levée des conditions suspensives.
- Une offre présentant le moins de conditions suspensives. Les principales conditions suspensives mentionnées dans l'offre confirmatoire indicative de Crédit Mutuel Equity ont été présentées dans la section 6.1 - du présent rapport et comportent notamment la finalisation des travaux d'audit et la mise à disposition des financements bancaires. Il est précisé que l'offre de Naxicap Partners présentée à cette même date intégrait d'ores et déjà des propositions de financement.
- L'absence de garantie demandée à ACG (holding de Monsieur Jean-Philippe Girard). Il est rappelé que l'offre confirmatoire indicative du 3 décembre 2020 de Crédit Mutuel Equity prévoyait la mise en place d'une garantie spécifique consentie par ACG afin de couvrir tout préjudice éventuel, tandis que Naxicap Partners ne sollicitait pas de garantie spécifique de la part d'ACG dans son offre du 3 décembre 2020.
- La préférence de l'équipe de Management pour Naxicap Partners. Cet élément étant factuel, il n'appelle pas de commentaire supplémentaire.

Au regard des éléments présentés ci-dessus et de l'analyse que nous avons effectuée concernant les différents documents obtenus, nous comprenons que les offres transmises en date du 3 décembre 2020 ne présentaient pas le même niveau d'avancement, l'offre de Crédit Mutuel Equity nécessitant davantage de travaux d'audit et la levée de plusieurs conditions suspensives.

Par ailleurs, bien que l'offre formulée par Crédit Mutuel Equity dans le cadre du processus de cession concurrentiel pour 100% des titres d'Eurogerm portait sur une valorisation de 214,1m€ (soit une valeur par action de 49,62€) soit un prix légèrement supérieur à celui qui a été retenu dans le cadre l'opération portant sur une valorisation de 207,0m€ (soit une valeur par action de 47,97€), l'offre de Crédit Mutuel Equity n'étant pas ferme et présentant des caractéristiques différentes (telles que présentées ci-dessus), il ne nous apparaît pas opportun de retenir ce prix comme une référence de la valeur des titres Eurogerm.

7 - Conclusion sur le caractère équitable du prix offert

Le tableau ci-dessous présente l'ensemble des résultats obtenus par nous-mêmes et l'établissement présentateur et fait ressortir les primes suivantes par rapport aux valeurs résultant des méthodes d'évaluation que nous avons jugées pertinentes :

en €/action	Etablissement présentateur			Expert Indépendant	Primes (+) / Décotes (-) offertes par le prix de l'Offre de 47,97€
	Bas	Valeur centrale	Haut	Valeur centrale	
Méthodes principales :					
Méthode des transactions de référence*		47,97 €		47,97 €	0,0%
Méthode des flux de trésorerie actualisés	36,73 €	38,86 €	41,27 €	43,23 €	11,0%
Référence au cours de bourse					
Cours spot (au 15 janvier 2021)		33,60 €		n.a	n.a
Cours moyen pondéré 20 jours**		33,85 €		33,85 €	41,7%
Cours moyen pondéré 60 jours**		33,88 €		33,88 €	41,6%
Cours moyen pondéré 120 jours**		33,16 €		33,16 €	44,7%
Cours moyen pondéré 180 jours**		32,31 €		32,31 €	48,5%
Cours moyen pondéré 250 jours**		31,27 €		n.a	n.a
Plus haut sur 250 jours		35,20 €		n.a	n.a
Plus haut sur 250 jours		25,20 €		n.a	n.a
Méthode des comparables boursiers	34,30 €	37,55 €	40,80 €	37,74 €	27,1%
Méthode retenue à titre secondaire :					
Méthode des transactions comparables		n.a		37,40 €	28,3%

n.a : non applicable

*Acquisition de 63,81% du capital via la signature de contrats d'acquisition de blocs d'actions par Novagerm auprès des Actionnaires de Référence, de Monsieur Benoît Huvet et de sa société Vadrilette prévue pour le 29 avril 2021 et l'engagement de cession par Nisshin Seifun Group, a posteriori de la période d'offre, de l'intégralité de ses titres représentant 14,71% du capital social de la Société.

Cette méthode a été retenue à titre indicatif par l'établissement présentateur

**calcul des cours moyen pondérés au 15/01/2021

Il est rappelé que le 17 janvier 2021, les Actionnaires de Référence sont entrés en négociations exclusives avec Naxicap Partners et cette dernière a souscrit une promesse d'achat au bénéfice des Actionnaires de Référence en vue de l'éventuel transfert de leurs participations représentant au total, de manière directe et indirecte, 62,58% du capital social d'Eurogerm à Novagerm au prix de 47,97€ par action Eurogerm.

Concomitamment à la conclusion de la Promesse d'Achat, Monsieur Benoît Huvet s'est engagé d'un commun accord avec les parties à l'Opération à céder, concomitamment à la cession des Participations des Actionnaires de Référence, l'intégralité de ses actions dans Eurogerm soit au total 52.952 actions Eurogerm représentant 1,23% du capital de cette dernière.

Il est également rappelé que 3 mars 2021, Nisshin et Novagerm ont conclu une convention portant transfert a posteriori de la clôture de la période d'Offre (ou le cas échéant de la réalisation du Retrait Obligatoire), au bénéfice de Novagerm de l'intégralité des 634.580 actions Eurogerm détenues par Nisshin représentant 14,71% du capital social de la Société.

Les acquisitions, directement et indirectement via l'acquisition de 100% de Mobago, de blocs d'actions Eurogerm par Novagerm auprès d'ACG, Monsieur Jean-Philippe Girard, Unigrains, Monsieur Benoît Huvet et Vadrilette et la conclusion de l'engagement de cession par Nisshin des actions Eurogerm qu'elle détient au profit de Novagerm permettront à l'Initiateur d'acquérir 63,81% du capital d'Eurogerm et de sécuriser l'acquisition de 14,71% du capital d'Eurogerm soit au total 78,52% du capital d'Eurogerm.

Dans ce contexte, Novagerm déposera une Offre Publique d'Achat Simplifiée portant sur les actions Eurogerm.

Ces opérations d'acquisition de titres d'Eurogerm par Novagerm s'inscrivent dans le cadre d'une opération de LMBO à laquelle divers managers d'Eurogerm participent. Dans le même cadre, ACG, Unigrains et Nisshin reprendront des participations minoritaires dans Novagerm au côté de fonds gérés par Naxicap qui détiendront la majorité du capital et des droits de vote de Novagerm.

L'Offre revêt un caractère obligatoire pour l'Initiateur en application des dispositions de l'article 234-2 du règlement général de l'AMF et est réalisée selon la procédure simplifiée en application des articles 233-1 2° et suivants du règlement général de l'AMF.

A l'issue de l'Offre, l'Initiateur envisage de mettre en œuvre, si le résultat de l'Offre le lui permet, une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions non présentées à l'Offre en contrepartie d'une indemnité de 47,97€ par action, égale au prix d'Offre.

L'analyse des accords connexes à l'Offre ne fait pas apparaître d'élément susceptible de remettre en cause le prix d'Offre offert aux actionnaires.

En dehors du Retrait Obligatoire, l'Offre est facultative pour les actionnaires d'Eurogerm. Elle permet aux actionnaires d'Eurogerm qui le souhaitent d'apporter tout ou partie de leurs actions à l'Offre tout en laissant la possibilité à ceux qui le souhaitent de rester au capital.

Notre analyse de la valeur de l'action Eurogerm fait ressortir des valeurs :

- de 47,97€ pour la méthode des transactions de référence sur le capital d'Eurogerm ;
- de 43,23€ pour la méthode des flux de trésorerie actualisés ;
- de 33,85€ (cours moyen pondéré 20 jours) à 33,88€ (cours moyen pondéré 60 jours) pour la référence aux moyennes de cours de bourse ;
- de 37,74€ pour la méthode des comparables boursiers ;
- de 37,40€ pour la méthode des transactions comparables (méthode retenue à titre secondaire).

Le prix offert de 47,97€ par action dans le cadre de la présente Offre :

- ne présente ni prime ni décote sur le prix des transactions de référence intervenues récemment sur le capital d'Eurogerm ;
- présente une prime de 11,0% sur la valeur ressortant de la méthode des flux de trésorerie actualisés ;
- présente des primes de 41,6% (cours moyen pondéré 60 jours) à 41,7% (cours moyen pondéré 20 jours) sur la référence au cours de bourse ;
- présente une prime de 27,1% sur la valeur ressortant de la méthode des comparables boursiers ;
- présente une prime de 28,3% sur la valeur ressortant de la méthode des transactions comparables méthode retenue à titre secondaire).

L'Offre constitue pour les actionnaires de la Société une possibilité de bénéficier d'une liquidité immédiate de leur participation à un prix similaire aux transactions de référence à réaliser le 29 avril 2021 avec différents actionnaires historiques et présentant une prime sur les différentes moyennes de cours de bourse, sur la valeur extériorisée par la méthode d'évaluation intrinsèque (méthode des flux de trésorerie actualisés) et les méthodes analogiques mises en œuvre (méthode des multiples observés sur des sociétés cotées comparables et la méthode des transactions comparables).

Sur la base de l'ensemble de ces éléments d'appréciation, notre opinion est que les termes de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée, Offre pouvant être suivie d'un retrait obligatoire et proposant un prix de 47,97€ par action Eurogerm est équitable, du point de vue financier, pour les actionnaires minoritaires de la société Eurogerm.

Fait à Levallois-Perret, le 27 avril 2021

L'expert indépendant
Crowe HAF
Membre de Crowe Global

A handwritten signature in black ink, appearing to read "Grivillers", written over a horizontal line.

Olivier Grivillers

Annexe 1 : Lettre de mission



Proposition de service
pour la réalisation
d'une expertise indépendante sur la
valeur des titres Eurogerm SA dans le
cadre d'une offre publique d'achat
simplifiée (OPAS)

14 janvier 2021

Audit / Tax / Advisory

Smart decisions. Lasting value.

Sommaire

1. Définition de la mission	1
2. Présentation de nos activités et de notre expertise	4
3. Notre approche de la mission	8
4. Notre proposition d'intervention	10
5. Conditions particulières	11
6. Acceptation de la mission	12
Annexes:	13
Annexe 1 : Estimation du budget.....	14
Annexe 2 : Curriculum vitae des intervenants	14
Annexe 3 : Références	19

Société de Commissariat aux Comptes - Membre de la Compagnie Régionale des Commissaires aux Comptes de Versailles
Société d'Expertise Comptable inscrite au tableau de l'Ordre des Experts-Comptables de Paris / Ile-de-France
SAS au capital de 200 000 € - RCS Nanterre B 413 817 743 - Siret 413 817 743 00060 - TVA intracommunautaire FR 02 413 817 743

www.crowe-haf.fr

Crowe HAF est membre de Crowe Global, association de droit Suisse (« verein »). Chaque membre de Crowe Global est une entité juridique distincte et indépendante. Crowe HAF et ses affiliés ne sont pas responsables des actes ou omissions de Crowe Global ou de tout autre membre de Crowe Global. Crowe Global ne fournit aucun service professionnel et n'a pas de participation ou de lien capitalistique dans Crowe HAF.

© 2021 Crowe HAF



Crowe HAF
85 rue Edouard Vaillant
92300 Levallois-Perret (Paris)
Tél +33 (0)1 41 05 98 40
Fax +33 (0)1 45 19 72 18
contact@crowe-haf.fr
www.crowe-haf.fr

Monsieur Jean-Philippe Girard
Eurogerm SA
Parc d'activités bois Guillaume –
2 rue champ doré
21850 Saint-Apollinaire

Levallois-Perret, le 14 janvier 2021

PERSONNEL ET CONFIDENTIEL

Monsieur,

Nous avons le plaisir de vous adresser notre proposition de mission relative à la mission d'expertise indépendante portant sur l'évaluation des titres de la société Eurogerm SA dans le cadre de l'offre publique d'achat simplifiée qui sera initiée par une société créée pour les besoins de l'opération (NewCo).

Notre compréhension du contexte et de l'objectif de la mission que vous envisagez de nous confier, ainsi que les travaux à effectuer sont exposés dans le document joint.

Nous vous en souhaitons bonne réception et restons à votre entière disposition pour vous fournir toutes informations complémentaires que vous pourriez souhaiter ou pour adapter notre proposition de service.

Si cette proposition correspond à votre attente, nous vous invitons, pour marquer votre accord, à nous retourner un exemplaire dûment signé.

Avec nos remerciements pour ce témoignage de votre confiance, nous vous prions de croire, Monsieur, en l'expression de notre considération distinguée.

L'Expert indépendant

Crowe HAF
Membre du réseau Crowe Global

Olivier GRIVILLERS
Associé

1. Définition de la mission

1.1. Contexte de l'opération

La société Eurogerm SA est une société cotée sur Euronext Growth Paris. Le groupe Eurogerm est spécialisée dans la conception, la fabrication et la commercialisation de correcteurs de meunerie, d'améliorants de panification, d'ingrédients céréaliers et d'auxiliaires technologiques destinés principalement aux boulangers industriels et artisanaux.

À la suite d'un processus concurrentiel, les actionnaires majoritaires d'Eurogerm SA sont entrés en négociation avec Naxicap Partners dans le but de réaliser une opération de LBO majoritaire qui sera portée par les fonds Naxicap et auquel Unigrains, ACG et le cas échéant Nisshin Seifun Group (actionnaires actuels d'Eurogerm) participeront. Une nouvelle société (NewCo), contrôlée par des fonds gérés par Naxicap Partners, sera créée pour les besoins de l'opération.

L'opération envisagée serait réalisée dans les conditions suivantes :

- Cession et/ou apport à NewCo par ACG et Unigrains de l'intégralité des actions de Mobago, société holding détenant un bloc de contrôle de 62,24% du capital d'Eurogerm,
- Cession et/ou apport à NewCo par Monsieur Jean-Philippe Girard et sa société ACG de l'intégralité des actions Eurogerm qu'ils détiennent représentant 0,34% du capital d'Eurogerm,
- Les cessions/apports ci-dessus seraient soumis à la condition suspensive de la conclusion d'un engagement irrévocable de cession et/ou apport à NewCo par Nisshin Seifun Group des actions Eurogerm qu'elle détient représentant 14,71% du capital,
- Cession par Monsieur Benoît Huvet et sa société Vadrilette des actions Eurogerm qu'ils détiennent représentant 1,23% sous réserve de la réalisation des opérations ci-dessus,

Il est également envisagé la participation de certains managers du groupe Eurogerm à l'opération via un investissement dans NewCo. Cette participation comprend également un management package.

À la suite de la réalisation de la cession de bloc de contrôle, NewCo, en tant que société initiatrice, procédera à la mise en œuvre (obligatoire) d'une offre publique d'achat simplifiée portant sur le solde des titres Eurogerm SA. NewCo a l'intention de mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire en cas d'atteinte des seuils réglementaires nécessaires.

Dans ce cadre, la société Eurogerm SA souhaite désigner un expert indépendant qui sera chargé d'établir un rapport sur les conditions financières du projet d'Offre en application de l'article 261-1 I 1°, 2°, 4° et II du règlement général de l'AMF.

1.2. Objectif de la mission

Dans ce cadre et conformément à la réglementation de l'AMF, le caractère équitable de l'offre d'un point de vue financier pour les actionnaires d'Eurogerm SA, fera l'objet d'une attestation par un expert indépendant nommé par le Conseil d'Administration de la société.

Conformément à l'article 261-1 III du règlement général de l'AMF, l'expert indépendant doit être désigné sur proposition d'un comité ad hoc composé d'au moins trois membres du Conseil d'Administration et comportant une majorité de membres indépendants, ce comité assurant le suivi des travaux de l'expert et préparant un projet d'avis motivé. Nous comprenons que la société n'est pas en mesure de constituer le comité ad hoc susmentionné, Eurogerm SA disposant d'un seul administrateur indépendant. Elle soumettra, en conséquence, le nom de l'expert à l'AMF. L'expert sera donc désigné sous réserve du droit de veto de l'AMF à l'encontre de la nomination conformément au 261-1-1 I du règlement général de l'AMF.

La mission d'expert indépendant que vous envisagez de nous confier s'inscrit donc dans ce contexte

et viserait ainsi à apprécier le prix des titres Eurogerm SA qui sera proposé aux actionnaires minoritaires et à se prononcer sur l'équité des conditions financières de l'offre.

Lorsque l'expert sera désigné, il lui sera remis, conformément à l'instruction DOC-2006-08 de l'AMF, une lettre de mission contenant les contours précis de la mission envisagée, les situations de conflits d'intérêts et le fondement réglementaire de la mission.

1.3. Calendrier de l'opération

L'article 262-1 II du règlement général prévoit qu'une fois désigné, l'expert doit disposer d'un délai suffisant pour élaborer son rapport en fonction de la complexité de l'opération et de la qualité de l'information mise à sa disposition, et que ce délai ne peut être inférieur à vingt jours de négociation. Ce délai minimum s'entend à compter de la réception de l'ensemble de la documentation nécessaire à l'élaboration de son rapport. Le calendrier prévu est conforme à ce délai. Le calendrier définitif et détaillé de l'opération nous sera communiqué ultérieurement.

Nous comprenons que l'expert indépendant serait choisi le 17 janvier 2021 par le Conseil d'administration pour engager la procédure de non-opposition de l'AMF à la désignation de l'expert le 18 janvier 2021 concomitamment à l'annonce de l'opération.

Nous comprenons que le closing est prévu pour mi-mars 2021 et qu'il sera suivi de prêt du dépôt de l'offre.

Nous vous informons que nous avons d'ores et déjà pris nos dispositions pour respecter ce calendrier. En cas de changement, nous nous adapterons en fonction du calendrier définitif de l'opération.

1.4. Cadre réglementaire de notre mission

Aboutissement des travaux entrepris en 2019 pour la mise en œuvre des dispositions de la loi Pacte sur le retrait obligatoire : l'AMF a rendu public le 10 février 2020, après l'homologation des nouvelles dispositions de son règlement général, trois documents sur les offres publiques d'acquisition et l'expertise indépendante.

Dans le contexte de la loi Pacte, dont les dispositions ont conduit à un abaissement du seuil de mise en œuvre du retrait obligatoire, l'AMF avait constitué un groupe de travail réunissant les différentes parties prenantes, en charge d'améliorer la réglementation applicable au retrait obligatoire et à l'expertise indépendante. Les travaux de réflexion de ce groupe avaient abouti à la remise d'un rapport, publié le 16 septembre 2019, comportant 18 propositions visant à renforcer la protection des actionnaires minoritaires et à mieux garantir l'indépendance et la transparence de l'expertise indépendante.

Fort de ces propositions, l'AMF avait lancé une consultation publique sur des propositions d'évolution de sa réglementation, règlement général et textes d'application, qui s'est achevée le 15 octobre dernier et à laquelle l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI) a répondu via son groupe de travail sur le Retrait Obligatoire auquel a participé Maxime Hazim, Associé chez Crowe HAF. A l'issue de cette consultation, dont la synthèse des réponses reçues est désormais disponible sur son site, le Collège de l'AMF a procédé à des modifications du règlement général. Celles-ci ont été homologuées par arrêté du 20 janvier 2020, publié au Journal officiel du 7 février 2020. L'instruction DOC-2006-07 sur les offres publiques d'acquisition, l'instruction DOC-2006-08 sur l'expertise indépendante et la recommandation DOC-2006-15 sur l'expertise indépendante ont également été amendées.

Nos diligences seront donc effectuées selon les dispositions de l'article 262-1 du nouveau règlement général de l'AMF, en vigueur depuis le 8 février 2020, de son instruction d'application n°2006-08 relative à l'expertise indépendante elle-même complétée des recommandations de l'AMF, l'instruction et les recommandations ayant été modifiés le 10 février 2020.

1.5. Déclaration d'indépendance

Olivier Grivillers et le cabinet Crowe HAF sont indépendants des sociétés concernées ainsi que de leurs actionnaires. Ils n'ont pas de lien juridique ou financier avec les sociétés et ne se trouvent dans aucune des situations de conflit d'intérêt visées à l'article 1 de l'instruction 2006-08 du 25 juillet 2006¹ prise en application du titre VI du livre II du Règlement Général de l'AMF.

En particulier, nous vous indiquons que Crowe HAF, comme ses associés et collaborateurs :

- n'entretiennent pas de liens juridiques ou en capital avec les personnes concernées par l'opération ou avec leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance,
- n'ont conseillé aucune des sociétés concernées par l'opération, ou toute personne que ces sociétés ou personnes physiques contrôlent, au sens de l'article L 233-3 du Code de Commerce au cours des dix-huit derniers mois,
- n'ont procédé à aucune évaluation pour le compte de la société cible au cours des dix-huit derniers mois,
- ne détiennent aucun intérêt dans la réussite de l'offre, ni créance ou dette sur l'une quelconque des personnes morales ou physiques concernées par l'opération ou sur l'une quelconque des personnes contrôlées par les personnes concernées par l'opération,

Olivier Grivillers et le cabinet Crowe HAF attestent donc de l'absence de tout lien avec les personnes concernées, susceptible d'affecter leur indépendance et l'objectivité de leur jugement lors de l'exercice de cette mission.

¹ Modifiée le 10 février 2020

2. Présentation de nos activités et de notre expertise

2.1. Présentation générale

Le réseau Crowe Global est un des principaux réseaux internationaux de cabinets d'audit et d'expertise comptable. A l'échelon mondial, il est situé au 8^{ème} rang avec 35.000 associés et collaborateurs dans plus de 130 pays. Il est constitué de cabinets indépendants de premier plan dans leurs pays respectifs. Crowe France est un réseau de cabinets d'audit, d'expertise comptable et de conseil qui sont membres du réseau Crowe Global.

Fort de 120 associés et plus de 1.000 collaborateurs répartis sur le territoire français, son chiffre d'affaires est de 105 millions d'euros. Crowe France est classé parmi les dix premiers acteurs de l'audit et de l'expertise comptable en France et participe activement aux différentes instances qui réglementent notre profession. Cette organisation en réseau permet l'exercice de missions communes et apporte un soutien sur un plan technique avec de nombreux collaborateurs spécialisés dans des domaines particuliers. Au sein de Crowe France, Crowe HAF (ex-HAF Audit & Conseil) intervient sur les missions d'évaluation et d'expertise indépendante, des missions d'audit et de transactions services.

2.2. Présentation de notre département « évaluation d'entreprises et expertise indépendante »

Pour tenir compte de la complexité croissante de certaines opérations, Crowe HAF a mis en place des services spécialisés lui permettant d'intervenir dans certains domaines spécifiques comme celui des évaluations d'entreprises et des expertises indépendantes. Acteur majeur sur ce domaine d'activité, Crowe HAF intervient notamment :

- *Dans un contexte réglementaire*
 - Expertise indépendante dans le cadre d'offres publiques d'acquisition ou de retrait obligatoire
 - Attestation d'équité dans le cadre d'opérations financières (émissions d'actions ordinaires, d'actions de préférence, de BSA...)
 - Expertise indépendante dans le cadre d'un plan d'épargne entreprise (PEE) et de FCPE
 - Commissariat aux apports et à la fusion
- *Dans un contexte comptable*
 - Tests de dépréciation d'actifs
 - Allocation du prix d'acquisition (identification et évaluation d'actifs incorporels)
 - Valorisation d'éléments incorporels (marques, brevets, fonds de commerce, etc...)
- *Dans un contexte transactionnel*
 - Opérations de rapprochement
 - Opérations d'achat de cession ou de restructuration du capital
- *Dans un contexte judiciaire*
 - Expertise judiciaire / expertise de partie
 - Assistance aux contentieux / évaluation de préjudice

Les équipes ont une pratique étendue de l'ensemble des techniques financières et proposent aux entreprises une approche sur mesure. Elles ont développé de nombreuses techniques et modèles d'évaluation qui permettent de répondre à la diversité et à la complexité des situations.

L'accès à des bases de données externes (S&P Capital IQ ...) leur permet aussi d'être au cœur des processus de transactions et des données de marché.

2.3. Notre expérience en tant qu'expert indépendant

Crowe HAF est reconnu sur le marché de l'expertise indépendante et intervient notamment dans le cadre d'offres publiques et d'opérations variées (opérations sur le capital, litige...).

L'équipe présentée composée notamment d'Olivier Grivillers, de Maxime Hazim et de Yohan Bonnet a une forte pratique des missions d'expertises indépendantes.

Olivier Grivillers, Associé responsable du département Evaluation et expertises indépendantes, a dirigé le département évaluation de Constantin Associés avant de rejoindre Deloitte Finance puis Crowe HAF. Il est membre de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI), administrateur de la Compagnie des Conseils et Experts Financiers (CCEF) et expert de justice en finance près la Cour d'appel de Versailles.

Il est par ailleurs co-auteur de plusieurs ouvrages liés à l'évaluation d'entreprises et assure de nombreuses formations sur le thème de l'évaluation (France Invest, CCEF, réseau Crowe Global...) tout en ayant des fonctions auprès de la plupart des institutions professionnelles qui traitent de l'évaluation d'entreprise (CNCC, CCEF, SFEV, Académie...).

Olivier Grivillers est notamment l'auteur de la partie dédiée aux méthodes d'évaluation employées dans le cadre d'offres publiques dans l'ouvrage « ingénierie financière, juridique et fiscale » publié chez DALLOZ en juillet 2015 et dont la mise à jour sera effectuée en 2021. Maxime Hazim, Associé au sein du département Evaluation et expertises indépendantes, a complété ces travaux par une étude portant sur 300 offres publiques opérées entre 2006 et 2016 et incluant une analyse de la jurisprudence en vigueur dans le cadre d'offres publiques et d'expertises indépendantes.

Maxime Hazim, associé, a rejoint Crowe HAF après une première expérience de 4 ans chez EY. Il est Expert-Comptable et Commissaire aux Comptes et détenteur de la charte CFA (Chartered Financial Analyst®). Il assure des formations sur le thème de l'évaluation chez France Invest et anime un cours au sein du Master Evaluation et Transmission d'Entreprise à l'Université Lumière Lyon 2. Maxime Hazim est, par ailleurs, membre de plusieurs groupes de travail de l'APEI (dont notamment le groupe de travail relatif à la loi Pacte et au Retrait Obligatoire) et de la SFEV (Société Française des Evaluateurs).

Yohan Bonnet, Senior Manager au sein du département Evaluation et expertises indépendantes, a rejoint Crowe HAF début 2012 où il a travaillé depuis sur de nombreuses missions d'expertise indépendante et d'attestations d'équité dont une vingtaine dans le cadre d'offres publiques. Il est expert-comptable mémorialiste et a réussi le premier niveau du CFA en décembre 2016.

Nous sommes aussi l'expert indépendant référent de différentes structures comme le Family Office Mulliez et son fonds Creadev.

Nous sommes régulièrement classés par le journal des OPA dans les trois premiers acteurs en matière d'expertise indépendante (2^e en 2020). Nous sommes également reconnus par l'AMF comme acteur majeur dans le domaine des offres publiques et n'avons jamais eu de contentieux dans ce cadre. Notre notoriété continue à croître et notamment depuis l'entrée de la nouvelle réglementation et du rôle accru des comités ad hoc dans le choix de l'expert avec cinq opérations significatives réalisées en 2020.

Parmi nos références récentes en matière d'expertises indépendantes réalisées dans le cadre d'offres publiques, nous pouvons citer les opérations suivantes :

<p>Octobre 2020 Offre publique d'achat (OPA) initiaée par</p> <p>New GO</p> <p>visant les actions de</p> <p>open NET LEASING YOUR SOURCE, YOUR GO</p> <p>Banque indépendante</p> <p>PORTZAMPARC Société de Bourse</p>	<p>Juillet 2020 Offre publique d'achat (OPA) initiaée par</p> <p>OncoDNA ONCOLOGIE PERSONNalisée</p> <p>visant les actions de</p> <p>INTEGRAGEN</p> <p>Banque indépendante</p> <p>ODDO BHF</p>	<p>Juin 2020 Offre publique d'achat simplifiée (OPAS) initiaée par</p> <p>Dedalus ITALIA</p> <p>visant les actions de</p> <p>Dedalus ITALIA</p> <p>Banque indépendante</p> <p>BNP PARIBAS</p>	<p>Mars 2020 Offre publique de rachat suivie d'un rachat obligataire (OPRRO) initiaée par</p> <p>Orange Business Services</p> <p>visant les actions de</p> <p>Business & Decision</p> <p>Banque indépendante</p> <p>PORTZAMPARC Société de Bourse</p>	<p>Janvier 2020 Offre publique d'achat simplifiée (OPAS) initiaée par</p> <p>BGI</p> <p>visant les actions de</p> <p>ALANTRA</p> <p>Banque indépendante</p>
<p>Novembre 2019 Offre publique d'achat simplifiée (OPAS) initiaée par</p> <p>Krief Group</p> <p>visant les actions de</p> <p>FINANCIERE MARJOS</p> <p>Banque indépendante</p> <p>SwissLife Banque Privée</p>	<p>Octobre 2019 Offre publique d'achat simplifiée (OPAS) initiaée par</p> <p>GIP Conseil</p> <p>visant les actions de</p> <p>MILLET</p> <p>Banque indépendante</p> <p>PORTZAMPARC Société de Bourse</p>	<p>Mai 2019 Offre publique de rachat suivie d'un rachat obligataire (OPRRO) initiaée par</p> <p>Technologies SAS</p> <p>visant les actions de</p> <p>Quotium</p> <p>Banque indépendante</p> <p>Portzamparc Société de Bourse</p>	<p>Octobre 2018 Offre publique d'achat simplifiée (OPAS) initiaée par</p> <p>Sangamo SANGAMOLYS</p> <p>visant les actions de</p> <p>Cell</p> <p>Banque indépendante</p> <p>ALANTRA</p>	<p>Mai 2018 Offre publique d'achat simplifiée (OPAS) initiaée par</p> <p>APSYS SANGAMOLYS</p> <p>visant les actions de</p> <p>CFI CREDIT FINANCIER INTERNATIONAL</p> <p>Banque indépendante</p> <p>BNP PARIBAS</p>
<p>Décembre 2017 Offre publique d'achat (OPA) initiaée par</p> <p>Schneider Electric</p> <p>visant les actions de</p> <p>IGE+XAO GROUP</p> <p>Banque indépendante</p> <p>BNP PARIBAS</p>	<p>Novembre 2017 Offre publique d'achat simplifiée (OPAS) initiaée par</p> <p>EDIFY</p> <p>visant les actions de</p> <p>THERMOCOMPACT</p> <p>Banque indépendante</p> <p>Kepler Cheuvreux</p>	<p>Juin 2017 Offre publique de rachat suivie d'un rachat obligataire (OPRRO) initiaée par</p> <p>fpi</p> <p>visant les actions de</p> <p>CCA INTERNATIONAL</p> <p>Banque indépendante</p> <p>ALANTRA</p>	<p>Mai 2017 Offre publique d'achat simplifiée (OPAS) initiaée par</p> <p>hachette LIVRE</p> <p>visant les actions de</p> <p>is cool ENTERTAINMENT</p> <p>Banque indépendante</p> <p>Portzamparc Société de Bourse</p>	<p>Novembre 2016 Offre publique d'achat simplifiée (OPAS) initiaée par</p> <p>3D SYSTEMS</p> <p>visant les actions de</p> <p>PHENIX SYSTEMS</p> <p>Banque indépendante</p> <p>ALANTRA</p>
<p>Octobre 2016 Offre publique d'achat simplifiée (OPAS) initiaée par</p> <p>Premier Investissement SAS</p> <p>visant les actions de</p> <p>LES NOUVEAUX CONSTRUCTEURS</p> <p>Banque indépendante</p> <p>Portzamparc Société de Bourse</p>	<p>Juillet 2016 Offre publique de rachat suivie d'un rachat obligataire (OPRRO) initiaée par</p> <p>GA Finance</p> <p>visant les actions de</p> <p>GA PISCINES</p> <p>Banque indépendante</p> <p>SwissLife</p>	<p>Décembre 2015 Offre publique d'échange simplifiée (OPES) initiaée par</p> <p>MB MARIE BRIZARD WINE & SPIRITS</p> <p>visant différentes catégories de bons de souscription d'actions émises par la société Marie Brizard Wine & Spirits</p> <p>Banque indépendante</p> <p>Rothschild & Co</p>	<p>Mars 2015 Offre publique d'achat simplifiée (OPAS) initiaée par</p> <p>BPCE INTERNATIONAL & COME-USE</p> <p>visant les actions de</p> <p>Banque de la Réunion</p> <p>Banque indépendante</p> <p>NATIXIS</p>	<p>Mars 2015 Offre publique d'achat (OPA) initiaée par</p> <p>Foncière des Régions</p> <p>visant les actions de</p> <p>Foncière des Murs</p> <p>Banque indépendante</p> <p>BNP PARIBAS</p>
<p>Juillet 2014 Offre publique d'achat simplifiée (OPAS) initiaée par</p> <p>Balpart Invest et Fin. CG</p> <p>visant les actions et les BSAAR de</p> <p>Groupe Promeo</p> <p>Banque indépendante</p> <p>CORPORATE FINANCE</p>	<p>Février 2014 Offre publique de rachat d'actions (OPRA) initiaée par</p> <p>Homair CAMPINGS-VILLAGES</p> <p>Banque indépendante</p> <p>Portzamparc Société de Bourse</p>	<p>Octobre 2013 Offre publique d'achat simplifiée (OPAS) initiaée par</p> <p>Nexeya Invest SAS</p> <p>visant les actions de</p> <p>NEXEYA</p> <p>Banque indépendante</p> <p>NATIXIS</p>	<p>Octobre 2013 Offre publique d'achat simplifiée (OPAS) initiaée par</p> <p>3D SYSTEMS</p> <p>visant les actions de</p> <p>PHENIX SYSTEMS</p> <p>Banque indépendante</p> <p>CORPORATE FINANCE</p>	<p>Juillet 2013 Offre publique d'achat (OPA) initiaée par</p> <p>BOUBOU</p> <p>visant les actions et les BSAAR de</p> <p>BOUBOU</p> <p>Banque indépendante</p> <p>PORTZAMPARC Société de Bourse</p>

Nos autres références récentes en matière d'évaluation et d'expertises indépendantes sont présentées en Annexe 3.

2.4. Notre expérience dans le secteur agroalimentaire

Les équipes de Crowe HAF ont une expérience reconnue dans l'évaluation de sociétés opérant dans le secteur agroalimentaire. Nous sommes intervenus dans de nombreuses évaluations de sociétés qui opèrent dans ce secteur.

En matière d'expertise indépendante dans le cadre d'offres publiques, nous sommes intervenus en janvier 2020 en tant qu'expert indépendant dans le cadre de l'offre publique d'achat simplifiée visant les titres de la Société Anonyme des Brasseries du Cameroun (SABC) initiée par la société BGI.

Nous réalisons par ailleurs régulièrement des missions d'évaluation pour des sociétés évoluant dans le domaine agroalimentaire comme :



Nous intervenons également auprès du family office Créadev et de l'AFM (Association Familiale Mulliez) dans le cadre de l'évaluation annuelle de leur portefeuille de participation qui comprend une part significative de « foodtech » (Gotham Greens, Foodles, Nutri & Co, Nxtfood, innovafeed...) et de société évoluant dans l'agroalimentaire/restauration (AGAPES).

3. Notre approche de la mission

3.1. Notre analyse

Nos travaux comporteront de manière non exhaustive les étapes suivantes :

1. Des entretiens avec le management de la société ainsi qu'avec les conseils (établissement présentateur et avocats),
2. L'analyse des documents financiers historiques au 31 décembre 2017, 2018 et 2019, et l'analyse du projet de compte au 31 décembre 2020,
3. L'analyse des états financiers au 30 juin 2020,
4. L'analyse du budget 2021 et l'analyse du plan d'affaires prévisionnel,
5. L'analyse du cours de bourse de la société cible,
6. L'analyse des notes des analystes suivant la valeur de la société (le cas échéant),
7. L'analyse des transactions récentes intervenues dans le secteur et des multiples boursiers des sociétés comparables cotées,
8. L'élaboration d'un modèle d'actualisation des flux de trésorerie ainsi qu'une analyse de sensibilité aux paramètres clés,
9. L'analyse de l'ensemble des accords conclus (négociations exclusives, protocole d'investissement...) entre les parties dans le cadre de l'opération de LBO majoritaire envisagée ainsi que l'analyse des accords conclus dans le cadre d'opérations connexes (management package...),
10. La présentation des résultats de nos travaux reprenant les principales hypothèses retenues et les méthodes utilisées pour aboutir à notre fourchette de valeurs,
11. L'analyse des éléments d'appréciation du prix d'offre de l'établissement présentateur,
12. L'analyse de la note en réponse à l'offre (hors rapport de l'expert indépendant),
13. La rédaction de notre rapport et les échanges avec l'AMF.

Notre mission ne prévoit pas de travaux de nature juridique et fiscale, ni d'expertise immobilière et technique.

Notre analyse s'appuiera sur des informations publiques et sur l'étude de documents obtenus auprès du management de la société et de ses conseils. Une liste de documents préliminaires nécessaires à la réalisation de notre mission vous sera fournie au démarrage de notre mission.

Notre approche d'évaluation intégrera l'impact du COVID-19 qui devra être intégré dans le plan d'affaires de la société et dans les données de marché.

3.2. Notre Méthodologie

Notre méthodologie sera fondée sur une approche multicritère qui reprendra les méthodes couramment utilisées et admises par l'AMF pour valoriser une société comme Eurogerm SA. Les méthodes suivantes seront, à priori, retenues :

- Actualisation des flux de trésorerie disponibles (« Discounted Cash-Flow »)

Cette méthode repose sur l'actualisation de flux nets de trésorerie d'exploitation, après investissements et financement du besoin en fonds de roulement. Le taux d'actualisation sera déterminé et justifié par référence au marché et aux spécificités de la société (marchés, endettement...). La valeur de la société sera obtenue en déduisant de la valeur des actifs d'exploitation, les dettes financières nettes.

- Analyse de sociétés cotées comparables

Cette approche par comparaison est fondée sur l'analyse des ratios et multiples pertinents entre la capitalisation boursière de sociétés cotées ayant des activités similaires et leurs principaux indicateurs financiers (CA, EBITDA, EBIT, résultat net...).

- Comparaison avec des transactions récentes du secteur

Cette approche analogique consiste à déterminer une fourchette d'évaluation par référence à des transactions récentes ayant eu lieu dans le secteur, en comparant le prix payé, qui constitue une référence objective, aux principaux indicateurs financiers (chiffre d'affaires, EBITDA, EBIT, résultat net...) des sociétés cibles.

- Analyse du cours de bourse

Une analyse de la liquidité du titre et du cours de bourse sera effectuée.

- Analyse des notes d'analystes

Une analyse des notes des analystes suivant la valeur de la société sera réalisée. Il sera fait référence, le cas échéant, aux objectifs de cours des analystes.

- Référence à la transaction récente sur le capital de la société et analyse des accords conclus

Il sera fait référence, dans l'appréciation du prix d'offre, au prix d'acquisition des différents blocs d'actions auprès d'ACG, Unigrains, Monsieur Jean-Philippe Girard, Monsieur Benoît Huvet et sa société Vadrilette et de l'engagement de cession et/ou apport à NewCo par Nisshin Seifun Group.

Les accords conclus dans le cadre de cette opération seront analysés pour apprécier le prix d'offre.

4. Notre proposition d'intervention

4.1. Equipe

L'équipe proposée a une forte séniorité et une pratique développée sur ce type de mission et dans le secteur d'activité.

Olivier Grivillers sera l'associé signataire de l'expertise indépendante. Il prendra en charge la rédaction du rapport et les relations avec les tiers (société cible, banque présentatrice, banque conseil, avocats et Autorité des Marchés Financiers).

Quatre autres personnes seront affectées à cette mission et assisteront Olivier Grivillers dans la réalisation de cette mission :

- Maxime Hazim, CFA, Associé,
- Yohan Bonnet, Senior Manager,
- Pierre-Louis Terry, Analyste Senior,
- Jalal Ibrahim Bacha, Analyste Senior.

Tous les intervenants sont diplômés de l'enseignement supérieur et ont réalisé de nombreuses missions d'évaluation et d'expertise indépendante. Les CV des principaux intervenants sont présentés en annexe 2.

4.2. Honoraires

Les travaux seront facturés d'après les temps passés. Les temps proposés, dans le document ci-joint, sont indiqués en fonction de notre connaissance actuelle du dossier.

Le budget estimé est compris entre 29 et 32 jours, soit un montant d'honoraires compris entre 58.000€ et 64.000€ compte tenu d'un taux de vacation journalière moyen global des différents intervenants d'environ 2.000€.

Il est précisé que la nouvelle instruction AMF n°2006-08 stipule que la rémunération de l'expert doit être supérieure ou égale à 50.000€ et que lorsque celle-ci est inférieure, l'expert devrait justifier, dans son rapport, son niveau au regard des diligences effectuées.

La répartition de ce budget est indiquée en Annexe 1 « Estimation du budget ». Le règlement de ces honoraires sera effectué à la remise de notre rapport.

En cas d'interruption de la mission, à votre demande, pour quelque motif que ce soit, les honoraires resteront dus à concurrence de la somme obtenue sur la base du décompte des temps passés depuis le début de nos travaux jusqu'à l'avis d'interruption de la mission.

5. Conditions particulières

5.1. Limitation de responsabilité

Crowe HAF s'engage à mettre en œuvre les moyens et compétences nécessaires à la bonne réalisation de la mission telle que définie ci-avant.

En cas de dommages qui résulteraient directement d'un manquement à l'une de nos obligations ou de négligences dans la réalisation des diligences convenues, le montant total des dommages qui pourrait nous être réclamé, ne saurait excéder, toutes causes de préjudice confondues, une somme correspondant au montant des honoraires encaissés par Crowe HAF au titre des travaux résultant de la présente proposition.

Ces conditions de responsabilité constituent le plafond des obligations. Toute autre responsabilité est expressément exclue, notamment pour pertes de chance d'économies ou de bénéfices ou pour baisse des résultats. Toute action légale devrait être entreprise au plus tard un an à partir de la date de connaissance des faits et dans tous les cas au plus tard trois ans à compter de la date de notre rapport.

5.2. Secret professionnel

Les règles déontologiques de la profession et les procédures internes de Crowe HAF garantissent la stricte observation du secret professionnel.

6. Acceptation de la mission

Pour Crowe HAF

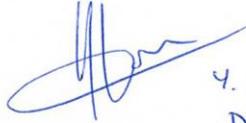


Olivier GRIVILLERS
Associé

La signature ci-dessous, précédée de « Bon pour accord », vaut pour acceptation de la lettre de mission :

Accord au nom de la société Eurogerm SA

Signature



Nom

Y. LE MOTOUX

Fonction

DGA

Date

29/03/2021

Annexes :

Annexe 1 : Estimation du budget

Annexe 2 : Curriculum vitae des intervenants

Annexe 3 : Références

Annexe 1 : Estimation du budget

Budget de l'expert indépendant :

Offre publique d'achat simplifiée visant les titres de la société Eurogerm SA

Nature des travaux	Nb de jours	
	Fourchette basse	Fourchette haute
1. Prise de connaissance et analyse du contexte de l'opération - Réunions préparatoires - Prise de connaissance générale de la société et du contexte de l'opération - Entretien avec les dirigeants et les conseils - Analyse et compréhension du projet d'offre publique	1	1
2. Préparation de l'évaluation - Analyse du contexte juridique, fiscal et social - Analyse des états financiers historiques (bilan et compte de résultat) - Analyse de l'atterrissage/projet de compte au 31 décembre 2020 - Analyse des éléments prévisionnels (business plan) - Revue des projections d'activité et de rentabilité - Analyse des accords conclus dans le cadre de l'opération envisagée - Analyse des autres accords conclus entre les parties (le cas échéant)	4	4
3. Evaluation multicritère de la société - Référence aux transactions récentes sur le capital Analyse des conditions financières des cessions et apports conclus dans le cadre de l'opération envisagée Analyse des accords connexes à l'offre Référence au prix de la transaction de référence - Méthode des Discounted Cash Flows Mise en œuvre de la méthode au regard du business plan Analyse de la sensibilité de la méthode en fonction de la variation des principaux paramètres (taux d'actualisation, rentabilité...) - Méthode des comparables boursiers Recherche de comparables boursiers Valorisation des comparables en termes de multiples Evaluation de la société par analogie en fonction des multiples obtenus - Méthode des transactions comparables Recherche de transactions comparables Valorisation des transactions comparables en termes de multiples Evaluation de la société par analogie en fonction des multiples retenus - Méthode du cours de bourse Analyse de la pertinence du critère du cours de bourse (liquidité du titre) Calcul des différentes moyennes du cours de bourse - Référence aux objectifs de cours des analystes (si applicable) - Mise en regard des différentes méthodes pour vérifier la cohérence des résultats - Détermination d'une fourchette de valeurs - Analyse des éléments d'appréciation du prix d'offre de l'établissement présentateur	19	21
4. Rédaction du rapport et échanges avec l'AMF	5	6
Total Jours	29	32