



**FINEXSI**  
EXPERT & CONSEIL FINANCIER

---



## **Attestation d'équité**

**Projets d'augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription et d'augmentation de capital réservée à certains créanciers**

30 mars 2021



## Sommaire

<b>1. Présentation succincte de l'opération .....</b>	<b>6</b>
<b>2. Contexte de notre mission.....</b>	<b>8</b>
2.1 Mission du cabinet FINEXSI.....	8
2.2 Déclaration d'indépendance .....	8
2.3 Diligences effectuées.....	9
<b>3. Présentation de VALLOUREC.....</b>	<b>11</b>
3.1 Actionnariat de VALLOUREC .....	11
3.2 Plans de souscription et d'attribution d'actions .....	12
3.2.1 Plans de souscription d'actions .....	12
3.2.2 Plans d'attribution d'actions de performance .....	12
3.3 Organigramme du groupe VALLOUREC .....	13
3.4 Rappel de l'historique de VALLOUREC.....	14
3.5 Présentation des activités de VALLOUREC .....	16
3.5.1 Pétrole, gaz et pétrochimie .....	17
3.5.2 Industrie .....	19
3.5.3 Energie électrique .....	20
3.5.4 Mine de minerai de fer .....	21
3.5.5 Organisation géographique .....	21
<b>4. Présentation de l'environnement économique et concurrentiel de VALLOUREC. ....</b>	<b>23</b>
4.1 Secteur du « Pétrole et gaz » .....	23
4.1.1 Tendances de marché .....	23
4.1.2 Environnement concurrentiel du marché.....	26
4.2 Secteur de « l'Industrie » .....	26
4.2.1 Tendances de marché .....	26
4.2.2 Environnement concurrentiel du marché.....	28
4.2.3 Le marché du minerai de fer.....	28
4.3 Secteur de « l'Energie Electrique ».....	29
4.4 Des secteurs confrontés à d'importants facteurs de risques .....	29
<b>5. Analyse financière de VALLOUREC.....</b>	<b>31</b>

5.1	Présentation des résultats historiques du Groupe sur la période 2014 – 2020.....	31
5.1.1	Compte de résultat sur la période 2014-2019.....	32
5.1.2	Compte de résultat sur la période 2019-2020 (Post IFRS 16).....	39
5.1.3	Bilan sur la période 2014-2020.....	40
5.2	Analyse de la position financière du Groupe à fin 2020.....	46
5.3	Matrice SWOT.....	52
<b>6.</b>	<b>Présentation de l'Opération et de ses modalités.....</b>	<b>54</b>
6.1	Rappel du processus ayant conduit à l'Opération.....	54
6.2	Présentation des motifs et des termes de l'Opération.....	54
6.2.1	Motifs et description de l'Opération.....	54
6.2.2	Principales conditions à la réalisation de l'Opération prévue dans le Plan de Sauvegarde.....	56
6.3	Description de l'Opération.....	57
6.3.1	Mise en place d'un PGE.....	58
6.3.2	Remboursement des Créances Restructurées à hauteur de 262M€.....	59
6.3.3	Dette obligataire réinstallée par compensation : Nouvelles Obligations.....	59
6.3.4	Conversion d'une portion des Créances Banques Commerciales en un nouveau crédit renouvelable.....	60
6.3.5	Mise en place de lignes de cautions de marché.....	61
6.3.6	Abandon de créances par les Banques Commerciales.....	61
6.3.7	Emission de BSA au profit des Banques Commerciales.....	62
6.3.8	Augmentation de capital avec suppression du droit préférentiel de souscription au prix de souscription : l'Augmentation de capital Réserve.....	62
6.3.9	Augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription : l'Augmentation de capital DPS.....	63
6.3.10	Commissions versées dans le cadre de la Restructuration et frais liés à la Restructuration.....	63
6.3.11	Impacts de l'Opération sur la gouvernance de la Société et accords qui seraient conclus avec SVP et APOLLO.....	64
6.3.12	Engagements des Actionnaires de Référence.....	66
6.3.13	Synthèse.....	67
<b>7.</b>	<b>Evaluation des actions du groupe VALLOUREC après Restructuration.....</b>	<b>69</b>
7.1	Situation du groupe VALLOUREC en l'absence de Restructuration et incidence sur l'approche de valorisation.....	69
7.2	Références et méthodes d'évaluation écartées.....	70

7.2.1	Actif net comptable consolidé .....	70
7.2.2	Actif net comptable réévalué .....	70
7.2.3	Sommes des Parties.....	70
7.2.4	La valeur de rendement (capitalisation du dividende).....	71
7.2.5	Valeur liquidative.....	71
7.2.6	Transaction récente intervenue sur le capital de la Société.....	71
7.3	Références et méthodes retenues pour l'approche d'évaluation après Restructuration .....	71
7.4	Données de référence pour l'évaluation de VALLOUREC.....	72
7.4.1	Nombre d'actions retenu.....	72
7.4.2	Eléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres.....	73
7.5	Mise en œuvre de la valorisation de VALLOUREC après Restructuration ...	75
7.5.1	L'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels (à titre principal).....	75
7.5.2	Méthode des comparables boursiers (à titre secondaire) .....	80
7.5.3	Méthode des transactions comparables (à titre secondaire) .....	83
7.5.4	Référence au cours de bourse (à titre informatif).....	84
7.5.5	Référence aux objectifs de cours des analystes (à titre informatif) .....	94
7.6	Synthèse de nos travaux d'évaluation après Restructuration .....	98
<b>8.</b>	<b>Analyse financière de la Restructuration .....</b>	<b>100</b>
8.1	Approche retenue .....	100
8.2	Analyse de la structure financière post Restructuration.....	100
8.2.1	Incidence de la Restructuration sur la dette brute.....	101
8.2.2	Incidence de la Restructuration sur la trésorerie de la Société.....	102
8.2.3	Incidence de la Restructuration sur les fonds propres de la Société.....	102
8.3	Incidence de la Restructuration sur la situation de l'actionnaire en termes de dilution .....	103
8.4	Prix de souscription moyen des actionnaires et des Créanciers.....	105
8.5	Incidence de la Restructuration sur la situation des actionnaires en termes de création de valeur théorique .....	106
8.5.1	Sur la base du CMPV 60 jours au 29 mars 2021 .....	107
8.5.2	Sur la base du CMPV 60 jours au 1 <sup>er</sup> février 2021 .....	111
8.5.3	Valeur par action pre-Restructuration induite se traduisant par une évolution neutre du patrimoine.....	112

8.6	Incidence de la Restructuration sur la situation des Créanciers en termes de création de valeur théorique .....	112
8.6.1	Evolution du patrimoine des Autres Créanciers .....	112
8.6.2	Evolution du patrimoine des Banques Commerciales.....	114
<b>9.</b>	<b>Accords connexes .....</b>	<b>117</b>
<b>10.</b>	<b>Conclusion .....</b>	<b>118</b>
<b>11.</b>	<b>Annexes.....</b>	<b>121</b>
11.1	Présentation des transactions comparables .....	121
11.2	Présentation de FINEXSI et de la mission .....	123

## 1. Présentation succincte de l'opération

À la suite de la crise pétrolière intervenue en 2015-2016, le groupe VALLOUREC (ci-après le « **Groupe** »), dont VALLOUREC SA est la maison mère (ci-après la « **Société** » ou « **VALLOUREC** »), a mis en place un plan de transformation pour la période 2016-2020 avec pour objectif de rétablir sa rentabilité.

Dans un contexte d'amélioration significative de la profitabilité du Groupe sur la période, la Société a annoncé en février 2020, outre un nouveau programme d'économies brutes pour la période 2021-2022, son intention de réaliser une augmentation de capital de 800M€ ainsi qu'un refinancement d'un même montant par la mise en place de nouvelles lignes de crédit.

Cette opération visait à assainir la structure financière du Groupe dans un contexte où le niveau de dette limitait ses marges de manœuvres du fait du poids des intérêts.

Néanmoins, du fait de la crise sanitaire survenue au cours du premier trimestre 2020 et de ses conséquences sur l'activité du Groupe, cette opération n'a pu être menée à terme.

La Société s'est alors mise à la recherche d'une solution alternative et, dans ce contexte, a repris des discussions avec certains de ses créanciers et ses actionnaires de référence, BPIFRANCE PARTICIPATIONS (ci-après « **BPI FRANCE** ») et NIPPON STEEL CORPORATION (ci-après « **NSC** ») et ensemble, avec BPI FRANCE, les « **Actionnaires de Référence** ». Ces discussions n'ont pas abouti.

Dans un contexte d'échéances de remboursements significatives à venir, le Groupe a ainsi annoncé le 1<sup>er</sup> septembre 2020 son intention d'entamer des discussions avec l'ensemble des créanciers de VALLOUREC en vue d'une restructuration de la dette financière de la Société, à savoir les lignes de crédit renouvelable ayant fait l'objet d'un tirage (ci-après « **RCF** ») et les obligations émises par la Société (ci-après les « **Obligations** »). VALLOUREC a ainsi sollicité les groupes de créanciers concernés afin que ces derniers renoncent à se prévaloir d'un défaut qui découlerait de la nomination d'un mandataire *ad hoc*.

Cet accord ayant été obtenu le 18 septembre 2020, un mandataire *ad hoc* a été désigné, sur requête de la Société, par le Président du Tribunal de Commerce de Nanterre le 23 septembre 2020 avec notamment pour mission d'assister la Société dans ses négociations avec ses créanciers et actionnaires en vue de parvenir à un plan de restructuration financière. Dans ce contexte, le Conseil de Surveillance de VALLOUREC a constitué un comité *ad hoc* composé exclusivement de membres indépendants afin de superviser le processus de restructuration et d'assurer le suivi des discussions entre les différentes parties prenantes.

Les négociations réalisées, sous l'égide du mandataire *ad hoc*, avec certains des principaux créanciers de la Société (au titre des RCF et des Obligations) et leurs conseils respectifs, ont permis d'aboutir à un accord de principe (ci-après l'« **Accord de Principe** ») annoncé au marché le 3 février 2021. Cet accord a été conclu avec un groupe de créanciers, représentant 65,1% du montant total de la dette financière de la Société, se composant :

- De certaines de ses banques commerciales, BNP PARIBAS, NATIXIS et BANQUE FEDERATIVE DU CREDIT MUTUEL (ci-après les « **Banques Commerciales** »), représentant 38,8% du montant en principal des RCF ;
- Des fonds d'investissements porteurs d'Obligations ou d'intérêts dans les RCF (ci-après le « **Groupe Ad Hoc** »), *i.e.* des fonds gérés par des affiliés d'APOLLO GLOBAL MANAGEMENT, INC. (ci-après ensemble, « **APOLLO** »), par STRATEGIC VALUE PARTNERS, LLC et ses affiliés (ci-après « **SVP** »), BYBROOK et M&G représentant environ 50,5% du montant total en principal des RCF et 41,4% du montant en principal des Obligations.

L'Accord de Principe permettrait à la Société de réduire sa dette brute de plus de moitié et de sécuriser les liquidités dont elle a besoin pour la mise en œuvre de son plan stratégique dans un contexte de marché détérioré.

Cet accord a été approuvé à l'unanimité par les membres du Conseil de Surveillance de la Société et ses Actionnaires de Référence. Ces derniers ont par ailleurs confirmé leur soutien à l'Accord de Principe et se sont notamment engagés à (i) voter les résolutions nécessaires à la mise en œuvre de la restructuration financière envisagée à ce titre et (ii) participer à l'augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription prévue dans cet accord, à hauteur de 35M€ pour NSC et 20M€ pour BPI FRANCE.

Dans ce cadre, les Banques Commerciales et les membres du Groupe *Ad Hoc* ont conclu avec la Société un accord (ci-après l'« **Accord Lock-Up** ») aux termes duquel les parties se sont engagées à soutenir et réaliser toute démarche ou action raisonnablement nécessaire à la mise en œuvre et la réalisation de l'Accord de Principe. Les termes et conditions de l'Accord Lock-Up sont relativement usuels et comprennent notamment l'obligation pour les créanciers de voter en faveur de la mise en œuvre de l'Accord de Principe. Les Banques Commerciales<sup>1</sup>, APOLLO et SVP se sont néanmoins engagés à ne pas céder leurs intérêts dans les RCF et les Obligations dans les conditions permises par L'accord Lock-Up, *i.e.* même à un signataire, présent ou futur, dudit accord jusqu'à la date de réalisation des opérations envisagées par l'Accord de Principe (ci-après la « **Date de Restructuration Effective** »).

L'Accord de Principe serait mis en œuvre dans le cadre d'un plan de sauvegarde à la suite de l'ouverture d'une procédure de sauvegarde par le Tribunal de Commerce de Nanterre en date du 4 février 2021. Le projet de plan de sauvegarde (ci-après le « **Plan de Sauvegarde** »), reflétant l'Accord de Principe, a été préparé par la Société en vue d'être soumis aux comités des créanciers.

<sup>1</sup> A l'exception d'un transfert entre BFCM et CIC.

## 2. Contexte de notre mission

### 2.1 Mission du cabinet FINEXSI

En application des dispositions prévues à l'article 261-3 du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers (ci-après l'« **AMF** »), le Conseil de Surveillance de VALLOUREC du 16 février 2021 a désigné le cabinet FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER (ci-après « **FINEXSI** ») en qualité d'Expert indépendant, dans le cadre du projet de restructuration financière de la Société (ci-après la « **Restructuration** » ou l'« **Opération** »).

Cette désignation a été motivée par le souhait du Conseil de Surveillance d'assurer une information aussi complète que possible des actionnaires de la Société. Il s'agit donc d'une désignation volontaire prévue par l'article 261-3 du Règlement Général de l'AMF.

Dans ce cadre, notre mission a pour objet d'apprécier le caractère équitable des conditions financières du projet de Restructuration du point de vue des actionnaires de VALLOUREC. Cela suppose notamment d'apprécier la valeur de l'action VALLOUREC, le positionnement du prix de souscription de l'augmentation de capital réservée à certains créanciers et du prix d'exercice des bons de souscription d'actions souscrits par les Banques Commerciales par rapport à ces valeurs et au regard du prix de souscription de l'augmentation de capital avec maintien du DPS et, d'une manière plus générale, l'impact de l'Opération pour les actionnaires de VALLOUREC.

Le présent rapport, qui décrira les modalités et les conséquences de l'Opération pour les actionnaires de la Société, a été établi conformément à l'article 262-1 du Règlement Général de l'AMF et de son instruction d'application n° 2006-08 du 25 juillet 2006 et modifiée le 10 février 2020 relative à l'expertise indépendante, elle-même complétée de la recommandation de l'AMF 2006-15 modifiée le 10 février 2020.

Ce rapport répond donc aux dispositions du Règlement Général de l'AMF et est établi à destination des personnes visées par la loi française. Plus particulièrement, bien que notre rapport puisse être mis à disposition de titulaires d'« *American Depository Receipt* » (ADR), il s'inscrit exclusivement dans un cadre réglementaire français, et nous n'assumons dès lors aucune responsabilité vis-à-vis de personnes visées par une autre réglementation.

### 2.2 Déclaration d'indépendance

Le cabinet FINEXSI, ainsi que ses associés :

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



- Adhèrent à l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI), association reconnue par l'AMF en application des articles 263-1 et suivants de son Règlement Général ; un des associés signataires étant également membre du *Standard Review Board* de l'IVSC.

Le cabinet FINEXSI atteste de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui avec les personnes concernées par la Restructuration et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement dans le cadre de la présente mission.

## 2.3 Diligences effectuées

Nos diligences ont principalement consisté à :

- Appréhender le contexte de l'Opération, les activités, les performances historiques et les difficultés du Groupe ;
- Prendre connaissance de la Restructuration envisagée telle qu'elle ressort de l'Accord de Principe et du projet de Plan de Sauvegarde et telle qu'elle sera présentée à l'Assemblée générale Mixte pour approbation des résolutions nécessaires à sa mise en œuvre, de ses modalités et du contexte spécifique dans lequel elle se situe ;
- Mettre en œuvre une approche d'évaluation multicritère de VALLOUREC comprenant notamment :
  - l'examen de la performance financière historique de VALLOUREC ;
  - l'analyse des risques et opportunités identifiés pour VALLOUREC, susceptibles d'affecter sa valorisation, dont la synthèse est présentée sous la forme de matrice SWOT ;
  - l'analyse de l'information publique incluant la revue des notes d'analystes ;
  - le choix motivé des critères d'évaluation (exclus/retenus) ;
  - l'analyse de l'évolution historique du cours de bourse ;
  - l'analyse de l'évolution de la dette obligataire cotée de la Société ;
  - l'analyse des comptes et du plan d'affaires avec le management opérationnel, intégrant l'identification des hypothèses clés considérées et l'appréciation de leur pertinence ;
  - des tests de sensibilité sur les hypothèses structurantes considérées ;
  - l'identification des comparables boursiers et transactionnels et l'exploitation de l'information disponible les concernant.
- Sur ces bases, examiner le positionnement du prix de souscription de l'augmentation de capital réservée à certains créanciers et du prix d'exercice des bons de souscription souscrits par les Banques Commerciales dans le cadre de la Restructuration par rapport aux résultats des évaluations menées et au regard du prix de souscription de l'augmentation de capital avec maintien du DPS ;
- Analyser les effets de dilution potentiels pour les actionnaires actuels de la Société ;

- Examiner et apprécier la situation avant et après Restructuration des actionnaires actuels de la Société ;
- Etablir un rapport présenté sous forme d'une attestation d'équité exposant les travaux d'évaluation des actions VALLOUREC et l'opinion sur les conséquences de l'Opération pour ses actionnaires à raison des modalités et conditions ayant une incidence sur le capital de la Société.

Notre mission a été menée sous la supervision du Comité *Ad Hoc* avec lequel nous avons échangé au fur et à mesure de l'avancement de nos travaux.

Nous nous sommes entretenus à plusieurs reprises avec la direction financière de la Société et ses conseils, tant pour appréhender le contexte de l'Opération que pour comprendre les perspectives d'activité et les prévisions financières qui en découlent.

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

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents et informations qui nous ont été transmis par VALLOUREC. Ces documents ont été considérés comme exacts et exhaustifs, et n'ont pas fait l'objet de vérification particulière. Nous n'avons pas cherché à valider les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous avons seulement vérifié la vraisemblance et la cohérence. Cette mission n'a pas consisté à procéder à un audit des états financiers, des contrats, des litiges et de tout autre document qui nous ont été communiqués.

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

**Notre rapport n'a pas pour objet de donner une recommandation implicite ou explicite à la réalisation de l'Opération, mais d'apporter aux actionnaires de VALLOUREC une information et une opinion sur les modalités et les incidences pour eux de cette Opération.**

**Notre rapport repose sur le Document d'enregistrement universel 2020 (ci-après le « DEU 2020 »), le projet de note d'opération<sup>2</sup> en date du 30 mars 2021 relatif à l'Augmentation de capital Réserve<sup>3</sup> et aux BSA<sup>3</sup> (ci-après le « Projet de Note d'Opération »), le rapport du Directoire à l'Assemblée Générale Mixte du 20 avril 2021 (ci-après le « Rapport du Directoire à l'Assemblée Générale ») et sur les modalités de l'Accord de Principe et de l'Accord Lock-up qui ont fait l'objet d'une présentation par la Société le 3 février 2021 et qui seront soumises au vote de l'Assemblée générale des actionnaires convoquée le 20 avril 2021, pour celles qui relèvent de sa compétence.**

---

<sup>2</sup> Il nous a été confirmé par lettre d'affirmation que ce projet reflète la version définitive dudit document sous réserve d'ajustements non significatifs qui ne seront pas de nature à modifier notre appréciation de la Restructuration.

<sup>3</sup> Tels que ces termes sont définis ci-après (§6.2.1).

### 3. Présentation de VALLOUREC

#### 3.1 Actionnariat de VALLOUREC

VALLOUREC SA est une société anonyme à Conseil de Surveillance au capital de 228 993,88€, divisé en 11 449 694 actions d'une valeur nominale unitaire de 0,02€ dont le siège social est situé 27 avenue du Général Leclerc à Boulogne-Billancourt (92100).

Elle est immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Nanterre sous le numéro 552 142 200.

L'exercice social de la Société est de 12 mois du 1<sup>er</sup> janvier au 31 décembre.

Ses actions sont admises aux négociations sur le compartiment B d'EURONEXT Paris sous le code ISIN FR0013506730-VK et la Société a également un programme d'*American Depositary Shares* qui se négocie sur le marché de gré à gré américain (marché OTC).

L'action VALLOUREC appartient à l'indice SBF 120.

La répartition du capital au 28 février 2021 se présente comme suit :

Tableau 1 - Actionnariat au 28 février 2021

	Actions		Droits de votes théoriques	
	Nombre	%	Nombre	%
Public	7 772 614	67,88 %	7 917 126	67,05 %
Salariés du Groupe	341 215	2,98 %	383 733	3,25 %
Nippon Steel Corporation	1 667 392	14,56 %	1 756 184	14,87 %
Bpifrance Participations SA	1 667 392	14,56 %	1 750 268	14,82 %
Auto-détention	1 081	0,01 %	1 081	0,01 %
<b>Total</b>	<b>11 449 694</b>	<b>100,00 %</b>	<b>11 808 392</b>	<b>100,00 %</b>

Source : Projet de Note d'Opération

La Société a conclu le 1<sup>er</sup> février 2016 des pactes d'actionnaires avec BPI FRANCE et NSC pour une durée de 15 ans. Ces pactes prévoient notamment, sous certaines réserves, le respect d'un plafonnement de leurs droits de vote à 15% pendant une période de 15 ans.

Pour mémoire, dans le cas où la Restructuration serait mise en œuvre, ces pactes d'actionnaires prendront fin.

Il ne nous a été fait état d'aucun nouveau pacte ou action de concert à l'issue des opérations de restructurations, autres que ceux conclus entre la Société et chacun des Futurs Actionnaires de Référence<sup>4</sup>, *i.e.* les Accords d'Actionnaires<sup>4</sup>.

<sup>4</sup> Tel que ce terme est défini ci-après (§6.3.11).

## 3.2 Plans de souscription et d'attribution d'actions

### 3.2.1 Plans de souscription d'actions

Le Directoire de VALLOUREC a consenti historiquement des plans de souscription d'actions au profit de certains dirigeants et mandataires sociaux du Groupe.

Tableau 2 - Synthèse des plans de souscription d'actions au 31 décembre 2020

En nombre d'options	2019	2020
<b>Options en circulation au 1er janvier</b>	<b>149 406</b>	<b>137 039</b>
Options exercées	-	-
Options devenus caduques	(12 186)	(7 825)
Options radiées	(9 036)	(65 744)
Options distribuées sur l'exercice	8 856	80 407
<b>Options en circulation au 31 décembre</b>	<b>137 039</b>	<b>143 877</b>
<i>Dont options pouvant être exercées</i>	<i>44 297</i>	<i>41 056</i>

Source : DEU 2020

Au 31 décembre 2020, il existe 143 877 options en circulation, dont 41 056 pouvant être exercées.

### 3.2.2 Plans d'attribution d'actions de performance

Le Directoire de VALLOUREC a également consenti, entre 2016 et 2020, des plans d'attribution d'actions de performance au profit de certains dirigeants et mandataires sociaux du Groupe.

Tableau 3 - Synthèse des plans d'attribution d'actions de performance au 31 décembre 2020

En nombre d'options	2019	2020
<b>Nombre d'actions en cours d'acquisition au 1er janvier</b>	<b>55 612</b>	<b>64 470</b>
Actions livrées sur l'année	(4 453)	(14 451)
Actions annulées	(7 605)	(5 445)
Actions attribuées sur l'année	20 916	34 090
<b>Nombre d'actions en cours d'acquisition au 31 décembre</b>	<b>64 470</b>	<b>78 664</b>

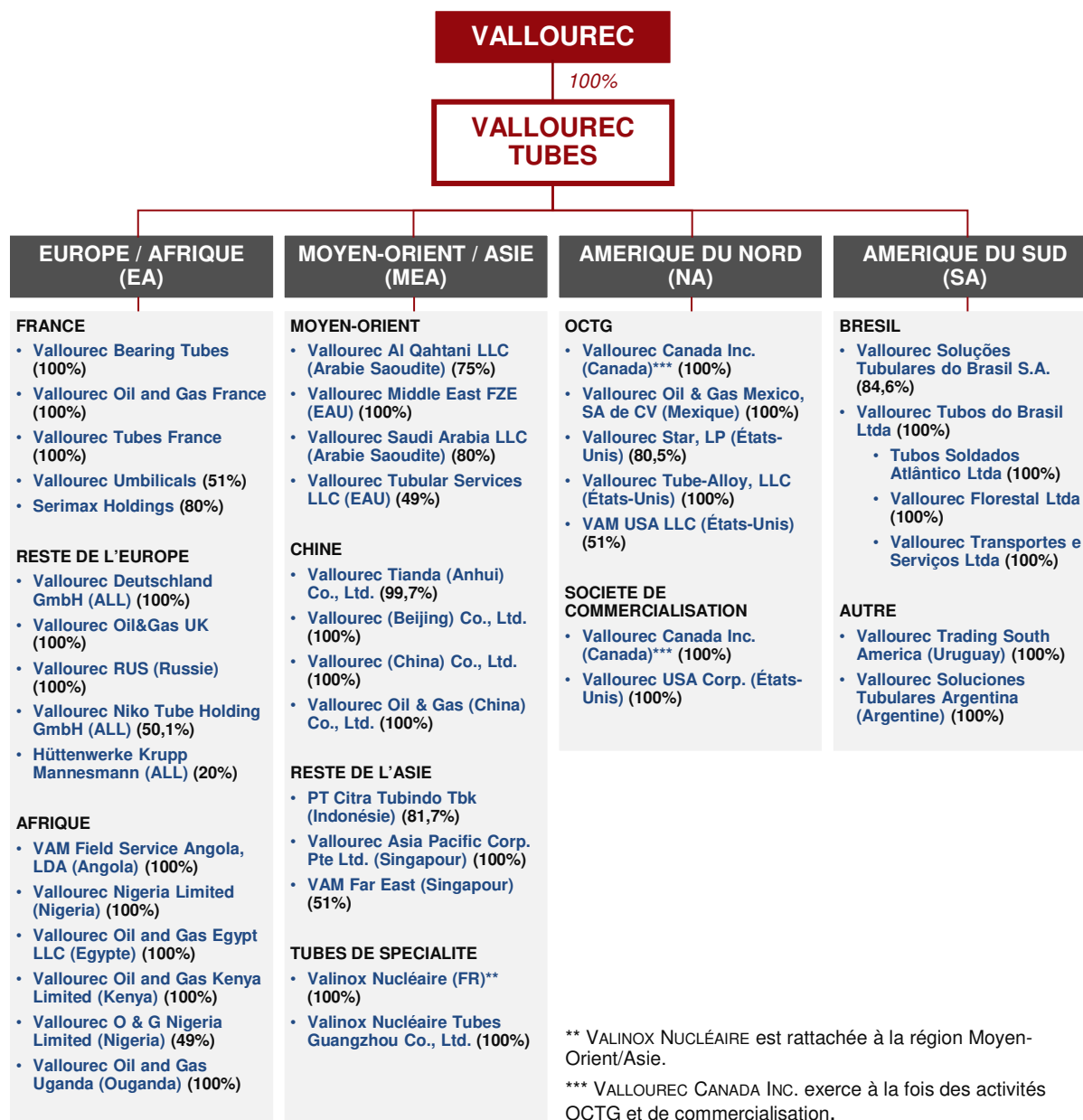
Source : DEU 2020

Au 31 décembre 2020, il existe 78 664 actions en cours d'acquisition.

### 3.3 Organigramme du groupe VALLOUREC

L'organigramme ci-après présente l'organisation juridique du Groupe, ainsi que les principales filiales et participations détenues directement ou indirectement par VALLOUREC en capital et en droits de vote :

Figure 4 - Organigramme simplifié du groupe VALLOUREC



Source : DEU 2020

### 3.4 Rappel de l'historique de VALLOUREC

Figure 5 - Historique du groupe VALLOUREC



Sources : DEU 2020 et analyses FINEXSI

Les premières acquisitions à l'international du Groupe ont lieu peu après l'an 2000 avec notamment le rachat de la filiale brésilienne de MANNESMANNRÖHREN-WERKE en 2000 et celui de l'activité tubes d'acier sans soudure de NORTH STAR STEEL COMPANY aux Etats-Unis en 2002, toutes deux renommées respectivement VALLOUREC SOLUÇÕES TUBULARES DO BRASIL et VALLOUREC STAR.

En 2005, VALLOUREC acquiert le solde du capital de la filiale commune avec MANNESMANNRÖHREN-WERKE AG et entreprend une série d'acquisitions et d'ouvertures de filiales en France et à l'international, dont notamment :

- En **France** : acquisitions de la SOCIETE DE MATERIEL DE FORAGE INTERNATIONAL en 2006 et de SERIMAX en 2010, investissement dans des nouvelles capacités de production de tubes pour centrales nucléaires à Montbard et à Guangzhou en 2009 ;
- Aux **Etats-Unis** : acquisitions des actifs de la division OMSCO de SHAWCOR en 2005, ainsi que d'ATLAS BRADFORD PREMIUM THREADING & SERVICES, TCA et TUBE-ALLOY en 2008 et mise en service de la tuberie pour petits diamètres à Youngstown (Ohio) en 2012 ;

- En **Chine** : ouverture de la filiale VALLOUREC CHANGZHOU CO., LTD en 2006, création de VAM CHANGZHOU OIL & GAS PREMIUM EQUIPEMENTS en 2007, prise de participation dans TIANDA OIL PIPE (TOP) COMPANY LIMITED, fabricant chinois de tubes sans soudure, coté à la Bourse de Hong Kong, en 2011 ;
- Au **Moyen-Orient** : acquisitions de DPAL FZCO à Dubaï en 2009 (EAU), PROTOOLS à Abu Dhabi (EAU) en 2010, SAUDI SEAMLESS PIPES FACTORY COMPANY LTD. en Arabie Saoudite en 2011 ; et
- En **Afrique** : ouverture d'un bureau commercial et une usine de filetage *premium* en 2009.

Afin de renforcer son leadership et accompagner sa stratégie de croissance, le Groupe réunit en 2013 toutes ses entités sous la marque VALLOUREC, notamment celles qui opéraient encore sous la marque V & M, héritage de la filiale commune VALLOUREC & MANNESMANN TUBES.

A la suite de l'effondrement du cours du pétrole fin 2014 et de son impact sur les commandes du Groupe, VALLOUREC annonce en 2015 le lancement du plan « Valens », un plan de compétitivité sur deux ans visant à optimiser ses coûts et sa génération de trésorerie. Dans le prolongement, le Groupe annonce le 1<sup>er</sup> février 2016 des initiatives stratégiques visant à transformer son organisation opérationnelle, améliorer sa compétitivité à court et long termes et renforcer sa structure financière. Le Groupe rationalise ainsi son implantation en Europe et au Brésil, prend le contrôle de TIANDA OIL PIPE en Chine et lève 1Md€ lors d'une augmentation de capital destinée à renforcer les fonds propres du Groupe.

L'année suivante, outre la réalisation d'une émission obligataire d'un montant de 800M€, VALLOUREC réorganise sa structure organisationnelle autour de quatre régions et deux départements centraux.

Dans un contexte de redressement de la profitabilité du Groupe, VALLOUREC annonce au premier trimestre 2020 sa volonté de renforcer sa structure capitalistique et sa liquidité par le biais d'une augmentation de capital de 800M€ et d'un refinancement de ligne de crédit à hauteur de 800M€. Ces opérations ne peuvent néanmoins être menées à leur terme avec la survenance de la crise sanitaire de la Covid-19, de la crise des marchés pétroliers et de leur impact sur l'activité du Groupe.

Confrontée à des échéances de remboursements significatives à venir, la Société annonce le 1<sup>er</sup> septembre 2020 s'être rapprochée de ses créanciers afin d'entamer des discussions en vue d'une restructuration de sa dette financière. Ces discussions aboutissent à la signature de l'Accord de Principe dont les modalités sont présentées ci-après (§6).

### 3.5 Présentation des activités de VALLOUREC

VALLOUREC est un fabricant mondial de tubes en acier sans soudure et autres solutions tubulaires *premium* destinées principalement aux marchés du pétrole et du gaz, de l'industrie et de l'énergie électrique.

Figure 6 - Illustrations des produits phares du groupe



Source : Société, site internet

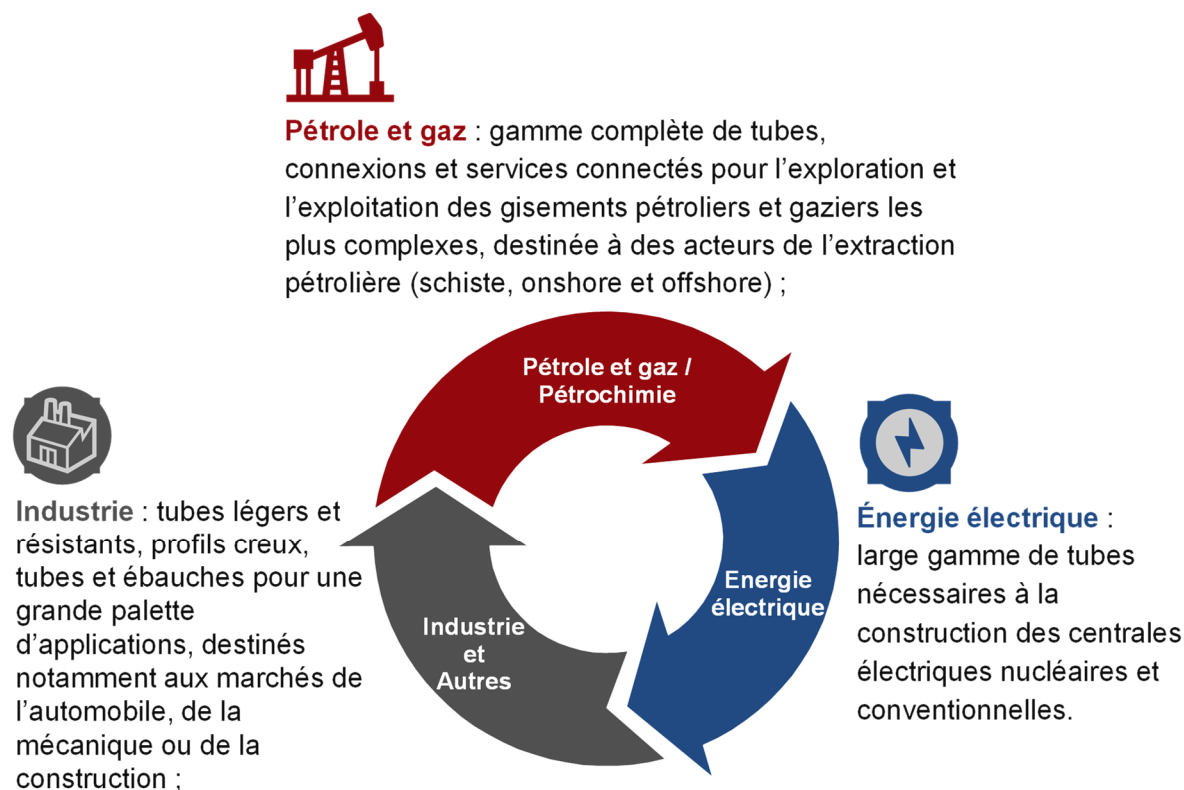
L'offre du Groupe inclut notamment :

- **Une gamme complète de tubes sans soudure** : avec des tubes disponibles dans plus de 250 nuances d'acier (aciers carbone faiblement et fortement alliés, aciers inoxydables, alliages de nickel, etc.), VALLOUREC propose l'une des gammes de solutions tubulaires parmi les plus étendues au monde en termes de dimensions et de proportions (longueur, diamètre, épaisseur) ;
- **Des tubes de spécialité** : essentiellement des tubes en inox ou alliages spéciaux à destination notamment du marché des énergies nucléaires (ex : tubes pour îlots nucléaires) ;
- **Des connexions et autres accessoires** : dont les connexions VAM®, un des produits phares du Groupe avec plus de 30 lignes de produits brevetés ; et
- **Des services innovants et connectés** : le soudage sur chantier *offshore* et *onshore*, le revêtement, le cintrage, la gestion de projets complexes, l'éolien *onshore* et *offshore*, le transport et le stockage du carbone et de l'hydrogène, etc.



Cette offre de produits et services est principalement destinée aux **trois marchés suivants** :

Figure 7 - Illustrations des marchés phares du Groupe



Source : Société, site internet

Le Groupe détient par ailleurs la mine de minerai de fer de Pau Branco située au Brésil dont la partie de la production non utilisée par le Groupe est commercialisée sur le marché. Il exploite également des forêts d'eucalyptus destinées à approvisionner les hauts-fourneaux en charbon de bois, composant nécessaire pour la production de fonte brute liquide par ces derniers.

### 3.5.1 Pétrole, gaz et pétrochimie

VALLOUREC propose à l'industrie pétrolière et gazière une gamme de solutions tubulaires dont les caractéristiques permettent d'adresser les contraintes spécifiques de ces industries (pression, température, corrosion, etc.). Le Groupe couvre l'ensemble de la chaîne de production, de l'exploration à la production en passant par le transport des hydrocarbures.

Outre des services connectés, l'offre de produits du Groupe se décompose en deux catégories : les **produits OCTG<sup>5</sup>** et les **solutions tubulaires pour le transport et la transformation**.

<sup>5</sup> Oil Country Tubular Goods.

Figure 8 - Illustrations des utilisations des produits du Groupe dans le secteur du Pétrole et gaz



Source : Société, site internet

### 3.5.1.1 Les produits OCTG

Les produits OCTG sont des tubes sans soudures filetés destinés à l'équipement des puits de pétrole et de gaz. Parmi ces produits figurent les tubes de cuvelage (*casing*) qui permettent de consolider les parois d'un puits de pétrole/gaz et les tubes de production (*tubing*) qui assurent la remontée des fluides exploités du fond du puits vers la surface.

Le raccord de ces différents tubes est assuré principalement par les connexions VAM®, technologie développée par le Groupe permettant un assemblage par vissage à l'aide de connexions *premiums* filetées dont les caractéristiques techniques permettent de répondre aux contraintes auxquelles sont soumis les tubes OCTG dans des conditions extrêmes (profondeur, haute pression/haute température, environnements corrosifs, acheminements horizontaux, etc.).

### 3.5.1.2 Les solutions tubulaires pour le transport et la transformation

Sur le segment du transport du pétrole et du gaz, le Groupe propose des conduites rigides, sous-marines ou sur terre, permettant de transporter les fluides de production ou d'injection ou encore de remonter les fluides depuis la tête des puits jusqu'à la surface pour les acheminer vers les unités de transformation (« *risers* »). VALLOUREC propose également des solutions spécialisées comme les tubes pour ombilicaux ou les tubes de process.

Les tubes pour la transformation des fluides industriels et des hydrocarbures comprennent une large gamme de tubes en acier carbone et en acier allié, ainsi que des ébauches – tubes semi-finis ayant vocation à être transformés afin de répondre à des besoins spécifiques d'un marché – et des raccords adaptés aux besoins de projets spécifiques.

### 3.5.1.3 Services à destination du marché du pétrole et gaz

Le Groupe propose une gamme de services visant à répondre aux besoins spécifiques de ses clients (opérateurs, sociétés d'ingénierie, distributeurs) :

- VALLOUREC GLOBAL SOLUTIONS : gamme de services relatifs à l'ensemble du cycle de vie de l'installation (inspection des connexions, supervision du vissage, gestion des stocks, mission de conseil ou encore formation du personnel) ;

- VALLOUREC.SMART : gamme de services personnalisés pouvant intégrer des prestations d'inspection, de maintenance et de réparation des tubes, de préparation des opérations de forage ou encore la coordination de l'approvisionnement des puits au regard du programme de forage ;
- SERIMAX : au travers de deux sociétés, SERIMAX FRANCE et SERIMAX FIELD JOINT COATING, le Groupe propose des solutions de soudage intégrées pour les conduites offshore ainsi que des prestations de revêtement de tubes soudés bout à bout que ce soit sur terre ou en mer ;
- Le Groupe propose également des services intégrés dédiés au marché de la conduite sous-marine avec des prestations de soudage, de revêtement, d'isolation de lignes, la logistique et des contrats conclus selon les besoins des clients.

### 3.5.1.4 Application à la pétrochimie

VALLOUREC intervient sur le marché en proposant ses solutions tubulaires utilisées par ses clients dans leurs raffineries, complexes pétrochimiques, usines ou unités flottantes de liquéfaction de gaz naturel (GNL) et unités flottantes de production, stockage et déchargement (FPSO).

## 3.5.2 Industrie

Sur le segment Industrie, le Groupe intervient sur les marchés de l'automobile, de la mécanique et de la construction.

Figure 9 - Illustrations des utilisations des produits du Groupe dans le secteur de l'Industrie



Source : Société, site internet

### 3.5.2.1 Automobile

VALLOUREC propose aux industriels opérant sur le marché de l'automobile une gamme de produits diversifiée comprenant notamment les tubes d'essieux, les applications de boîtes de vitesse. Le Groupe est notamment un leader en Europe des bagues de roulement à billes fabriquées à partir de tubes sans soudure produits par sa filiale VALLOUREC BEARING TUBES.

Au Brésil, VALLOUREC SOLUÇÕES TUBULARES DO BRASIL est le leader du marché des tubes sans soudure qu'ils soient laminés à chaud, façonnés, forgés ou étirés à froid. Ces produits sont notamment utilisés pour les systèmes de transmission et de direction des véhicules légers et lourds et des deux-roues ainsi que pour les machines et équipements de construction et de matériels agricoles.

### 3.5.2.2 Mécanique

Sur le marché de la mécanique, le Groupe se positionne comme l'un des leaders européens des tubes sans soudure destinés aux applications d'ingénierie mécanique. Le panel d'usage des produits du Groupe sur ce segment est très varié (génie civil, machines agricoles ou d'exploitation minière, etc.).

### 3.5.2.3 Construction

En matière de construction, le Groupe fournit des tubes sans soudure et des profilés dans le cadre de projets de construction civile (halls, stades, musées, ponts, etc.) et de projets offshore (plateformes pétrolières et gazières).

Plus spécifiquement, le Groupe fournit également au marché brésilien des tubes sans soudure standards ou façonnés pour des projets dans le domaine des infrastructures.

## 3.5.3 Energie électrique

Figure 10 - Illustrations des utilisations des produits du Groupe dans le secteur de l'Energie électrique



Source : Société, site internet

VALLOUREC intervient également sur le marché de l'énergie électrique. Le portefeuille de tubes du Groupe à destination des centrales thermiques conventionnelles, des centrales nouvelle génération au charbon dites « ultra-supercritiques » et des centrales nucléaires est historiquement parmi les plus variés au monde en termes de tailles de produits et de nuances d'acier.

Néanmoins, dans un contexte de réduction du nombre de projets de développement de centrale thermique à charbon en Asie depuis 2018 associé à une hausse des tarifs douaniers sur les produits du Groupe à destination du marché chinois fabriqués en Allemagne, le Groupe a décidé début 2020 de lancer un plan de cession de cette activité. Dans ce contexte, le site spécialisé de REISHOLZ en Allemagne a été fermé au cours de l'exercice. Le Groupe va ainsi réduire significativement ses activités sur ce secteur pour ne maintenir qu'une activité de réparation et de maintenance en Europe et en Amérique du Nord. L'activité liée à la biomasse au Brésil et à quelques applications de tuyauterie en Chine et pour le marché des centrales nucléaires de manière plus globale sera également maintenue. A noter, néanmoins, que la Société a annoncé avoir engagé des discussions en vue de la cession de VALINOX NUCLEAIRE SAS qui pourrait intervenir durant le premier semestre 2021.

Le Groupe se positionne par ailleurs sur différents projets dans le domaine des énergies renouvelables, notamment l'éolien onshore et offshore, le transport et le stockage du carbone et l'hydrogène qui lui permettraient de bénéficier de nouveaux débouchés à moyen ou long terme.

### 3.5.4 Mine de minerai de fer

VALLOUREC est propriétaire de la mine de minerai de fer de Pau Branco au Brésil.

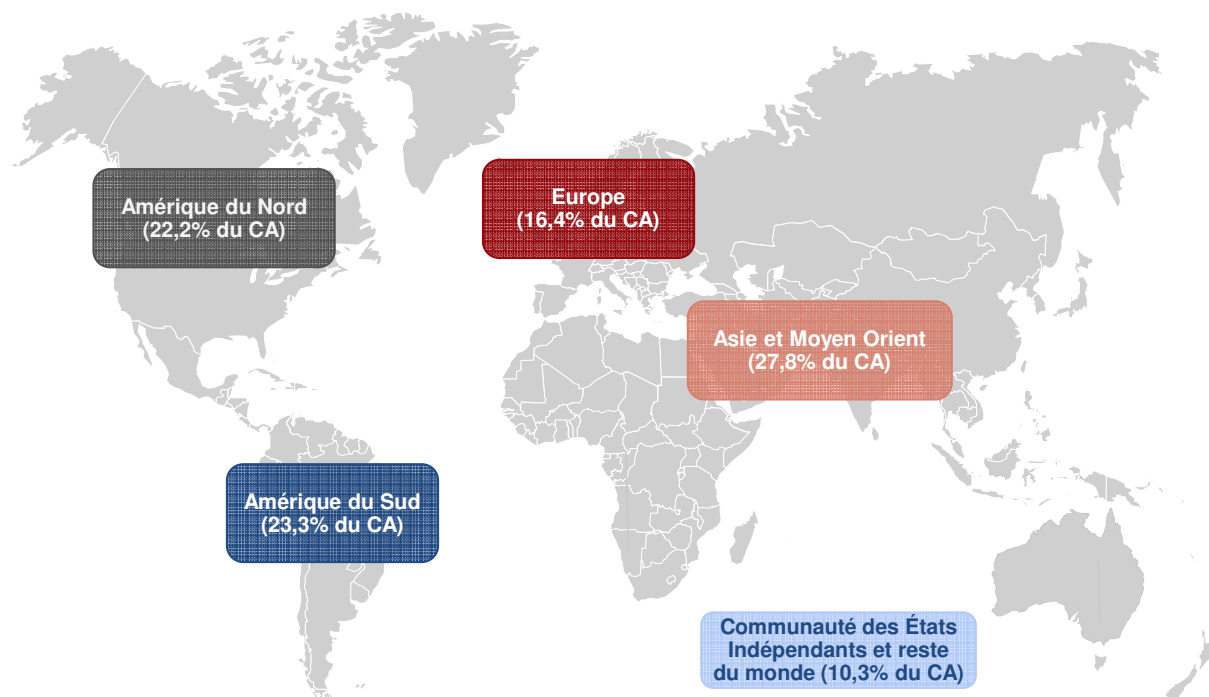
La capacité de production initiale de 4,7 millions de tonnes en 2018 devrait être portée à environ 8,7 millions de tonnes à horizon 2022 à la suite de la construction d'une nouvelle unité de traitement.

Outre l'approvisionnement des hauts fourneaux et aciéries du Groupe au Brésil, la production de cette mine est commercialisée sur le marché local. Dans un contexte de forte progression du cours du minerai de fer ces dernières années, le poids de la mine dans la génération de l'EBITDA du Groupe a pris de l'ampleur.

### 3.5.5 Organisation géographique

Avec près de 17 000 collaborateurs fin 2020 et une présence dans plus de 20 pays, le Groupe se positionne comme l'un des leaders mondiaux des solutions tubulaires.

Figure 11 - Présence géographique du Groupe (avec pourcentage de CA 2020)



Source : DEU 2020, analyses FINEXSI

Au 31 décembre 2020, les implantations du Groupe comprennent :

- 3 aciéries, dont une en Allemagne - HÜTTENWERKE KRUPP MANNESMANN (HKM) - détenue à hauteur de 20 % par le Groupe, une aux États-Unis et une au Brésil ;
- 12 tuberies en Europe, aux États-Unis, au Brésil et en Asie ;
- 5 centres de Recherche et Développement ;
- 26 unités de finition ;
- De nombreux bureaux de commercialisation (ventes et services) ; et
- Un ensemble d'actifs forestiers et la mine de fer de Pau Branco au Brésil.

Le Groupe a remanié son organisation en 2017 afin (i) d'améliorer sa présence locale sur ses différents marchés pour faciliter l'accompagnement de ses clients dans les différentes phases de leurs projets de développement et (ii) optimiser son outil industriel. Son organisation s'articule désormais autour de :

- **2 départements centraux :**
  - département « Développement & Innovation » (D&I) : ce département est à l'origine de l'innovation, la Recherche & Développement et de stratégie de développement des lignes de produits ;
  - département « Technologie & Industrie » (T&I) qui est en charge de la stratégie industrielle (technologie, approvisionnement et planning central) et a vocation à mettre en œuvre les leviers permettant l'amélioration de la base de coûts du Groupe.
- **4 grands pôles régionaux** regroupant les zones géographiques d'activité du Groupe (Europe/Afrique, Moyen-Orient/Asie, Amérique du Nord et Amérique du Sud) qui supervisent l'ensemble des cycles de ventes et des opérations industrielles de leur zone.

## 4. Présentation de l'environnement économique et concurrentiel de VALLOUREC

Comme détaillé ci-avant en §3.5, VALLOUREC opère sur 4 secteurs d'activités : (i) pétrole, gaz et pétrochimie, (ii) industrie, (iii) énergie électrique et (iv) minerai de fer.

Les fondamentaux et perspectives de ces marchés sont présentés ci-après.

### 4.1 Secteur du « Pétrole et gaz »

#### 4.1.1 Tendances de marché

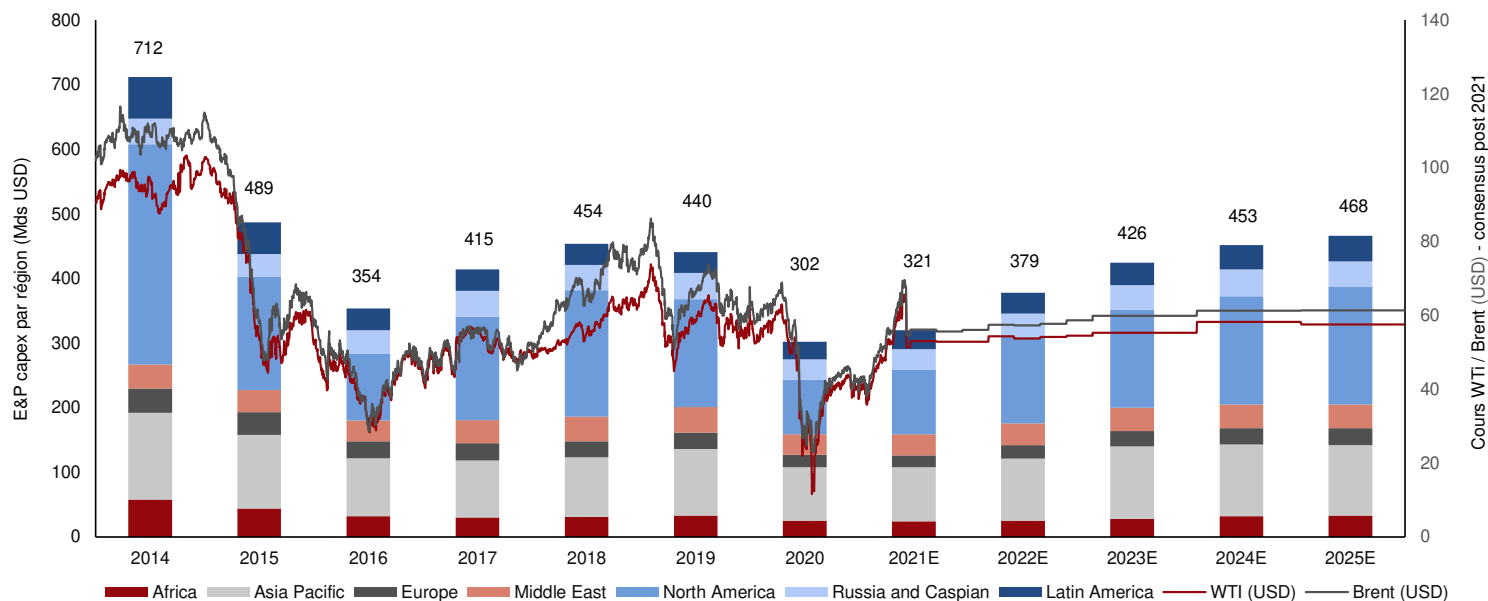
L'évolution de l'activité des produits tubulaires sur ce marché est corrélée à l'évolution des cours du pétrole, ainsi qu'à la déplétion des gisements. En effet :

- Des cours de pétrole élevés sont favorables à l'activité des groupes pétroliers, avec une hausse de leurs investissements dans des projets d'Exploration/Production (E&P) ;
- Une déplétion des réserves exploitées est également un élément moteur des activités de forage.

Les variations d'investissements des acteurs du marché pèsent donc fortement sur la demande en produits tubulaires.

La figure ci-après présente l'évolution historique et les projections de dépenses d'investissement dans le domaine de l'Exploration/Production par région, ainsi que les variations constatées et anticipées à moyen termes des cours du WTI (*West Texas Intermediate*) et du Brent entre 2014 et 2025.

Figure 12 - Evolution des CAPEX du secteur E&amp;P par région et du cours du WTI entre 2014 et 2025E



Sources : CAPITAL IQ, IHS MARKIT

Nous pouvons observer que :

- L'effondrement des prix du pétrole constaté entre 2014 et 2016 a entraîné une chute drastique des dépenses d'investissement dans l'exploration et la production d'hydrocarbures, passant d'un montant de 712Mds\$ en 2014 à 354Mds\$ en 2016, soit une baisse de 50,3%. Cette chute des prix du pétrole est due à une surproduction au niveau mondial qui s'explique notamment par le maintien des niveaux de production des pays de l'OPEP, ainsi que par les niveaux de production élevés de pétrole de schiste sur le sol nord-américain ;
- La remontée graduelle des prix du pétrole observée entre 2016 et 2018, combinée à un alignement entre l'évolution de l'offre et la demande, a ensuite permis à ces investissements de repartir à la hausse, notamment en Amérique du Nord, dont la part représente 43% des dépenses totales en 2018 ;
- La crise sanitaire de la Covid-19 a brutalement impacté les cours du Brent et du WTI à partir de mars 2020.

Cette chute brutale s'explique dans un premier temps par la contraction de l'activité économique mondiale, suivie de l'absence d'accord au sein des pays producteurs pour la mise en place de quotas de production.

Cette forte baisse des cours s'est répercutée sur le niveau des dépenses d'investissement de l'année 2020, d'un montant de 302Mds\$, conduisant à des pressions sur les volumes et les prix pour les fournisseurs de produits tubulaires.



Les prévisions des dépenses d'investissement globales sur la période 2021E-2025E d'IHS MARKIT font état d'un taux de croissance annuel moyen de 9,9%, avec une augmentation de 6% entre 2020 et 2021E, et un retour au niveau de 2019 (440Mds\$) à partir de 2024E.

Cependant, il est à noter que les impacts de la crise sanitaire sur les acteurs du marché, tout comme sur les perspectives d'une reprise, peuvent varier selon les régions.

#### Perspectives pour le marché Nord-Américain

Aux Etats-Unis, la hausse des dépenses d'investissement d'Exploration/Production grâce à une remontée favorable des prix du pétrole entre 2016 et 2018 a été plus prononcée que dans d'autres régions du monde. Ainsi, les dépenses d'investissement nord-américaines ont progressé de 23% entre 2017 et 2018.

Cependant, la contraction des activités de forage à la suite de la pandémie de la Covid-19 a été particulièrement importante dans la mesure où il existe une grande corrélation entre les cours du baril et le nombre d'appareils de forage sur ce territoire. En conséquence, l'Amérique du Nord ne représente plus que 28% des investissements mondiaux d'Exploration/Production en 2020.

IHS MARKIT prévoit cependant, dans ses estimations, une croissance soutenue des dépenses d'investissement nord-américaines entre 2021E et 2025E, avec un taux de croissance annuel moyen attendu de 16,1% qui placerait l'Amérique du Nord comme un acteur incontournable de la reprise du secteur à partir de 2021E.

#### Perspectives pour le marché EA-MEA

Sur le marché « Pétrole et Gaz » des régions EA-MEA, les compagnies pétrolières nationales au Moyen-Orient et en Afrique du Nord ont confirmé leur résilience en 2020 malgré le report de certains projets d'Exploration/Production.

A partir de 2021 et d'ici 2023, il est attendu une croissance continue mais modérée des investissements au Moyen-Orient et ce, essentiellement sur des projets *offshores*.

En parallèle, la reprise sur le continent Africain devrait se faire en deux temps, notamment avec une lente reprise pour l'Afrique de l'Ouest dès 2021 et une reprise à compter de 2023 pour l'Afrique de l'Est.

#### Perspectives pour le marché Brésilien

L'activité au Brésil a relativement été épargnée par la crise provoquée par la Covid-19 dans la mesure où l'activité pour les années 2020 et 2021 était déjà assurée par des contrats de forage fermes signés avant la pandémie.

Les prévisions confèrent une place centrale aux dépenses d'investissement liées aux projets d'Exploration/Production de gisements *offshore* en eaux profondes dans la production du marché pétrolier de cette région.

PETROBRAS, acteur incontournable du marché au Brésil, a diminué en 2020 son programme d'investissements de 29% et a également révisé ses prévisions de dépenses pour les années 2021

à 2024. Ce groupe devrait néanmoins porter une attention particulière aux activités *offshore* en eaux profondes.

Par ailleurs, la région devrait pouvoir aussi compter sur un maintien des activités des compagnies pétrolières internationales pour les prochaines années et ce, malgré des plans de réductions de leurs coûts.

#### 4.1.2 Environnement concurrentiel du marché

Le marché des produits tubulaires pour l'industrie pétrolière et gazière est un marché hautement concurrentiel avec une pression à la baisse sur les prix sur toutes les gammes de produits, y compris sur les produits *premiums*.

Les acteurs historiques de ce marché, à savoir TENARIS, VALLOUREC, NSC, JFE, US STEEL TUBULARS, TMK, TPCO, et VOEST ALPINE TUBULARS, ont ainsi vu leurs parts de marché être contestées par de nouveaux fournisseurs plus *low cost*, notamment chinois, dont les progrès techniques ont pour conséquence un accroissement de la pression sur les prix des tubes *premiums* à destination des groupes pétroliers internationaux. Cette pression sur les prix est tout particulièrement présente sur le marché EA - MEA.

## 4.2 Secteur de « l'Industrie »

### 4.2.1 Tendances de marché

L'activité de ce marché repose directement sur le niveau d'activité de quelques grands secteurs tels que l'automobile, l'agriculture, la construction ou l'industrie manufacturière, qui est fortement corrélé au dynamisme de l'économie mondiale.

Ce marché a pleinement subi les conséquences de la crise sanitaire de la Covid-19. En effet, la baisse de la demande mondiale en produits industriels, conjointement à une perturbation de la production des secteurs de l'automobile et de la construction notamment, a eu pour conséquence une diminution des débouchés pour les produits d'équipement industriels.

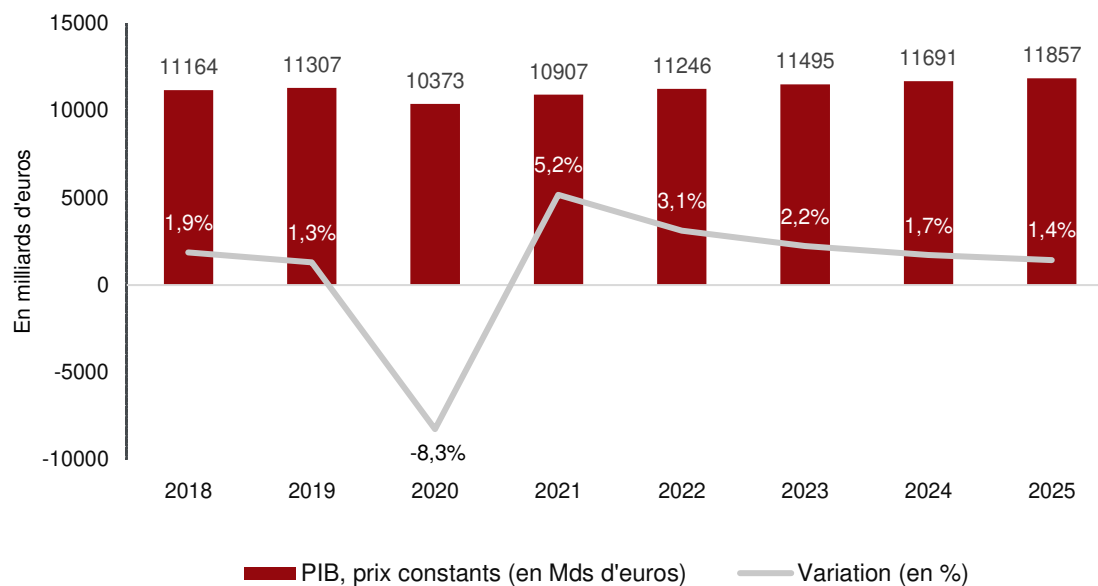
Les perspectives de ce marché varient également selon les régions.

#### Perspectives pour le marché Européen

En Europe, la production industrielle a été particulièrement touchée à partir d'avril 2020, mais montre des signes de reprise en décembre 2020.

La figure ci-après illustre l'évolution du PIB de la zone euro historique et prévisionnelle sur la période 2018 à 2025.

Figure 13 - Evolution du PIB de la zone euro en prix constants entre 2018 et 2025



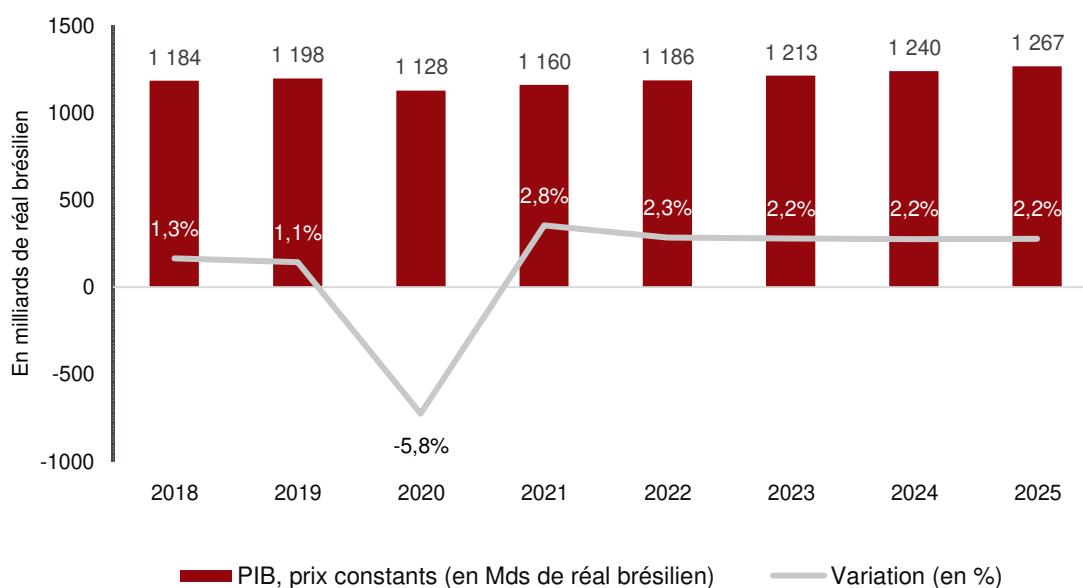
Source : Fonds Monétaire International (FMI)

Nous pouvons observer qu'après une forte chute à 10 373Mds€ en 2020, un rebond très significatif de l'activité économique de la zone est attendu dès 2021, suivi d'une croissance plus modérée sur le reste de la période d'observation.

#### Perspectives pour le marché brésilien

Au Brésil, les difficultés de l'industrie automobile contrastent quelque peu avec la résilience du secteur minier (§4.2.3) et de la construction. L'évolution du PIB brésilien entre 2018 et 2025 suivant les prévisions du Fonds Monétaire International (FMI) est présentée ci-après :

Figure 14 - Evolution du PIB brésilien en prix constants entre 2018 et 2025



Source : Fonds Monétaire International (FMI)

Le PIB brésilien en prix constants est attendu en baisse de -5,8% en 2020 avec une prévision de croissance de 2,8% entre 2020 et 2021 d'après les chiffres du FMI.

Ainsi, le rebond attendu de l'activité en 2021 semble moins marqué que celui de la zone euro, mais la croissance de l'économie brésilienne se montre tout de même résiliente jusqu'en 2025 avec un PIB attendu à un niveau de 1 267 milliards de réal brésilien pour cette année.

#### 4.2.2 Environnement concurrentiel du marché

Ce marché est caractérisé par une grande diversité des techniques, des typologies de produits et de leurs applications industrielles et, en conséquence, à une fragmentation importante du paysage concurrentiel.

Il résulte de cette fragmentation une pression importante sur les coûts et un glissement de l'offre vers des produits de qualités moindres, à des prix moins élevés, favorables aux régions à bas coûts de production.

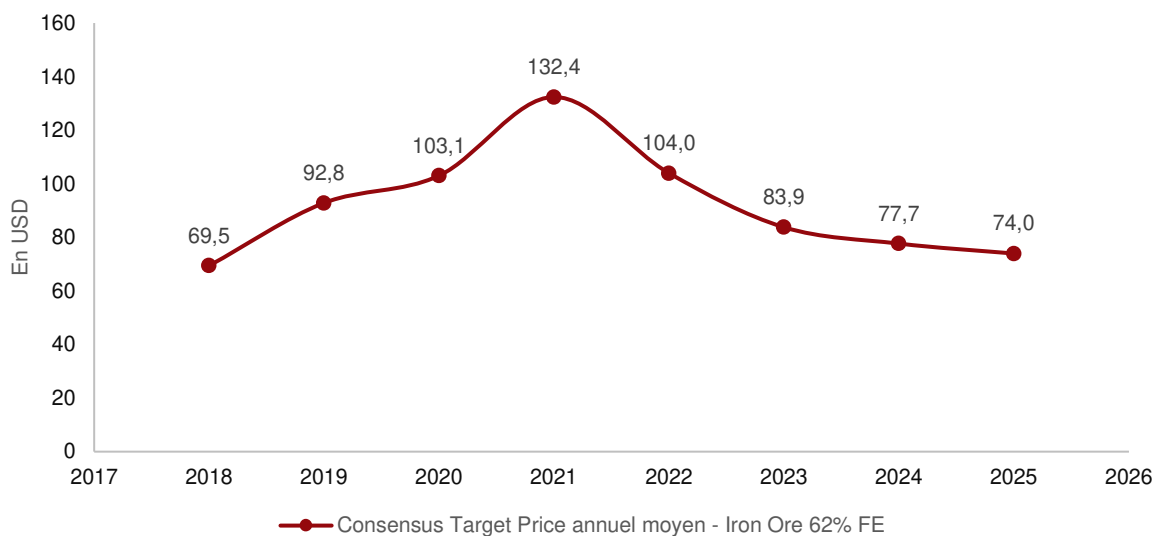
Par ailleurs, il est à noter que lors d'épisodes de baisse de la demande sur le secteur pétrolier, certains acteurs peuvent se réorienter sur le marché de l'industrie avec pour conséquence un accroissement de l'intensité concurrentielle.

#### 4.2.3 Le marché du minerai de fer

L'activité du secteur de la production de minerai de fer repose largement sur les cours mondiaux de cette matière première.

Nous présentons ci-après l'évolution du cours annuel moyen du minerai de fer entre 2018 et 2025 :

Figure 15 - Evolution du Target Price annuel moyen du minerai de fer entre 2018 et 2025



Source : CAPITAL IQ

Après une forte hausse du cours du minerai de fer avec un pic atteint en 2021, celui-ci est attendu en baisse sur la période 2022-2025.

Dès lors, les prix de vente de minerai de fer devraient être impactés à la baisse avec pour conséquence directe une diminution du chiffre d'affaires réalisé par les exploitations minières.

### **4.3 Secteur de « l'Energie Electrique »**

Les produits tubulaires vendus sur ce secteur sont destinés aux acteurs de la production nucléaire ou conventionnelle d'énergie électrique. Leurs niveaux de dépenses pour la construction ou la maintenance des centrales influent donc directement sur les volumes de vente du secteur, ainsi que sur la pression exercée sur les prix du marché.

L'activité mondiale des centrales conventionnelles au charbon est caractérisée par un déclin généralisé qui devrait perdurer sur les prochaines années. Dans ce contexte, il n'est pas attendu une reprise de la demande de produits tubulaires à court ou moyen terme.

L'activité du secteur du nucléaire voit, quant à elle, son développement freiné par des problématiques politiques, combinées à des difficultés de financement et d'une augmentation des exigences en matière de sûreté des installations.

A titre informatif, nous rappelons que le Groupe a largement réduit son exposition sur ce secteur (§3.5.3).

### **4.4 Des secteurs confrontés à d'importants facteurs de risques**

Les différents marchés sur lesquels opère le Groupe sont confrontés à de nombreux facteurs de risques notamment :

#### Une dépendance aux investissements dans l'exploration et la production d'hydrocarbures

Tel qu'indiqué préalablement, le marché des solutions tubulaires pour le pétrole et le gaz est directement corrélé au niveau des investissements d'Exploration/Production réalisés par les compagnies pétrolières. Ces investissements étant eux même largement dépendants du niveau des cours de pétrole, ces derniers influent directement et de manière notable sur l'activité réalisée sur ce marché.

#### Une activité cyclique, dépendante de la conjoncture économique mondiale

D'une manière plus générale, les autres marchés du Groupe, et notamment ceux de l'industrie automobile, de la construction et de la génération d'Energie, sont sensibles aux conditions macroéconomiques actuelles et attendues des zones géographiques où sont réalisées ces activités.

Il en résulte une activité à tendance cyclique, largement à risque en cas de détérioration significative de l'environnement économique mondial.

### Une filière exposée à l'évolution du cadre réglementaire

Le secteur est également exposé aux évolutions du cadre réglementaire. Les fabricants de tubes et tuyaux sont notamment confrontés à la législation impactant leurs activités d'export de leurs produits.

Les évolutions du contexte réglementaire international, et particulièrement douanier, ont donc une influence directe sur l'activité des acteurs du marché.

Par ailleurs, la nature de l'activité industrielle des acteurs du secteur les rend particulièrement sensibles à l'évolution de la réglementation en matière d'environnement, de sécurité ou de santé publique. L'extension de ce cadre réglementaire du marché constitue un risque de voir les dépenses d'autorisations ou de mises en conformité s'accroître.

### Une dépendance aux cours des matières premières source de volatilité

Les fabricants de tubes et tuyaux sont soumis à une volatilité des cours des matières premières telles que le minerai de fer, le charbon, le coke et la ferraille.

La production de tubes est consommatrice de ces matières premières constituant ainsi des charges importantes pour les spécialistes du secteur. Une hausse du cours de ces matières premières pourrait impacter de manière significative les coûts de productions des fabricants.

Par ailleurs, une dimension incertaine de ces conditions économiques et l'intensité concurrentielle pourraient limiter la capacité des acteurs du secteurs à répercuter ces hausses sur leurs prix de ventes. Bien que l'inflation des matières premières soit un phénomène mondial, il existe des différences structurelles d'ajustement des coûts entre les régions. Ainsi, le délai pour répercuter les augmentations des coûts est, par exemple, légèrement plus élevé dans les régions EA-MEA qu'aux États-Unis.

### Une activité affectée par les variations de taux de change

Les variations des taux de changes et des cours des différentes devises constituent un risque important pour les acteurs du secteur. En effet, ces derniers vendent généralement leur production en dollars US, monnaie de référence pour ce marché. Cependant, les structures de coûts des fabricants ne sont pas systématiquement en dollars : le coût des infrastructures, tout comme l'achat de matières premières ou encore l'approvisionnement en énergie nécessaire à leurs activités peuvent être libellés en monnaies locales.

Ainsi, les chaînes de production et d'approvisionnement largement mondialisées du secteur, impliquant une grande diversité de devises, font peser des risques de change et de conversion importants sur le secteur. Une dépréciation du dollar américain par rapport aux autres devises peut alors fragiliser les marges des fabricants du secteur.

## **5. Analyse financière de VALLOUREC**

Notre analyse financière de VALLOUREC décrite ci-après distingue les performances pour la période antérieure à la crise sanitaire, soit les exercices 2014 à 2019, et celles sur la période postérieure, soit l'exercice 2020. Nous présentons également une analyse de la structure bilantielle du Groupe.

### **5.1 Présentation des résultats historiques du Groupe sur la période 2014 - 2020**

Les comptes consolidés résumés ci-dessous pour les exercices 2014 à 2020 ont fait l'objet d'une certification sans réserve de la part des commissaires aux comptes de VALLOUREC, les cabinets DELOITTE & ASSOCIES et KPMG AUDIT.

Les comptes semestriels aux 30 juin 2019 et 2020, quant à eux, ont fait l'objet d'un examen limité de la part des commissaires aux comptes.

### 5.1.1 Compte de résultat sur la période 2014-2019

L'évolution des agrégats du compte de résultat de VALLOUREC avant application de la norme IFRS 16<sup>6</sup> est résumée ci-après :

Tableau 16 - Compte de résultat consolidé sur la période 2014-2019 (avant IFRS 16)

en K€	12 mois (Avant-IFRS 16)					
	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>5 700 536</b>	<b>3 803 423</b>	<b>2 965 061</b>	<b>3 749 641</b>	<b>3 920 677</b>	<b>4 173 047</b>
<i>Croissance (en %N-1)</i>	N/A	(33,3)%	(22,0)%	26,5 %	4,6 %	6,4 %
Coûts industriels des produits vendus	(4 248 149)	(3 352 744)	(2 726 709)	(3 297 148)	(3 342 399)	(3 435 289)
Coûts admin., commerciaux et de recherche	(567 154)	(512 829)	(447 602)	(439 587)	(404 929)	(411 390)
Autres	(29 982)	(15 097)	(9 466)	(10 676)	(23 094)	(12 840)
<b>EBITDA</b>	<b>855 251</b>	<b>(77 247)</b>	<b>(218 716)</b>	<b>2 230</b>	<b>150 255</b>	<b>313 528</b>
<i>Marge (en %CA)</i>	15,0 %	(2,0)%	(7,4)%	0,1 %	3,8 %	7,5 %
Dotations aux amortissements sur immo.	(361 309)	(346 911)	(331 796)	(341 477)	(299 789)	(276 480)
Dépréciations d'actifs et d'écarts d'acquisition	(1 103 700)	(296 222)	(71 391)	(65 105)	(53 249)	(29 920)
Cessions d'actifs, restruct. et éléments non réc.	(50 830)	(117 960)	(127 471)	(79 236)	(74 356)	(26 250)
<b>EBIT</b>	<b>(660 588)</b>	<b>(838 340)</b>	<b>(749 374)</b>	<b>(483 588)</b>	<b>(277 139)</b>	<b>(19 122)</b>
<i>Marge (en %CA)</i>	(11,6)%	(22,0)%	(25,3)%	(12,9)%	(7,1)%	(0,5)%
Produits financiers	43 141	36 764	29 764	26 007	14 289	14 441
Charges financières	(132 226)	(111 695)	(124 922)	(155 129)	(155 137)	(188 232)
Autres charges et produits financiers	26 893	164	(35 177)	(44 461)	(78 783)	(35 576)
<b>Resultat courant avant impôts</b>	<b>(722 780)</b>	<b>(913 107)</b>	<b>(879 709)</b>	<b>(657 171)</b>	<b>(496 770)</b>	<b>(228 489)</b>
<i>Marge (en %CA)</i>	(12,7)%	(24,0)%	(29,7)%	(17,5)%	(12,7)%	(5,5)%
Quote-part dans les RN des sociétés MEQ	(157 654)	15 178	(8 003)	(3 173)	1 320	(3 895)
Impôts sur les bénéfices	2 487	(25)	80 166	100 615	(4 917)	(75 192)
<b>Resultat net</b>	<b>(877 947)</b>	<b>(897 954)</b>	<b>(807 546)</b>	<b>(559 729)</b>	<b>(500 367)</b>	<b>(307 576)</b>
<i>Marge (en %CA)</i>	(15,4)%	(23,6)%	(27,2)%	(14,9)%	(12,8)%	(7,4)%
Part des intérêts minoritaires	(45 647)	33 201	49 530	23 038	(2 088)	2 554
<b>Resultat net, part du Groupe</b>	<b>(923 594)</b>	<b>(864 753)</b>	<b>(758 016)</b>	<b>(536 691)</b>	<b>(502 455)</b>	<b>(305 022)</b>
<i>Marge (en %CA)</i>	(16,2)%	(22,7)%	(25,6)%	(14,3)%	(12,8)%	(7,3)%

Sources : Document d'Enregistrement Universel 2019, Documents de référence de 2014 à 2018 et analyses FINEXSI

<sup>6</sup> Nous présentons le compte de résultat avant application de la norme IFRS 16 afin de permettre une meilleure cohérence dans la comparaison des différents exercices.

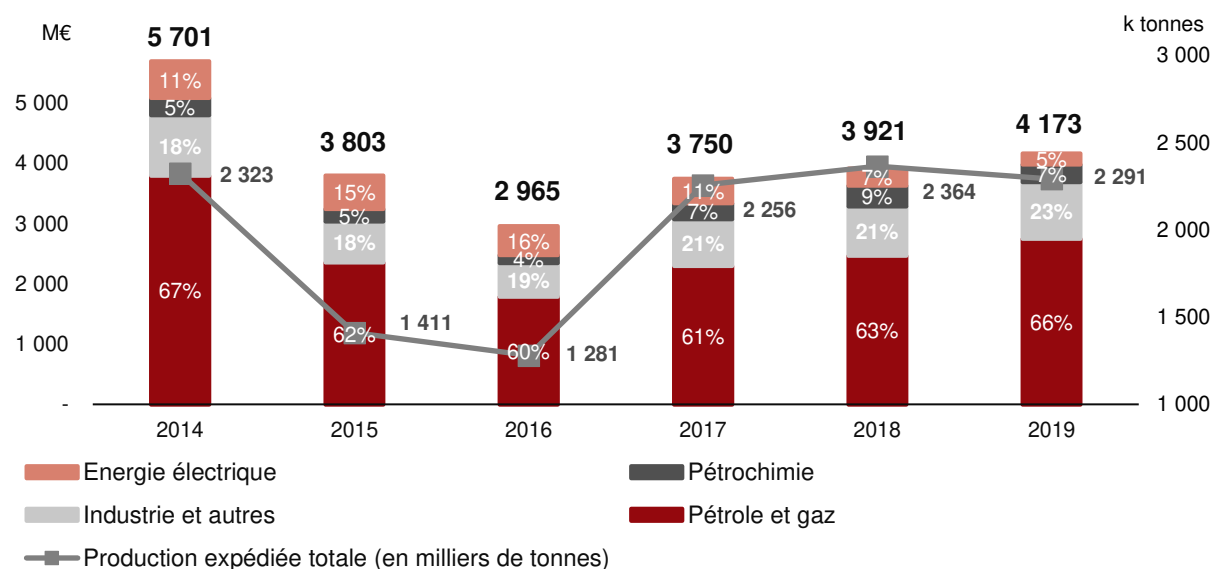


### 5.1.1.1 Chiffre d'affaires

Le chiffre d'affaires de VALLOUREC résulte essentiellement de la vente de produits finis (solutions tubulaires) et de services associés.

Nous présentons ci-après l'évolution du chiffre d'affaires et des volumes de production du Groupe entre 2014 et 2019 :

Figure 17 - Evolution du chiffre d'affaires par activité et de la production de tubes entre 2014 et 2019



Sources : Document d'Enregistrement Universel 2019, Documents de référence de 2014 à 2018 et analyses FINEXSI

De manière générale, sur les années 2014 à 2016, le Groupe a été fortement impacté par la crise pétrolière démarrée mi-2014 du fait de la prépondérance de ce marché dans son chiffre d'affaires. Les volumes produits par le Groupe dans ses laminoirs, *i.e.* les tonnes de tubes sans soudure laminés à chaud, se sont ainsi effondrés de près de 45% sur cette période, ce qui explique en grande partie la baisse cumulée de 48% du chiffre d'affaires observée sur cette période.

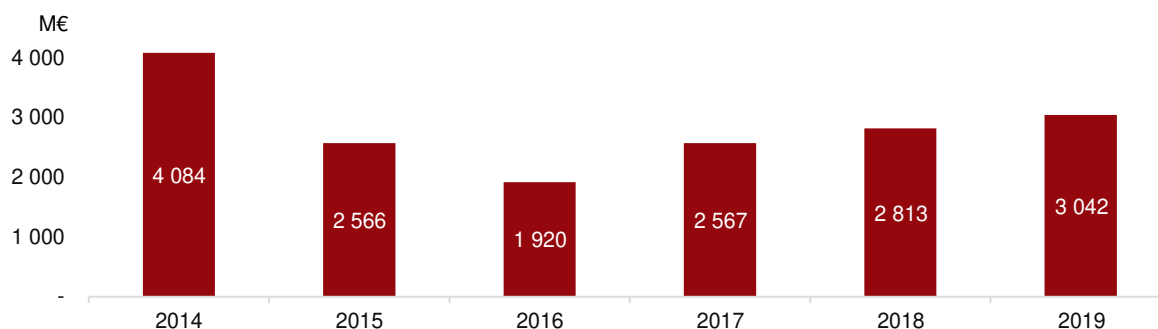
De la même manière, la remontée des cours du pétrole et des investissements d'exploration et de production à partir de 2017 a eu pour conséquence directe le retour à des volumes de production proches de ceux de 2014. L'incidence de cette croissance des volumes est toutefois limitée au niveau du chiffre d'affaires, notamment du fait de l'effet prix défavorable lié à la pression exercée par la concurrence sur le marché des produits OCTG.

Nous présentons ci-après les évolutions propres à chacune des activités du Groupe.

### 5.1.1.1.1 Evolution du chiffre d'affaires « Pétrole, gaz et pétrochimie »

Nous présentons ci-après l'évolution du chiffre d'affaires réalisé par le Groupe entre 2014 et 2019 sur le marché Pétrole, gaz et pétrochimie :

Figure 18 - Evolution du chiffre d'affaires de l'activité « Pétrole, gaz et pétrochimie »



Sources : Document d'Enregistrement Universel 2019, Documents de référence de 2014 à 2018 et analyses FINEXSI

Comme indiqué préalablement, l'évolution de l'activité du Groupe sur ce marché dépend principalement des investissements de l'industrie pétrolière et gazière.

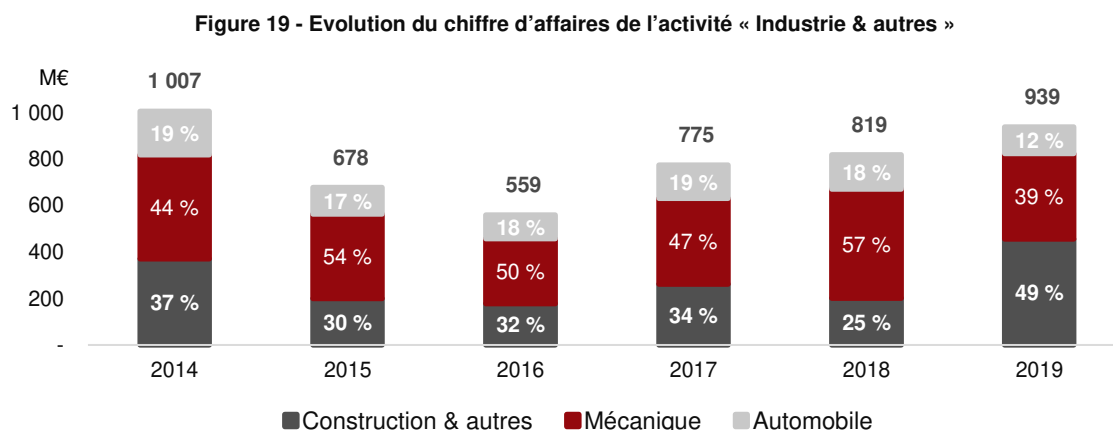
A la suite d'un chiffre d'affaires record réalisé sur ce segment en 2014, le Groupe a subi de plein fouet l'impact de la crise pétrolière sur les années 2015 et 2016 avec une baisse significative de la demande associée à un déstockage des distributeurs qui a conduit à une pression forte sur les prix.

A partir de 2017, le Groupe a connu une croissance annuelle significative qui s'explique principalement par la reprise des investissements de ce secteur liée à la remontée des cours du pétrole ainsi que la reconstitution des stocks des distributeurs. D'un point de vue géographique, cette croissance a notamment été portée par le marché nord-américain du fait d'une activité de forages significative liée à la forte progression de la production d'huile et de gaz de schiste ainsi que par la dynamique du marché brésilien.

L'activité sur le segment pétrochimie a également été fortement impactée entre 2014 et 2016. Cette tendance s'explique notamment par le faible niveau de nouveaux projets en Europe et une intensité concurrentielle accrue. Une reprise très significative de l'activité a ensuite été observée, portée notamment par la reprise de l'activité en Amérique du Nord. Toutefois, son incidence est à relativiser au regard du poids limité de cette activité dans le chiffre d'affaires du Groupe.

### 5.1.1.1.2 Evolution du chiffre d'affaires « Industrie »

Nous présentons ci-après l'évolution du chiffre d'affaires réalisé par le Groupe entre 2014 et 2019 sur le marché Industrie :



Sources : Document d'Enregistrement Universel 2019, Documents de référence de 2014 à 2018 et analyses FINEXSI

L'activité du Groupe sur le segment Industrie est fortement corrélée à l'environnement macroéconomique des zones géographiques sur lesquelles il se positionne, à savoir l'Europe et le Brésil.

La forte réduction de l'activité entre 2015 et 2016 s'explique principalement par :

- Une contraction des volumes et une pression sur les prix en Europe, notamment dans un contexte où la morosité du marché pétrolier a poussé certains concurrents à se positionner plus largement sur les marchés Construction et Mécanique entraînant augmentation de l'offre sur ces deux segments ;
- L'activité générée au Brésil, seconde zone géographique du Groupe sur ce marché, qui a également souffert du contexte macroéconomique, notamment en termes de ventes réalisées sur le secteur automobile et subi l'impact d'une activité minière plus limitée.

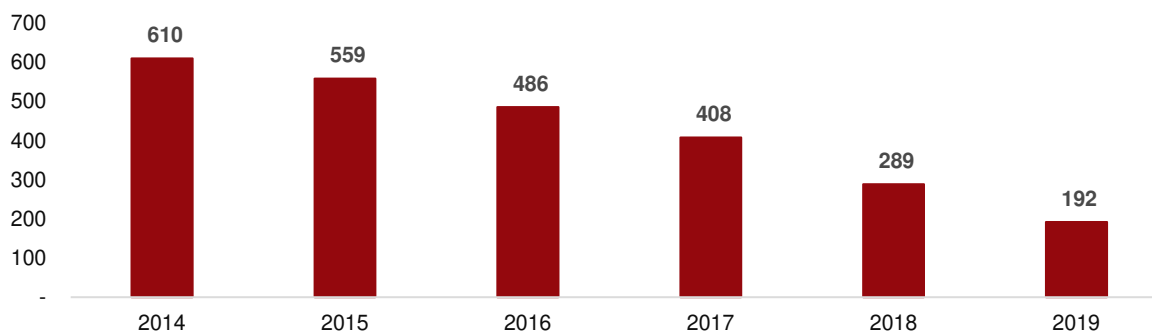
Sur les années 2017 et 2018, l'évolution haussière des prix pratiqués sur le segment des applications mécaniques a permis un redressement significatif du chiffre d'affaires réalisé en Europe. Le Brésil a également connu cette tendance qui s'est cumulée avec (i) une croissance des volumes sur le segment des applications automobiles et mécaniques et (ii) une meilleure performance du secteur minier du fait de l'augmentation des prix des minerais de fer, permettant au Groupe de reconstituer une partie significative du chiffre d'affaires perdu les années précédentes.

En 2019, la baisse du marché Industrie a été largement compensée par une très bonne performance de l'activité minière due à la fois à une hausse des cours et une augmentation des volumes liée à un accroissement de la productivité.

### 5.1.1.1.3 Evolution du chiffre d'affaires « Energie électrique »

Nous présentons ci-après l'évolution du chiffre d'affaires réalisé par le Groupe entre 2014 et 2019 sur le marché Energie électrique :

Figure 20 - Evolution du chiffre d'affaires de l'activité « Energie électrique »



Sources : Document d'Enregistrement Universel 2019, Documents de référence de 2014 à 2018 et analyses FINEXSI

Le marché des énergies conventionnelles, qui représente historiquement la majeure partie de l'activité avec 80% du chiffre d'affaires de ce segment en 2015, a connu une décroissance notable sur la période. Cette évolution s'explique à la fois par le processus de décarbonisation entamé par les pays développés ainsi que par un environnement concurrentiel difficile sur le marché asiatique.

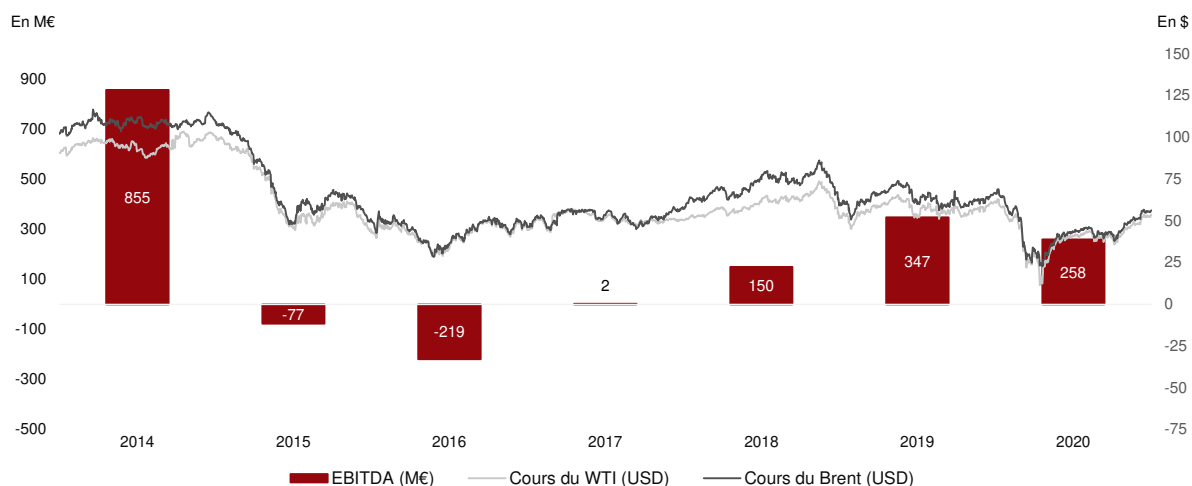
Concernant le marché de l'énergie nucléaire, les problématiques de financement et de sécurité d'installations dans un contexte post-Fukushima ont largement contribué à une baisse importante de l'activité de ce segment malgré la volonté des Etats de réduire leur émission de CO2.

### 5.1.1.2 Marge d'EBITDA

Dans le prolongement de la tendance observée sur le chiffre d'affaires, l'EBITDA de VALLOUREC a connu une progression continue de 2016 à 2019 après deux années de forte baisse liée à la crise affectant l'industrie pétrolière.

Nous présentons ci-après l'évolution comparée de l'EBITDA consolidé de la Société et des cours du Brent et du WTI entre 2014 et 2020 :

Figure 21 - Evolution de l'EBITDA du Groupe et des cours du Brent et du WTI sur la période 2014-2020



Sources : CAPITAL IQ, Document d'Enregistrement Universel 2019, Documents de référence 2014 à 2018 et analyses FINEXSI

Tel que cela ressort de l'évolution comparée de l'EBITDA et des cours du Brent et du WTI, la rentabilité du Groupe est corrélée à l'évolution desdits cours, ce qui explique en grande partie les performances du Groupe sur la période.

Outre cette corrélation et les différents facteurs expliquant les évolutions en termes d'activité évoquées ci-avant, la rentabilité du Groupe sur la période, mesurée en terme d'EBITDA, s'explique par les mesures mises en place par le management de VALLOUREC pour réduire sa base de coûts et réorganiser son activité.

En amont et à la suite de la crise pétrolière débutée en 2015, le Groupe a mis en place différents plans successifs destinés à améliorer significativement ses performances :

- Le Plan Valens pour la période 2015-2016 visant notamment une diminution des coûts de 10%, hors prix des matières premières, soit 350M€ d'économies brutes, une réduction du niveau annuel d'investissements de 100M€ ainsi qu'une réorganisation autour des 4 pôles géographiques du Groupe ;
- Le Plan de Transformation pour la période 2016-2020 dans le prolongement du Plan Valens portant le montant d'objectif d'économies brutes de coûts à 400M€ ainsi qu'un effet périmètre/développement de nouveaux pôles de production attendu sur le résultat brut d'exploitation à hauteur de 350M€ sur la période concernée. Ce plan se fondait notamment sur une réorganisation des activités européennes au travers d'une diminution de l'empreinte industrielle du Groupe dans cette région, des suppressions de postes additionnelles et le développement des pôles de production chinois et brésilien après la prise de contrôle de TIANDA et de VSB en 2016 ;

- Le Plan de Transformation a été ajusté pour les années 2019-2020 à hauteur d'économies brutes additionnelles de 200M€ au travers (i) d'un vaste plan d'économies en Allemagne, incluant notamment une diminution des effectifs de 600 collaborateurs (équivalents temps plein) sur la période, (ii) de la cession d'actifs dédiés aux centrales classiques, notamment les usines de REIZHOLZ en Allemagne et de VCHA en Chine ainsi que (iii) de nouvelles mesures pour améliorer la productivité et les capacités des pôles de production chinois et brésiliens.

Dans le cadre de la présentation des résultats de l'exercice 2019, le Groupe indiquait ainsi avoir réalisé près de 586M€ d'économies brutes entre 2016 et 2019, correspondant à un dépassement de 45M€ de l'objectif de 400M€ fixé dans le Plan de Transformation et à la réalisation de 141M€ sur les 200M€ d'économies envisagées pour les années 2019-2020.

Ces économies résultent à la fois de la réduction significative de 21% des effectifs entre 2014 et 2019, d'une diminution des coûts opérationnels<sup>7</sup> de 40% sur la même période, ainsi que de la réussite du développement des nouvelles routes de production avec des exportations de VSB représentant plus de 60% de sa production et la montée en gamme de la base de production très compétitive de TIANDA. C'est ainsi que le poids de l'Europe dans la production initialement majoritaire (45%) s'est réduit à 25% et que le Groupe a réduit son point mort de 25% entre 2017 et 2019.

---

<sup>7</sup> Coûts de production et coûts administratifs, commerciaux et de recherche par tonne hors matières premières.

## 5.1.2 Compte de résultat sur la période 2019-2020 (Post IFRS 16)

Nous présentons ci-après le compte de résultat consolidé de la Société au titre des exercices annuels clos le 31 décembre 2019 et le 31 décembre 2020 et des semestres clos le 30 juin 2019 et le 30 juin 2020 :

Tableau 22 - Compte de résultat consolidé sur la période 2019-2020

en K€	12 mois (Post-IFRS16)		6 mois (Post-IFRS16)	
	2019	2020	S1 2019	S1 2020
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>4 173 047</b>	<b>3 242 400</b>	<b>2 109 000</b>	<b>1 695 528</b>
<i>Croissance (en %N-1)</i>	6,4 %	(22,3)%	N/A	(19,6)%
Coûts industriels des produits vendus	(3 435 289)	(2 634 268)	(1 727 683)	(1 398 149)
Coûts admin., commerciaux et de recherche	(378 390)	(325 660)	(198 039)	(173 366)
Autres	(12 840)	(24 504)	(14 404)	(12 739)
<b>EBITDA</b>	<b>346 528</b>	<b>257 968</b>	<b>168 874</b>	<b>111 274</b>
<i>Marge (en %CA)</i>	8,3 %	8,0 %	8,0 %	6,6 %
Dotations aux amortissements sur immo.	(307 303)	(268 084)	(154 665)	(138 449)
Dépréciations d'actifs et d'écarts d'acquisition	(29 920)	(850 280)	(21 353)	(440 967)
Cessions d'actifs, restruct. et éléments non réc.	(26 250)	(141 936)	(11 440)	(45 769)
<b>EBIT</b>	<b>(16 945)</b>	<b>(1 002 332)</b>	<b>(18 584)</b>	<b>(513 911)</b>
<i>Marge (en %CA)</i>	(0,4)%	(30,9)%	(0,9)%	(30,3)%
Produits financiers	14 441	4 017	7 321	3 490
Charges financières	(188 232)	(200 514)	(90 410)	(101 666)
Autres charges et produits financiers	(70 280)	(30 434)	(38 789)	(16 769)
<b>Resultat courant avant impôts</b>	<b>(261 016)</b>	<b>(1 229 263)</b>	<b>(140 462)</b>	<b>(628 856)</b>
<i>Marge (en %CA)</i>	(6,3)%	(37,9)%	(6,7)%	(37,1)%
Quote-part dans les RN des sociétés MEQ	(3 895)	(3 083)	(580)	(1 019)
Impôts sur les bénéfices	(75 192)	(96 051)	(22 366)	(30 276)
<b>Resultat net</b>	<b>(340 103)</b>	<b>(1 328 397)</b>	<b>(163 408)</b>	<b>(660 151)</b>
<i>Marge (en %CA)</i>	(8,1)%	(41,0)%	(7,7)%	(38,9)%
Part des intérêts minoritaires	2 554	122 266	(3 772)	92 930
<b>Resultat net, part du Groupe</b>	<b>(337 549)</b>	<b>(1 206 131)</b>	<b>(167 180)</b>	<b>(567 221)</b>
<i>Marge (en %CA)</i>	(8,1)%	(37,2)%	(7,9)%	(33,5)%

Sources : DEU 2020, Document d'Enregistrement Universel 2019 et analyses FINEXSI.

Les comptes de l'exercice 2019 présentés ci-dessus comprennent les retraitements liés à la mise en application de la norme IFRS 16, ce qui explique les écarts observés par rapport aux données figurant ci-avant pour cet exercice dans la présentation des résultats pour la période 2014-2019.

### 5.1.2.1 Chiffre d'affaires

L'essentiel de la baisse du chiffre d'affaires constatée par le Groupe (-22,3%) provient essentiellement du segment Pétrole & Gaz qui a diminué de 27% sur l'exercice. Cette chute résulte notamment du marché américain qui a été impacté par une réduction très notable du nombre d'appareils de forage actifs et des prix de vente en recul. Le volume des ventes sur les régions Europe/Afrique et Moyen-Orient Asie a été également impacté, mais cette incidence a été largement compensée par les livraisons de produits en aciers spéciaux. En Amérique du Sud, le chiffre d'affaires Pétrole & Gaz ressort en hausse du fait des volumes de livraisons de produits OCTG *premium* à destination des champs pré-salifères associés à un effet favorable prix/mix.

L'activité du segment Industrie a été également impactée par la crise sanitaire en Europe, mais elle ressort en progression au niveau du Groupe. En effet, les ventes sont demeurées stables en Amérique du Sud avant un impact change défavorable, et l'activité de la mine de Pau Branco a connu une progression significative combinant une hausse des volumes de 26% et un cours du minerai de fer en forte progression.

Le segment de l'Energie Electrique s'inscrit en légère hausse dans un contexte de livraison de projet programmée et en dépit de l'impact de la fermeture du site de Reisholz au troisième trimestre 2020.

### 5.1.2.2 Marge d'EBITDA

La rentabilité opérationnelle exprimée par le ratio d'EBITDA sur le chiffre d'affaires est demeurée relativement stable avec une baisse de 0,3 point sur l'exercice. Cette stabilité résulte de l'impact des plans d'économies et de la politique de contrôle des coûts mise en œuvre par le Groupe qui a permis de compenser la moindre absorption des frais fixes compte tenu de l'évolution constatée du chiffre d'affaires.

Le Groupe a d'ailleurs indiqué avoir réalisé 165M€ d'économie brute de coûts en 2020, soit un niveau supérieur à celui attendu pour cet exercice. Le montant total des économies réalisées sur la période 2016-2020 s'élève ainsi à 751M€.

Par ailleurs, le Groupe a annoncé un nouveau plan d'économie brute de l'ordre de 400M€ sur la période 2021-2025, se fondant notamment sur des programmes transverses d'économie de coûts et des initiatives régionales.

Pour mémoire, la baisse significative de l'EBIT de près de 1Md€ est liée au montant élevé des dépréciations d'actif et des écarts d'acquisition de -850M€ qui ont été constatés à la clôture au 31 décembre 2020 dans le cadre des tests de valeur des actifs. Ces tests ont été mis en œuvre en tenant compte des conséquences de la crise sanitaire avec des données prévisionnelles dégradées (cf. ci-après revue du bilan).

### 5.1.3 Bilan sur la période 2014-2020

L'évolution du bilan de VALLOUREC sur la période 2014-2020 est présentée avant IFRS 16 pour les exercices clos entre le 31 décembre 2014 et le 31 décembre 2018 et post IFRS pour les exercices clos au 31 décembre 2019 et 31 décembre 2020.



Tableau 23 - Bilan consolidé de Vallourec sur la période 2014-2020

en K€	31-déc.-14	31-déc.-15	31-déc.-16	31-déc.-17	31-déc.-18	31-déc.-19	31-déc.-20
Immobilisations incorporelles	165 910	148 821	124 982	88 695	71 277	63 405	49 515
Écarts d'acquisition	332 218	329 569	382 684	348 200	358 416	363 983	24 815
Immobilisations corporelles	3 523 249	3 161 061	3 617 614	2 976 889	2 690 639	2 642 079	1 718 259
Actifs biologiques	213 923	154 694	88 411	71 494	59 611	62 486	30 236
Sociétés mises en équivalence	184 125	176 835	124 800	101 529	134 358	129 421	41 912
Autres actifs financiers non courants	120 689	107 208	142 641	63 376	44 180	43 134	54 033
Autres actifs non courants	314 375	125 925	205 930	73 787	111 920	87 660	74 733
Impôts différés	223 102	148 783	190 269	242 440	250 215	248 582	186 571
<b>Actif immobilisé</b>	<b>5 077 591</b>	<b>4 352 896</b>	<b>4 877 331</b>	<b>3 966 410</b>	<b>3 720 616</b>	<b>3 640 750</b>	<b>2 180 074</b>
Stocks	1 490 031	1 066 165	1 034 749	1 003 833	1 135 017	987 975	663 891
Clients et comptes rattachés	1 145 654	544 904	546 218	567 923	598 558	638 120	467 580
Autres actifs financiers courants	28 211	20 341	57 985	32 451	4 963	7 221	45 283
Autres actifs courants	343 155	307 474	283 019	230 612	214 315	237 527	195 404
Trésorerie et équivalents de trésorerie	1 146 913	630 540	1 286 722	1 021 035	739 577	1 793 843	1 389 533
<b>Actif circulant</b>	<b>4 153 964</b>	<b>2 569 424</b>	<b>3 208 693</b>	<b>2 855 854</b>	<b>2 692 430</b>	<b>3 664 686</b>	<b>2 761 691</b>
Actifs pour cession et activités abandonnées	-	68 964	46 327	64 119	-	-	106 523
<b>Actif</b>	<b>9 231 555</b>	<b>6 991 284</b>	<b>8 132 351</b>	<b>6 886 383</b>	<b>6 413 046</b>	<b>7 305 436</b>	<b>5 048 288</b>
<b>Capitaux propres - part du Groupe</b>	<b>3 743 359</b>	<b>2 645 668</b>	<b>3 283 530</b>	<b>2 426 030</b>	<b>1 802 257</b>	<b>1 467 337</b>	<b>(187 100)</b>
<b>Intérêts minoritaires</b>	<b>426 253</b>	<b>391 941</b>	<b>494 432</b>	<b>458 545</b>	<b>462 019</b>	<b>512 708</b>	<b>320 777</b>
<b>Capitaux propres</b>	<b>4 169 612</b>	<b>3 037 609</b>	<b>3 777 962</b>	<b>2 884 575</b>	<b>2 264 276</b>	<b>1 980 045</b>	<b>133 677</b>
<b>Prêt actionnaire</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>83 172</b>	<b>71 702</b>	<b>28 892</b>	<b>20 560</b>	<b>8 613</b>
<b>Engagements envers le personnel</b>	<b>244 282</b>	<b>224 477</b>	<b>226 763</b>	<b>208 565</b>	<b>214 359</b>	<b>227 787</b>	<b>202 635</b>
<b>Provisions pour risques</b>	<b>176 433</b>	<b>248 622</b>	<b>375 984</b>	<b>199 351</b>	<b>176 876</b>	<b>165 578</b>	<b>214 600</b>
Emprunts obligataires	1 595 662	1 597 916	1 600 201	1 714 908	2 117 352	1 726 538	1 735 860
Emprunts auprès des étab. de crédit	318 784	238 010	214 556	137 279	117 415	1 737 712	1 727 709
Autres emprunts et dettes assimilées	740 876	307 890	749 379	700 440	560 215	359 924	136 827
Concours bancaires courants	38 195	5 981	9 608	10 712	2 528	208	3 115
<b>Dettes financières</b>	<b>2 693 517</b>	<b>2 149 797</b>	<b>2 573 744</b>	<b>2 563 339</b>	<b>2 797 510</b>	<b>3 824 382</b>	<b>3 603 511</b>
Impôts différés - passif	256 246	216 172	80 494	18 284	15 313	9 499	19 914
Dettes fournisseurs et cptes rattachés	806 856	523 476	530 391	581 622	582 272	579 739	426 097
Autres passifs financiers non courants	173 300	152 430	105 293	12 894	31 831	151 679	128 977
Autres passifs non courants	711 309	378 566	335 337	333 397	301 717	346 167	273 427
<b>Dettes</b>	<b>4 641 228</b>	<b>3 420 441</b>	<b>3 625 259</b>	<b>3 509 536</b>	<b>3 728 643</b>	<b>4 911 466</b>	<b>4 451 926</b>
Passifs pour cession et activités abandonnées	-	60 135	43 211	12 654	-	-	36 837
<b>Passif</b>	<b>9 231 555</b>	<b>6 991 284</b>	<b>8 132 351</b>	<b>6 886 383</b>	<b>6 413 046</b>	<b>7 305 436</b>	<b>5 048 288</b>

Sources : DEU 2020, Document d'Enregistrement Universel 2019, Documents de référence de 2014 à 2018 et analyses FINEXSI

### 5.1.3.1 Immobilisations

Les immobilisations incorporelles sont essentiellement constituées de la technologie, des logiciels, des brevets et licences, ainsi que des savoir-faire et relations clients comptabilisés lors des regroupements d'entreprises (allocation du prix d'acquisition).

Les écarts d'acquisitions correspondent, sur la période 2014-2019, aux UGT<sup>8</sup> VALLOUREC DO BRASIL et VALLOUREC NORTH AMERICA et, dans une moindre mesure, aux UGT VALLOUREC EUROPE et SERIMAX. Les évolutions observées sur la période s'expliquent, outre des effets de change, par la dépréciation de la totalité du goodwill SERIMAX en 2015 (36,3M€), l'impact de la prise de contrôle de VSB (UGT VALLOUREC DO BRASIL) et de TIANDA OIL PIPE (UGT VALLOUREC EUROPE) en 2016 (-40M€) et en 2017 (12,3M€).

Les immobilisations corporelles de VALLOUREC se composent principalement :

- Des actifs immobiliers du Groupe qui comprennent les bâtiments des usines ainsi que les locaux administratifs ; et
- Du matériel industriel qui comprend les équipements de production d'aciers et de fabrication de tubes.

L'évolution de ce poste sur la période 2014-2019 s'explique à la fois par les effets de change ainsi que par les impacts de changement de périmètre du Groupe.

Les sociétés mises en équivalence significatives à fin 2014 étaient HKM et TIANDA OIL PIPE. A la suite de la prise de contrôle de TIANDA OIL PIPE en 2016, cette dernière est désormais consolidée en intégration globale. Par ailleurs, la société VALLOUREC UMBILICALS a été mise en équivalence depuis la mise en place d'un contrôle conjoint avec la BANQUE PUBLIQUE D'INVESTISSEMENT en 2018.

Les impôts différés actifs et passifs se composent essentiellement des stocks de déficits reportables activés<sup>9</sup> et d'impôts différés associés aux immobilisations.

La forte baisse du montant de l'actif immobilisé du Groupe à la clôture au 31 décembre 2020 est la résultante des conséquences de la crise sanitaire sur les perspectives d'activité à court et moyen terme. En effet, les tests de dépréciations réalisés lors de cette clôture ont conduit à la comptabilisation de dépréciations significatives, notamment :

- 327M€ sur les actifs incorporels non amortissables et les écarts d'acquisition essentiellement liés à l'UGT VALLOUREC NORTH AMERICA (311M€) et à l'UGT VALLOUREC EUROPE (14M€) du fait de prévisions dégradées liées notamment à une anticipation d'une baisse significative des investissements des opérateurs Pétrole et Gaz ;
- 431M€ sur les actifs corporels amortissables et des droits d'utilisation essentiellement liés à l'UGT VALLOUREC EUROPE ;
- 81M€ sur les sociétés mises en équivalence du fait de la dépréciation de l'intégralité de la participation détenue dans HKM.

<sup>8</sup> Unité Génératrice de Trésorerie.

<sup>9</sup> 269M€ d'impôts différés actif au 31 décembre 2020.

Pour mémoire, les taux d'actualisation retenus dans le cadre des tests de dépréciation sont les suivants :

- UGT VALLOUREC EUROPE : 9,5% en 2020 contre 8,4% en 2019 ;
- UGT VALLOUREC NORTH AMERICA : 9,8% en 2020 contre 8,8% en 2019 ;
- UGT VALLOUREC DO BRASIL : 11,8 % en 2020 contre 11,1% en 2019.

Le montant de ces dépréciations explique en grande partie la variation des capitaux propres consolidés part du Groupe sur la période qui ressortent négatif au 31 décembre 2020 à hauteur de (-187,1M€).

### 5.1.3.2 Besoin en fonds de roulement

Nous présentons ci-après l'évolution de la valeur brute du BFR de VALLOUREC telle que celle-ci ressort de la communication financière de la Société. Les montants des postes d'actifs (stocks et clients) correspondent à la valeur brute et diffèrent ainsi de ceux mentionnés au bilan (tableau 3) qui représentent la valeur nette comptable, c'est-à-dire après provision.

Tableau 24 - BFR brut consolidé de Vallourec sur la période 2014-2020

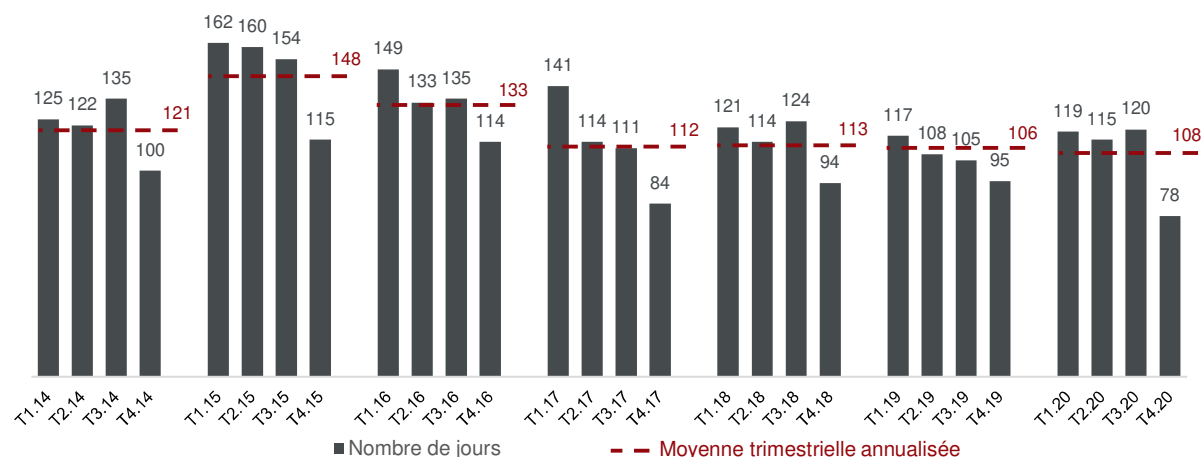
en K€	31-déc.-14	31-déc.-15	31-déc.-16	31-déc.-17	31-déc.-18	31-déc.-19	31-déc.-20
Stocks	1 663 461	1 234 047	1 240 512	1 183 837	1 274 594	1 122 361	768 012
Créances clients et avces fournisseurs	1 164 309	599 719	579 168	603 653	609 838	644 071	474 351
Fournisseurs	(806 698)	(523 476)	(530 391)	(581 622)	(582 272)	(579 739)	(426 097)
<b>BFR</b>	<b>2 021 072</b>	<b>1 310 290</b>	<b>1 289 289</b>	<b>1 205 868</b>	<b>1 302 160</b>	<b>1 186 693</b>	<b>816 266</b>
<b>En % de chiffre d'affaires</b>	<b>35,5%</b>	<b>34,5%</b>	<b>43,5%</b>	<b>32,2%</b>	<b>33,2%</b>	<b>28,4%</b>	<b>25,2%</b>
Autres créances et dettes	16 855	7 306	82 678	(70 877)	2 819	5 091	49 203
<b>BFR lié à l'activité</b>	<b>2 037 927</b>	<b>1 317 596</b>	<b>1 371 967</b>	<b>1 134 991</b>	<b>1 304 979</b>	<b>1 191 784</b>	<b>865 469</b>
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	<i>36%</i>	<i>35%</i>	<i>46%</i>	<i>30%</i>	<i>33%</i>	<i>29%</i>	<i>27%</i>
<b>Variation</b>		<b>(710 782)</b>	<b>(21 001)</b>	<b>(83 421)</b>	<b>96 292</b>	<b>(115 467)</b>	<b>(370 427)</b>
<b>dont variation BFR cash flow</b>		<b>(632 117)</b>	<b>(179 631)</b>	<b>(60 555)</b>	<b>155 203</b>	<b>(124 321)</b>	<b>(172 813)</b>

Sources : DEU 2020, Document d'Enregistrement Universel 2019, Documents de référence 2014 à 2018 et analyses FINEXSI

Les variations du BFR liées à l'activité intègrent certains impacts, notamment ceux résultant des écarts de conversion, qui tendent à perturber l'appréciation des évolutions du BFR. Nous avons ainsi précisé dans le tableau ci-dessus la variation de BFR telle qu'elle ressort directement des flux de trésorerie du Groupe.

Par ailleurs, il convient de noter que du fait de la saisonnalité de l'activité du Groupe, la position au 31 décembre, date de clôture de l'exercice, apparaît comme un point bas au regard de l'évolution du BFR trimestriel historique :

Figure 25 - Evolution du BFR net trimestriel exprimé en jours de chiffre d'affaires sur la période 2014-2020



Sources : Présentation des résultats annuels de VALLOUREC au titre des exercices concernés et analyses FINEXSI

Le BFR du Groupe a largement été impacté par la crise de l'industrie pétrolière de la période 2015-2016 au cours de laquelle il s'est dégradé, exprimé en pourcentage du chiffre d'affaires.

Sur les années suivantes, le Groupe a néanmoins amélioré la gestion du fonds de son roulement opérationnel et ce, malgré une forte reprise de l'activité du Groupe. Ainsi, le niveau de BFR en jour de chiffre d'affaires est progressivement revenu au niveau observé en 2014.

### 5.1.3.3 Structure financière

Nous présentons ci-après le détail de l'endettement net financier consolidé de VALLOUREC sur les exercices 2014 à 2020 :

Tableau 26 - Dette financière nette consolidée de VALLOUREC sur la période 2014-2020

en K€	31-déc.-14	31-déc.-15	31-déc.-16	31-déc.-17	31-déc.-18	31-déc.-19	31-déc.-20
Emprunts obligataires	(1 595 662)	(1 597 916)	(1 600 201)	(1 714 908)	(2 117 352)	(1 726 538)	(1 735 860)
Emprunts auprès des étab. de crédit	(318 784)	(238 010)	(214 556)	(137 279)	(117 415)	(1 737 712)	(1 727 709)
Autres emprunts et dettes assimilées	(740 876)	(307 890)	(749 379)	(700 440)	(560 215)	(359 924)	(136 827)
Concours bancaires courants	(38 195)	(5 981)	(9 608)	(10 712)	(2 528)	(208)	(3 115)
<b>Emprunts et dettes financières</b>	<b>(2 693 517)</b>	<b>(2 149 797)</b>	<b>(2 573 744)</b>	<b>(2 563 339)</b>	<b>(2 797 510)</b>	<b>(3 824 382)</b>	<b>(3 603 511)</b>
Valeurs mobilières de placement	806 485	460 526	950 476	805 367	401 896	925 505	761 597
Disponibilités	340 428	170 014	336 246	215 668	337 681	868 338	627 935
<b>Trésorerie et équivalents</b>	<b>1 146 913</b>	<b>630 540</b>	<b>1 286 722</b>	<b>1 021 035</b>	<b>739 577</b>	<b>1 793 843</b>	<b>1 389 533</b>
<b>Endettement financier net</b>	<b>(1 546 604)</b>	<b>(1 519 257)</b>	<b>(1 287 022)</b>	<b>(1 542 304)</b>	<b>(2 057 933)</b>	<b>(2 030 539)</b>	<b>(2 213 978)</b>
<b>Evolution</b>		<b>27 347</b>	<b>232 235</b>	<b>(255 282)</b>	<b>(515 629)</b>	<b>27 394</b>	<b>(183 439)</b>

Sources : DEU 2020, Document d'Enregistrement Universel 2019, Documents de référence 2014 à 2018 et analyses FINEXSI

La dette financière du Groupe se compose essentiellement de trois types de financement : des emprunts obligataires simples associés à partir de 2017 à un emprunt convertible (OCEANES) remboursables *in fine*, des programmes de billets de trésoreries et des lignes de crédit.

L'évolution du nominal de la dette obligataire sur la période est la suivante :

**Tableau 27 - Evolution de la dette obligataire de la Société sur la période 2014-2020**

en M€	31-déc.-14	31-déc.-15	31-déc.-16	31-déc.-17	31-déc.-18	31-déc.-19	31-déc.-20
Emprunt obligataire échéance 2017 (4,25%)	650	650	650	-	-	-	-
Placement privé échéance 2019 (3,25%)	400	400	400	400	400	-	-
Placement privé échéance 2027 (4,125%)	55	55	55	55	55	55	55
Emprunt obligataire échéance 2024 (2,25%)	500	500	500	500	500	500	500
OCEANES échéance 2022 (4,125%)	-	-	-	250	250	250	250
Emprunt obligataire échéance 2022 (6,625%)	-	-	-	550	550	550	550
Emprunt obligataire échéance 2023 (6,375%)	-	-	-	-	400	400	400
<b>Total</b>	<b>1 605</b>	<b>1 605</b>	<b>1 605</b>	<b>1 755</b>	<b>2 155</b>	<b>1 755</b>	<b>1 755</b>

Sources : DEU 2020, Document d'Enregistrement Universel 2019, Documents de référence 2014 à 2018 et analyses FINEXSI

L'encours du programme de billet de trésorerie est resté relativement stable sur la période 2014-2019, oscillant entre environ 100 et 400M€ selon les exercices. Au 31 décembre 2020, la Société n'a pas d'encours de billet de trésorerie.

Le Groupe bénéficie historiquement de lignes de crédit disponibles en Europe pour un montant dépassant le milliard d'euros. L'année 2019 est le premier exercice de la période au cours duquel le Groupe a réalisé un tirage de ces lignes pour un montant de 1,7Md€, position maintenue au 31 décembre 2020.

L'évolution de l'endettement financier net du Groupe est la suivante :

- Il demeure stable en montant entre 2014 et 2015. En effet, l'amélioration du BFR lié aux actions entreprises et à la réduction de l'activité compense les pertes opérationnelles liées à la crise pétrolière et le montant des investissements ;
- La diminution de la dette nette en 2016 s'explique par l'effet combiné d'une amélioration du BFR en valeur et la réalisation de l'augmentation de capital d'1Md€ souscrite par BPI FRANCE et NSC dont le montant est supérieur aux opérationnelles, au montant des investissements corporels et la prise de contrôle de TIANDA et de VSB ;
- L'augmentation de la dette nette en 2017 s'explique essentiellement par les pertes opérationnelles et des investissements partiellement compensés par des cessions d'actifs et des effets de change ;
- La forte chute de 2018 s'explique essentiellement par les pertes opérationnelles, les investissements et une dégradation du BFR en valeur ;
- La stabilité de l'évolution 2018-2019 trouve son origine dans l'atteinte du point mort en termes de capacité d'autofinancement et d'une variation de BFR, compensant en grande partie les investissements de l'exercice.
- L'augmentation de la dette nette en 2020 est la résultante de la crise sanitaire et plus particulièrement de l'impact des flux de trésorerie opérationnels et des investissements non compensés par la réduction du BFR lié à la chute de l'activité.

## 5.2 Analyse de la position financière du Groupe à fin 2020

### 5.2.1.1 Analyse des principales lignes de dettes financières

Le détail des principales composantes de la dette financière du Groupe se présente comme suit au 31 décembre 2020 :

**Tableau 28 - Principales composantes de la dette financière de la Société au 31 décembre 2020**

En M€	Montant bilanciel	ISIN	Nominal	Échéance
Ligne de 1,1 Mds€ – Février 2014	1 029		1 034	févr.-21
Bilatérale de 90 M€ – Juin 2015	89		90	févr.-21
Ligne de 400 M€ – Septembre 2015	297		300	févr.-21
Ligne de 450 M€ – Mai 2016	297		300	févr.-21
<b>Total RCF</b>	<b>1 712</b>		<b>1 724</b>	
Obligations 2027 (placement privé)	54	FR0011292457	55	août-27
Obligations 2024	499	FR0012188456	500	sept.-24
OCEANE 2022	239	FR0013285046	250	oct.-22
Obligations Senior 2023	397	XS1807435026 XS1807435539	400	oct.-23
Obligations Senior 2022	547	XS1700480160 XS1700591313	550	oct.-22
<b>Total Obligations</b>	<b>1 736</b>		<b>1 755</b>	<b>févr.-21</b>

Sources : DEU 2020 et analyses FINEXSI

### Lignes de crédit revolving (RCF)

Au 31 décembre 2020, les tirages de lignes de trésorerie du Groupe s'établissent à 1 712M€ sur un total disponible de 1 724M€. Pour mémoire, ces lignes se composent :

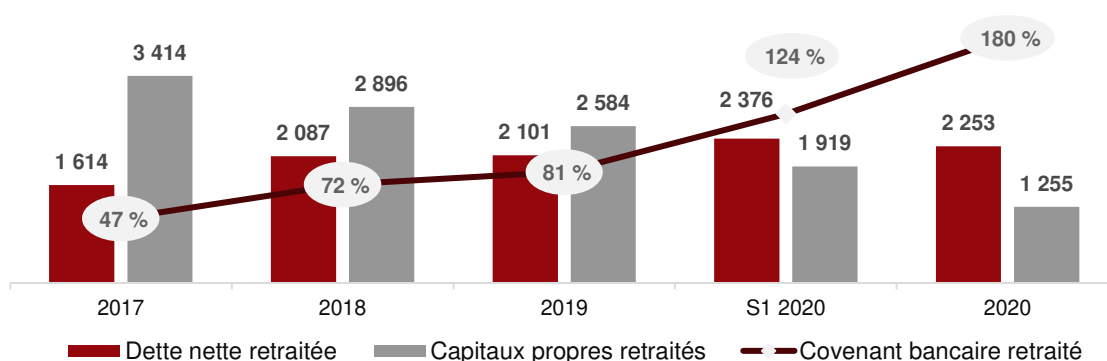
- D'un crédit renouvelable syndiqué d'un montant total en principal de 1 100 000 000€, en vertu d'un contrat de prêt en date du 12 février 2014, avec VALLOUREC en qualité d'emprunteur, à échéance au 9 février 2021, tiré à hauteur de 1 028 890 000€ au 31 décembre 2020 ;
- D'un crédit renouvelable d'un montant total en principal de 90 000 000€, en vertu d'un contrat de prêt en date du 25 juin 2015, entre VALLOUREC, en qualité d'emprunteur, et NATIXIS, en qualité de prêteur, à échéance au 9 février 2021, tiré à hauteur de 89 000 000€ au 31 décembre 2020 ;
- D'un crédit renouvelable d'un montant total en principal de 400 000 000€, en vertu d'un contrat de prêt en date du 21 septembre 2015, entre VALLOUREC, en qualité d'emprunteur, et un pool de banques françaises<sup>10</sup> en qualité de prêteur, à échéance initialement au 13 juillet 2020, prorogé à hauteur de 300 000 000€ jusqu'au 9 février 2021, tiré à hauteur de 297 000 000€ au 31 décembre 2020 ;

<sup>10</sup> BNP PARIBAS, NATIXIS ET SOCIETE GENERALE.

- D'un crédit renouvelable d'un montant total en principal de 450 000 000€, en vertu d'un contrat de prêt en date du 2 mai 2016, entre VALLOUREC, en qualité d'emprunteur, et un pool de banques françaises<sup>11</sup>, en qualité de prêteur, à échéance initialement au 12 février 2020, prorogé à hauteur de 300 000 000 euros jusqu'au 9 février 2021, tiré à hauteur de 297 270 000€ au 31 décembre 2020.

Pour mémoire, les RCF sont soumis à un covenant de *Gearing* qui prévoit que le ratio de dettes financières nettes retraitées<sup>12</sup> sur fonds propres retraités<sup>13</sup> calculé au 31 décembre de chaque année doit rester inférieur ou égal à 100%.

Figure 29 - Evolution du ratio de covenant de *Gearing* entre 2016-2020



Sources : Rapport financier semestriel au titre du semestre clos le 30 juin 2020, DEU 2020, Document d'enregistrement universel 2019, et documents de référence de 2017 à 2018

Au 31 décembre 2020, le ratio de *Gearing* s'établit à 180%.

### Dettes obligataires

La dette obligataire du Groupe se compose de 5 souches obligataires dont les caractéristiques sont présentées dans le tableau ci-dessus :

- Obligations 2027 : souche de 55M€ d'obligations simples émises par la Société en août 2012 à échéance 2027 et portant un intérêt annuel de 4,125% ;
- Obligations 2024 : souche de 500M€ d'obligations simples de droit français émises en 2014 par la Société à échéance 2024 et portant un intérêt annuel de 2,250% ;
- OCEANES 2022 : souche de 250M€ d'obligations à option de conversion et/ou d'échange en actions nouvelles et/ou existantes de droit français émises en 2017 par la Société à échéance 2022 et portant un intérêt annuel de 4,125% ;

<sup>11</sup> BNP PARIBAS, NATIXIS ET SOCIETE GENERALE.

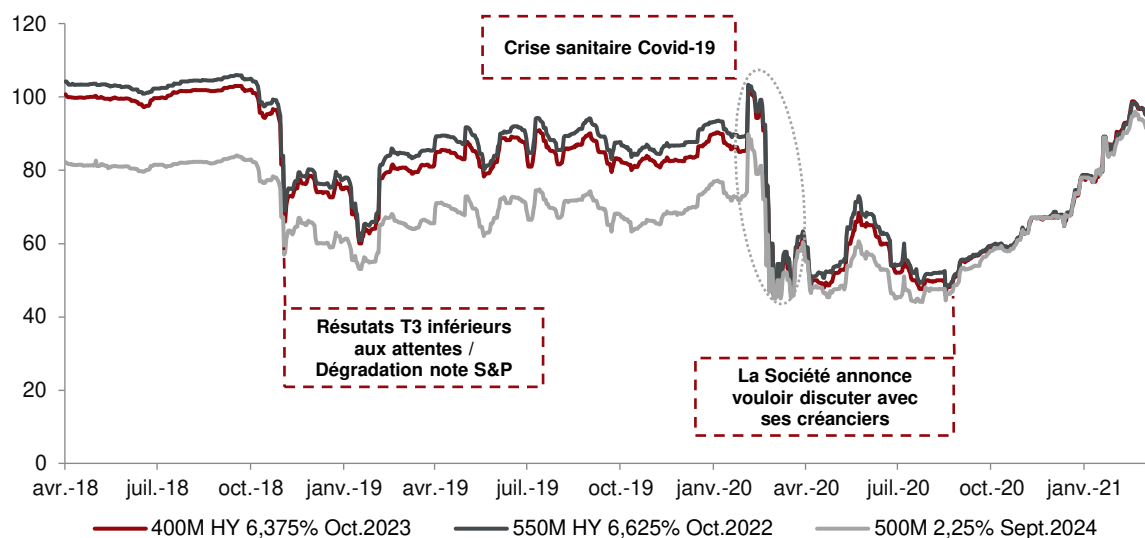
<sup>12</sup> Endettement net consolidé de VALLOUREC incluant la dette de location financement et le prêt d'actionnaire au Brésil.

<sup>13</sup> Capitaux propres consolidés de VALLOUREC retraités des gains et pertes sur produits dérivés et des réserves de conversion (gains et pertes sur les filiales consolidées en devises).

- Obligations Senior 2022 : souche de 550M€ d'obligations à haut rendement (« *high yield* ») régie par le droit de l'Etat de New-York émises en 2017 par la Société à échéance 2022 et portant un intérêt annuel de 6,625% ;
- Obligations Senior 2023 : souche de de 400M€ d'obligations à haut rendement régi par le droit de l'Etat de New-York émises 2018 par la Société portant un intérêt annuel de 6,375%.

A l'exception des Obligations 2027, l'ensemble des souches obligataires de la Société sont cotées.

Figure 30 - Evolution de la cotation des emprunts obligataires simples de VALLOUREC



Sources : CAPITAL IQ et analyses FINEXSI

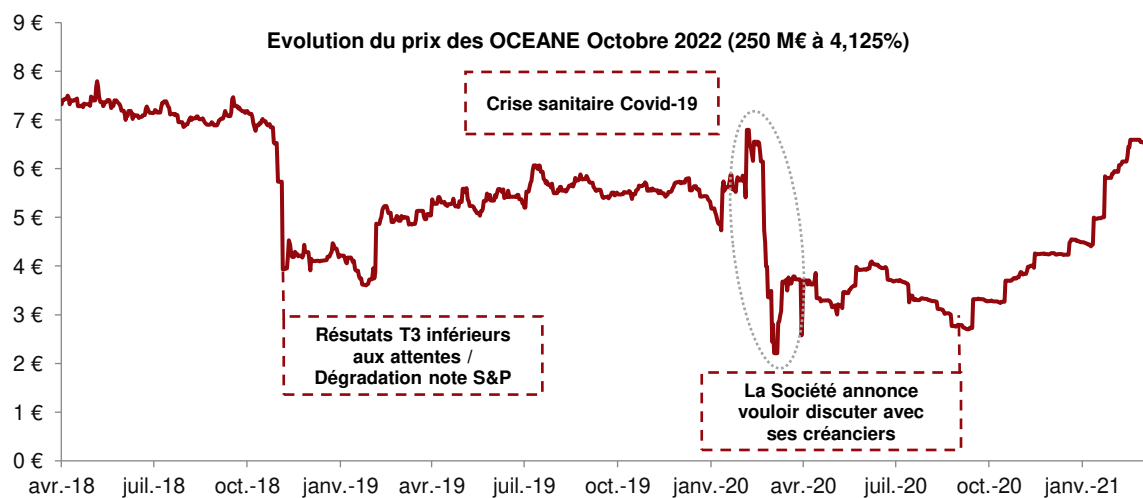
L'analyse récente de la cotation des emprunts obligataires simples de VALLOUREC appelle de notre part les observations suivantes :

- Les emprunts convertibles de VALLOUREC ont été fortement impactés par les effets de la crise sanitaire COVID-19 avec des niveaux de cotation reflétant moins de 50% de leur valeur nominale ;
- Une remontée graduelle des cours est observée à partir de l'annonce de la volonté de VALLOUREC SA de discuter avec ses créanciers, cette tendance haussière confirmée après l'annonce des modalités de l'Accord de Principe. Au 25 mars 2021, ces obligations cotent entre 93% et 97% de leur nominal.



Les remarques sont les mêmes s'agissant des évolutions du cours des OCEANES 2022 :

Figure 31 - Evolution de la cotation de l'obligation OCEANE de VALLOUREC (250M€ à 4,125%, maturité octobre 2022)



Sources : CAPITAL IQ et analyses FINEXSI

Pour mémoire, le prix de conversion initial des OCEANES s'établissait à 6,89€. Néanmoins, du fait de l'impact de l'opération de regroupement d'actions intervenu en 25 mai 2020, ce prix a été ajusté à due concurrence et s'est établi dorénavant à 275,60€.

### **Evolution de la notation de la dette**

La dette de VALLOUREC S.A est suivie par l'agence de notation STANDARD & POOR'S.

Fin novembre 2018, la note de la dette de VALLOUREC est dégradée de B à B- et justifiée par la persistance de flux de trésorerie opérationnel disponibles négatifs.

Au début de l'année 2020, la dette de la Société, toujours classée B-, va faire l'objet de dégradations successives qui s'expliquent notamment par :

- L'impact de la crise de la Covid-19 sur la santé de l'industrie pétrolière, exerçant une forte pression sur l'activité du Groupe et sa capacité à générer de la trésorerie ;
- Le niveau élevé d'endettement de la société (3,5Mds€ de dettes), jugé difficilement soutenable ;
- L'abandon du projet d'augmentation de capital et du refinancement associé ;
- L'échéance de remboursement des RCF de 1,7Md€ à horizon février 2021 alors que la trésorerie disponible est de 1,4Md€ au 30 juin 2020.

Nous présentons ci-après les principales évolutions de notation de la dette de VALLOUREC :

Figure 32 - Evolution de la notation de la dette

Date	Upgrade / Downgrade	Rating	Commentaires
<b>Standard &amp; Poor's</b>			
26/11/2018	↓	B à B-	Cette dégradation de la note de la dette de Vallourec intervient après la publication de résultats mi-novembre inférieurs aux attentes. En outre, l'agence de notation justifie ce changement de note par la persistance d'un flux de trésorerie opérationnel disponible négatif qui continue d'éroder la trésorerie du Groupe.
31/03/2020	↓	B- à CCC+	Cette dégradation est consécutive à un affaiblissement des marchés du Groupe résultant de la crise sanitaire Covid19 et au risque d'exécution de la réalisation de l'augmentation de son capital de 800 M€ et du refinancement associé dans un contexte de marché détérioré.
02/09/2020	↓	CCC+ à CCC-	Cette dégradation fait suite à l'annonce de la volonté de la société d'envisager une restructuration de sa dette. L'agence estime un échange contraint ("distressed exchange") ou un défaut de paiement très probable dans les 6 mois du fait notamment de la position de trésorerie de 1,4 Mds€ au regard de l'échéance de remboursement des RCF de 1,7 Mds€ de février 2020.
24/11/2020	↓	CCC- à CC	Cet abaissement de la note de Vallourec fait suite à l'annonce de la Société, que l'agence qualifie de "distressed", de sa volonté de réduire son endettement de 50% au moyen d'une conversion de capital.
11/02/2021	↓	CC à SD	L'abaissement de la note de Vallourec résulte du non-paiement de l'échéance de 1,7 Mds€ des RCF et de la conversion de 50% de la dette en actions envisagée dans l'Accord de Principe. L'agence indique par ailleurs que la notation devrait s'établir dans la partie basse de la catégorie B en cas de réalisation de la Restructuration.

Sources : Rapport de notation S&P

### 5.2.1.2 Flux de trésorerie de 2016 à 2020

Nous présentons ci-après l'évolution des flux de trésorerie consolidés de la Société sur les exercices 2016 à 2020 :

Figure 33 - Tableau des flux de trésorerie consolidés de 2016 à 2020<sup>14</sup>

en K€	2016	2017	2018	2019	2020
<b>Capacité d'autofinancement avant intérêts</b>	<b>(303 928)</b>	<b>(203 276)</b>	<b>(34 842)</b>	<b>168 280</b>	<b>57 183</b>
Intérêts versés net des intérêts encaissés	(95 160)	(129 134)	(175 189)	(173 791)	(202 713)
<b>Capacité d'autofinancement</b>	<b>(399 088)</b>	<b>(332 410)</b>	<b>(210 031)</b>	<b>(5 511)</b>	<b>(145 530)</b>
Variation du besoin en fonds de roulement lié à l'activité	179 631	60 555	(155 203)	124 321	172 813
<b>Flux nets de trésorerie générés par l'activité</b>	<b>(219 457)</b>	<b>(271 855)</b>	<b>(365 234)</b>	<b>118 810</b>	<b>27 283</b>
Flux nets de trésorerie liés aux opérations d'investissement	(267 500)	(95 099)	(95 489)	(139 611)	(128 164)
Flux nets de trésorerie liés aux opérations de financement	1 095 409	130 282	219 496	1 085 445	(216 615)
Incidence de la variation de taux de change	44 103	(30 119)	(32 047)	(8 058)	(89 547)
Incidence du reclass. en actifs pour cession et activités abandonnées	-	-	-	-	(174)
<b>Variation de trésorerie</b>	<b>652 555</b>	<b>(266 791)</b>	<b>(273 274)</b>	<b>1 056 586</b>	<b>(407 217)</b>
<b>Trésorerie à l'ouverture</b>	<b>624 559</b>	<b>1 277 114</b>	<b>1 010 323</b>	<b>737 049</b>	<b>1 793 635</b>
<b>Trésorerie à la clôture</b>	<b>1 277 114</b>	<b>1 010 323</b>	<b>737 049</b>	<b>1 793 635</b>	<b>1 386 418</b>

Sources : DEU 2020, Document d'Enregistrement Universel 2019, Documents de référence 2016 à 2018 et analyses FINEXSI

Ce tableau présente une vision synthétique des flux de trésorerie pour les exercices 2017 à 2020 qui résultent de l'analyse des comptes de résultat et bilans consolidés historiques de VALLOUREC.

L'évolution des flux de trésorerie du Groupe sur la période 2016 à 2019 fait ressortir le redressement significatif de la capacité d'autofinancement avant intérêts qui n'est néanmoins toujours pas suffisant pour couvrir le service de la dette et le financement des investissements nécessaires à l'amélioration de sa performance opérationnelle.

<sup>14</sup> La trésorerie à l'ouverture ou à la clôture est à rapprocher du montant bilanciel de la trésorerie et équivalents de trésorerie diminué du montant des concours bancaires courants.

Dans un contexte où il n'est pas attendu un rétablissement rapide des marchés sur lesquels le Groupe intervient, le cash-flow généré par le Groupe avant impact des opérations de financement devrait rester négatif à court terme<sup>15</sup> et ne sera, en tout état de cause, pas suffisant pour permettre le remboursement des échéances des dettes financières du Groupe.

### 5.2.1.3 Synthèse

L'analyse des flux de trésorerie du Groupe illustre la difficulté pour ce dernier à financer les investissements nécessaires à l'amélioration de sa performance opérationnelle, tout en réduisant son endettement financier.

La réalisation du projet d'augmentation de capital de 800M€ et du refinancement de même montant associé, n'ayant pu être réalisée du fait de la survenance de la crise sanitaire, VALLOUREC s'est retrouvé confronté à une problématique de refinancement de sa dette :

- Selon les termes des RCF, le remboursement des montants tirés par le Groupe, soit 1,7Md€ au 31 décembre 2020, aurait dû être réalisé en février 2021.
- Une partie des Obligations devait être remboursée en octobre 2022 pour un montant de 800M€.

Le Groupe était donc confronté à un niveau de dettes significatif dans la mesure où le niveau de sa trésorerie ne lui aurait pas permis de faire face à ses échéances de remboursement.

Cette problématique de financement est également constatée par les Commissaires aux comptes dans le cadre de leurs rapports sur les comptes consolidés annuels 2019 et 2020 ainsi que lors de leur revue limitée des comptes au 30 juin 2020 :

- Le rapport sur les comptes consolidés 2019, intégrant une certification sans réserve desdits comptes, fait état dans les points clés de l'audit du risque de liquidité du Groupe au regard de l'échéance de remboursement du RCF. Dans ce contexte, les Commissaires aux comptes indiquent avoir apprécié les besoins de liquidité du Groupe au regard du projet d'augmentation de capital de 800M€ et du refinancement de même montant des lignes de crédit, étant rappelé qu'à cette date, ce projet n'était pas remis en cause par la crise sanitaire.
- Dans le cadre de leur revue limitée des comptes semestriels consolidés au 30 juin 2020, les Commissaires aux comptes renvoient dans leurs conclusions à la note 2.2 de l'annexe desdits comptes qui expose l'incertitude relative à la liquidité du Groupe susceptible de mettre en cause la continuité d'exploitation dans le cas où les discussions entre la Société, ses actionnaires de référence et les banques n'aboutiraient pas.
- Dans la section relative à la « Justification des appréciations – Point clés de l'audit » de leur rapport sur les comptes consolidés de l'exercice 2020, les Commissaires aux comptes ont considéré le risque de liquidité comme un point clé de leur opinion. Ils renvoient dans ce contexte le lecteur aux notes 1.3.2 « Risque de liquidité et continuité d'exploitation, 7.1 « endettement financier net », 7.5.4 « Gestion des risques financiers – Risque de liquidité » et 11.2 « Evènements postérieurs à la clôture » de l'annexe aux comptes consolidés.

<sup>15</sup> Par référence aux prévisions qualifiées de données financières estimées selon la position recommandation AMF 2016-05 présentées dans le communiqué relatif à la restructuration financière du 3 février 2020.

Dans ce contexte, la Société devait donc trouver une solution de refinancement lui permettant de ne pas remettre en cause sa continuité d'exploitation.

Les discussions menées avec ses créanciers et ses Actionnaires de Référence ont conduit à l'Accord de Principe, puis à l'ouverture d'une procédure de sauvegarde visant notamment à permettre la mise en œuvre de cet accord.

Nous rappelons que l'entrée en procédure de sauvegarde de la Société a pour conséquence une interdiction de payer toutes créances sur la Société nées antérieurement au jugement d'ouverture.

### 5.3 Matrice SWOT

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



Sources : Analyses FINEXSI

Malgré des atouts incontestables en termes de positionnement sur son marché, le groupe VALLOUREC doit s'adapter en temps réel dans un environnement en évolution, affecté par la crise sanitaire de la Covid-19, et souffre actuellement d'une situation financière dégradée pouvant remettre en cause la continuité de son exploitation en cas de non-réalisation du plan de restructuration.

## 6. Présentation de l'Opération et de ses modalités

### 6.1 Rappel du processus ayant conduit à l'Opération

Tel que rappelé ci avant (§1), après l'annulation du projet d'augmentation de capital de 800M€ et du refinancement devenu inenvisageable du fait de l'impact de la crise sanitaire de la Covid-19, la Société s'est rapprochée de ses Actionnaires de Référence et de certaines de ses banques afin de discuter d'un scénario alternatif de refinancement.

Ces discussions ont par la suite été élargies aux créanciers RCF et obligataires et aux autres parties prenantes avec pour objectif une restructuration financière portant sur l'ensemble des emprunts contractés par la Société.

Dans le prolongement de ces discussions, la Société a annoncé, le 3 février 2021, la conclusion de l'Accord de Principe et de l'Accord Lock-Up avec certains de ses créanciers.

Dans ce contexte, la Société a sollicité et a obtenu l'ouverture d'une procédure de sauvegarde par le Tribunal de Commerce de Nanterre en date du 4 février 2021.

Cette procédure a notamment pour objet la mise en œuvre des modalités de l'Accord de Principe tel que reflété dans le Plan de Sauvegarde dont nous présentons les principales modalités ci-après.

### 6.2 Présentation des motifs et des termes de l'Opération

#### 6.2.1 Motifs et description de l'Opération

L'Opération envisagée vise à permettre à la Société de réduire de plus de moitié le montant en principal de sa dette. Elle consiste principalement en une restructuration de la dette RCF et de la dette obligataire, *i.e.* des Obligations, de la Société ainsi qu'une portion des intérêts courus et des commissions d'utilisations afférent à ces derniers (ci-après les « **Créances Restructurées** »).

Les Créances Restructurées se composent :

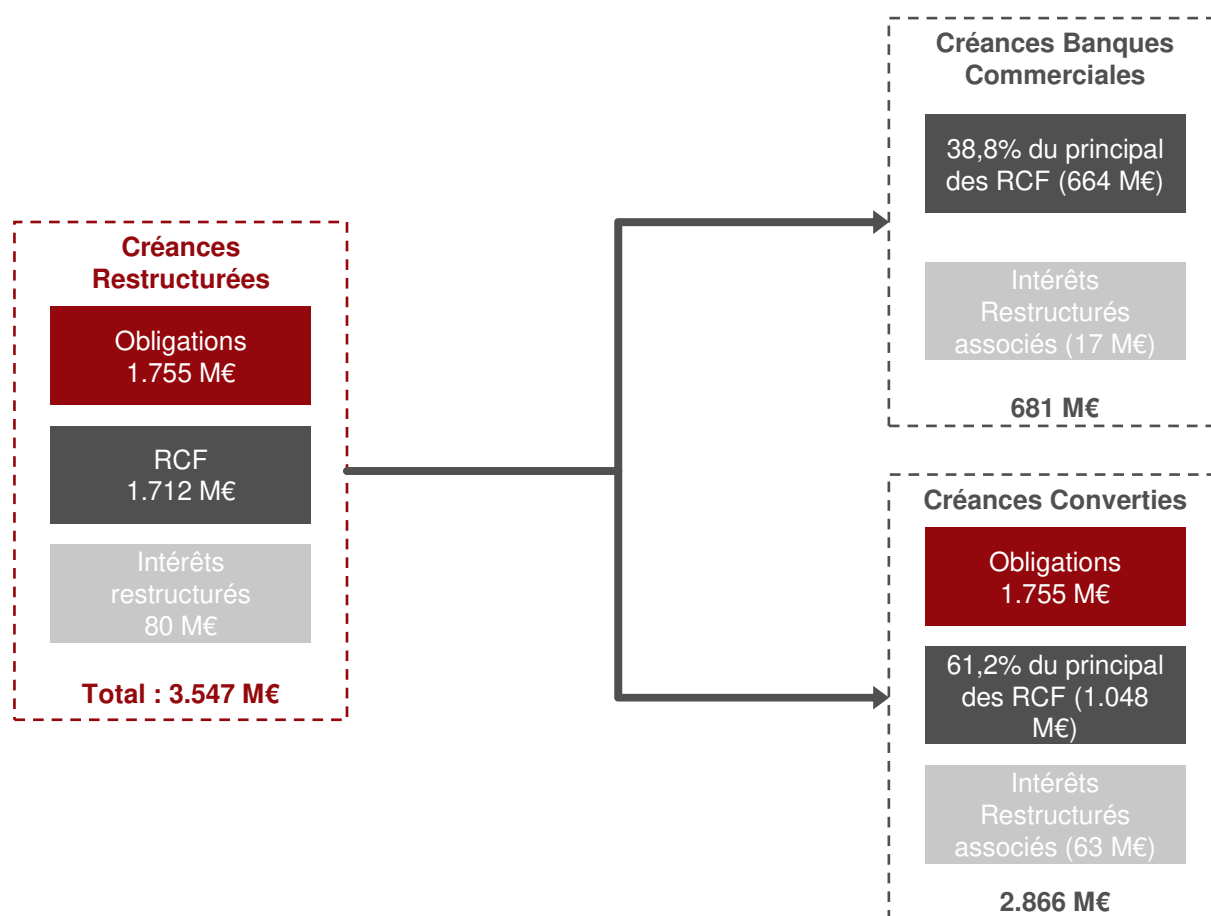
- du montant principal des Obligations à la Date de Référence<sup>16</sup>, soit un montant d'environ 1 755M€ au 31 décembre 2020 ;
- du montant total en principal des avances mises à disposition au titre des RCF à la Date de Référence, soit environ 1 712M€ au 31 décembre 2020 ;
- des intérêts, et intérêts de retard correspondant, courus et non payés sur la période comprise entre le 2 février 2021 (inclus) et le 30 juin 2021 (inclus) relatifs aux RCF et aux Obligations, ainsi que les commissions d'utilisation sur la même période au titre des RCF, d'un montant global d'environ 80M€ (ci-après les « **Intérêts Restructurés** »).

<sup>16</sup> Soit le dernier jour de la période de souscription de l'Augmentation DPS tel que ce terme est défini ci-après.

La Restructuration prévoit une distinction de traitement entre :

- les créances RCF détenues par les Banques Commerciales, soit environ 664M€ en principal et 17M€ au titre des Intérêts Restructurés (ci-après les « **Créances Banques Commerciales** ») ;
- le solde des Créances Restructurées, soit le principal des Obligations d'environ 1 755M€ et celui de la dette RCF non détenue par les Banques Commerciales d'environ 1 048M€, ainsi que les Intérêts Restructurés associés, soit environ 63M€ (ci-après les « **Créances Converties** »).

Figure 34 - Composition des Créances Restructurées



Sources : Projet de Note d'Opération, Projet de plan de Sauvegarde et analyses FINEXSI.

L'Accord de Principe se compose de trois volets majeurs que nous détaillons ci-après (§ 6.3) :

- Une diminution significative de la dette brute d'environ 1 800M€ au travers :
  - d'une augmentation de capital avec maintien du DPS d'environ 300M€ (ci-après l'« **Augmentation de capital DPS** »). Cette opération conduira, quel que soit le scénario de souscription des actionnaires à celle-ci, à une diminution de la dette brute d'un même montant dans la mesure où (i) le produit de celle-ci sera affecté au remboursement des Créances Converties et, le cas échéant, (ii) le montant non souscrit sera intégralement garanti par les titulaires des Créances Converties par voie de compensation de créances ;

- de la conversion en capital des Créances Converties pour un montant d'environ 1 331M€ par le biais d'une augmentation de capital réservée aux titulaires des Créances Converties souscrite par voie de compensation de créances (ci-après l'« **Augmentation de capital Réservée** ») ;
- d'un abandon de créances des Banques Commerciales d'un montant d'environ 169M€ avec un instrument de retour à meilleure fortune sous forme bons de souscriptions d'actions (ci-après les « **BSA** »).
- Le refinancement de la dette résiduelle et la sécurisation de liquidités et de financements opérationnels avec :
  - la conversion d'une partie des Créances Banques Commerciales, à hauteur de 462M€, en un nouveau crédit renouvelable (ci-après le « **RCF Réinstallé** ») ;
  - la souscription par les titulaires des Créances Converties de nouvelles obligations senior soumises au droit de l'Etat de New York d'un montant principal de 1 023M€ (ci-après les « **Nouvelles Obligations** ») ;
  - la mise en place d'un prêt garanti par l'Etat<sup>17</sup> d'un montant de 262M€ (ci-après le « **PGE** ») ;
  - un remboursement en numéraire par la Société des Créances Restructurées à hauteur de 262M€ ;
  - des lignes de cautions de marché, notamment de soumission et de bonne exécution, de 178M€ accordées par les Banques Commerciales.
- Les Intérêts Restructurés étant inclus dans le montant des Créances Converties et des créances des Banques Commerciales, ceux-ci feront ainsi également l'objet pour partie d'un remboursement et pour partie d'une conversion en capital au travers des opérations susvisées.

Nous rappelons que les intérêts, les commissions d'engagement, les commissions d'utilisation et les intérêts de retard courus au titre des Obligations et des RCF jusqu'au 1<sup>er</sup> février 2021 (inclus), soit environ 52 M€, seront intégralement payés en numéraire à la Date de Restructuration Effective (ci-après les « **Intérêts Non Affectés** »).

Par ailleurs, il convient de noter qu'à l'exception des Intérêts Non Affectés et des Créances Restructurées, tout montant dû au titre des Obligations et des RCF sera abandonné à la Date de Restructuration Effective.

## 6.2.2 Principales conditions à la réalisation de l'Opération prévue dans le Plan de Sauvegarde

La mise en œuvre du Plan de Sauvegarde est soumise à plusieurs conditions usuelles, incluant notamment l'approbation des résolutions nécessaires par l'assemblée générale mixte des actionnaires de la Société devant se tenir le 20 avril 2021 et l'obtention du niveau requis de soutien des créanciers dans le cadre de la procédure de sauvegarde.

<sup>17</sup> Par simplification, il est fait référence dans notre rapport à un PGE, même si en pratique il y a un PGE par Banque Commerciale.



Tel que décrit dans le Rapport du Directoire à l'Assemblée Générale, les principales conditions suspensives du Plan de Sauvegarde sont les suivantes :

- L'approbation du Plan de Sauvegarde par le comité des établissements de crédit et assimilés et l'Assemblée Générale unique des obligataires de la Société ;
- L'obtention d'une attestation d'équité par l'expert indépendant désigné par le Conseil de Surveillance de la Société confirmant le caractère équitable des opérations de restructuration prévues aux termes du Plan de Sauvegarde ;
- L'obtention par APOLLO d'une dérogation à l'obligation de déposer une offre publique sur les actions VALLOUREC en conséquence de la restructuration financière, au titre de l'article 234-9 2 du Règlement général de l'AMF ;
- L'approbation par l'Autorité des marchés financiers de la note d'opération relative à l'Augmentation de capital Réservee et de l'émission des BSA ;
- L'approbation des résolutions nécessaires à la mise en œuvre du Plan de Sauvegarde par l'Assemblée Générale des actionnaires de la Société (étant précisé que les résolutions correspondantes forment un tout indissociable et sont interdépendantes) ;
- L'obtention des autorisations préalables au titre du contrôle des concentrations et des investissements étrangers par les autorités compétentes nécessaires à la mise en œuvre du Plan de Sauvegarde ;
- L'arrêté du Plan de Sauvegarde par le Tribunal de commerce de Nanterre ;
- L'approbation par l'Autorité des marchés financiers de la note d'opération relative à l'Augmentation de capital DPS ;
- Le règlement-livraison des Nouvelles Obligations et des actions résultant de l'Augmentation de capital DPS et l'entrée en vigueur des lignes de crédit qui sont prévus par le Plan de Sauvegarde qui doivent intervenir concomitamment.

Dans l'hypothèse où toutes les conditions seraient accomplies ou qu'il y serait renoncé, la mise en œuvre du Plan de Sauvegarde devrait intervenir le 30 juin 2021 selon le calendrier indicatif et au plus tard le 31 juillet 2021 ou toute autre date ultérieure convenue conformément aux stipulations de l'Accord Lock-up et du Plan de Sauvegarde.

### 6.3 Description de l'Opération

Le projet de restructuration envisagé regroupe plusieurs opérations qui sont interdépendantes sur un plan juridique. Dans ce contexte et pour une meilleure compréhension, nous les présentons ci-après dans une chronologie qui ne correspond pas parfaitement à celle prévue par l'Accord Lock-Up :

- La mise en place d'un PGE d'un montant de 262M€ (§6.3.1) ;
- Le remboursement partiel des Créances Restructurées à hauteur de 262M€ (§6.3.2) ;

- La souscription par les titulaires des Créances Converties des Nouvelles Obligations à hauteur de 1 023M€ (§6.3.3) ;
- La conversion d'une partie des Créances Banques Commerciales, à hauteur de 462M€, en un nouveau crédit renouvelable (§6.3.4) ;
- La mise en place de lignes de cautions de marché, notamment de soumission et de bonne exécution, d'un montant de 178M€ (§6.3.5) ;
- Un abandon de créance des Banques Commerciales d'environ 169M€ associé à un instrument de retour à meilleure fortune (§ 6.3.6) ;
- L'émission de 30 342 337 bons de souscriptions d'actions (ci-après les « **BSA** ») au profit des Banques Commerciales comme instrument de retour à meilleure fortune (§6.3.7) ;
- Une augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription d'un montant d'environ 300M€ (§6.3.8) ;
- Une augmentation de capital d'environ 1 331M€ avec suppression du droit préférentiel de souscription par voie de compensation de créances (§6.3.9).

Nous analyserons également les modalités de l'Opération portant sur :

- Les commissions versées dans le cadre de la Restructuration et les frais liés à la Restructuration (§6.3.10) ;
- Les impacts de l'Opération sur la gouvernance de la Société et les accords conclus avec SVP et APOLLO (§6.3.11) ;
- Les engagements pris par les Actionnaires de Référence dans le cadre de l'Opération (§6.3.12).

### 6.3.1 Mise en place d'un PGE

Il est prévu la mise en place d'un PGE contracté par la Société auprès des Banques Commerciales. Nous rappelons que, par simplification, il est fait référence dans le reste de notre rapport à un PGE mais qu'en pratique, il y aura un PGE par Banque Commerciale.

Ces PGE, d'un montant de 262M€, auront une échéance d'un an, avec une option d'extension permettant à la Société<sup>18</sup> de proroger la maturité des PGE pour 5 années supplémentaires, et sera remboursable *in fine*. Le coût annuel moyen des PGE sera de 1,80% (intégrant le coût de la garantie).

Plus spécifiquement, les conditions principales de chacun des PGE sont les suivantes :

- Taux d'intérêt nul la première année et ensuite, si la Société opte pour la prorogation des PGE, égal à 0,50% par an ;
- Le taux des intérêts de retard applicable à tout montant dû et impayé est égal au taux d'intérêts augmenté de (i) l'Enhanced €STR et (ii) de 1% l'an ;

<sup>18</sup> A sa seule discrétion.

- A compter du premier anniversaire de la date de mise à disposition des PGE, la Société devra payer à chaque prêteur une commission de garantie égale à 0,50% pour la première année, puis en fonction de l'option de prorogation exercée par la Société et le calendrier de remboursement choisi, 1% la deuxième année et la troisième année et 2% la quatrième, la cinquième et la sixième année, ainsi qu'une commission d'agent annuelle payable à l'agent ;
- Chaque PGE devra être remboursé en totalité au plus tard un an après sa date de mise à disposition, à moins que la Société n'exerce l'option de prorogation. En cas d'exercice de l'option de prorogation, l'ensemble des PGE devront être remboursés à la date de maturité ainsi prorogée, soit au maximum six ans après la date de mise à disposition ;
- Par ailleurs, un changement de contrôle de la Société (au profit d'une personne ou d'un groupe de personnes agissant de concert), un défaut croisé (cross-default), le non-respect des conditions requises pour bénéficier de la garantie de l'Etat au titre des PGE ou la remise en cause de l'une des garanties de l'Etat au titre de l'un quelconque des PGE entraîne ou peut entraîner le remboursement anticipé des PGE ;
- Les PGE bénéficieront de la garantie de l'Etat couvrant jusqu'à 90% du montant en principal, des intérêts et des montants accessoires au bénéfice de chaque prêteur au titre de chaque PGE en vertu et conformément aux critères établis par la réglementation relative aux PGE ;
- Les PGE seront pari passu avec les Nouvelles Obligations et le Nouveau RCF.

### 6.3.2 Remboursement des Créances Restructurées à hauteur de 262M€

A la Date de Restructuration Effective, il est prévu un remboursement en numéraire par la Société des Créances Restructurées au prorata de leur détention équivalent à environ :

- 50M€ pour les détenteurs des Créances Converties ;
- 212M€ pour les Banques Commerciales.

### 6.3.3 Dette obligataire réinstallée par compensation : Nouvelles Obligations

Dans le cadre de l'Opération, il est prévu, à la Date de Restructuration Effective, l'émission par la Société de nouvelles obligations senior soumises au droit de l'Etat de New York, à maturité 5 ans, d'un montant principal de 1 023 372 909 €.

Les Nouvelles Obligations seront souscrites par les détenteurs des Créances Converties par compensation avec lesdites créances à hauteur d'un montant identique.

Ces obligations porteront intérêts annuels de 8,50%<sup>19</sup>, seront remboursables *in fine* avec une période de *non-call* de 2 ans<sup>20</sup> puis remboursables au pair, ne bénéficieront pas de suretés et seront cotées sur Euro MTF au Luxembourg.

<sup>19</sup> Payables semi-annuellement.

<sup>20</sup> En cas de remboursement anticipé des Nouvelles Obligations intervenant avant le deuxième anniversaire de la Date de Restructuration Effective, la Société devra payer le montant des intérêts qui auraient été dus au titre de la période entre la date de remboursement et ce deuxième anniversaire.

En cas de changement de contrôle, chaque porteur de Nouvelles Obligations pourra exiger de la Société le rachat d'une partie ou de la totalité des Nouvelles Obligations qu'il détient pour un prix égal à 101% du montant en principal de cette dette, augmenté des intérêts courus et impayés à la date du rachat. En outre, le non-respect du ratio de *Gearing* au titre du RCF Réinstallé<sup>21</sup> et certains défauts croisés (*cross default*) peuvent également entraîner le remboursement anticipé des Nouvelles Obligations.

Nous rappelons ci-après les conditions de financement des Nouvelles Obligations par rapport à celles des Obligations existantes.

Figure 35 - Evolution des conditions de financement des obligations

	Conditions actuelles	Conditions post-Restructuration
<b>Maturité</b>	Montant nominal de 500 M€ : 2024 Montant nominal de 55 M€ : 2027 Montant nominal de 550 M€ : 2022 Montant nominal de 400 M€ : 2023 Montant nominal de 250 M€ : 2022	Montant nominal d'environ 1 023 M€ : 5 ans après la Date de Restructuration Effective
<b>Taux d'intérêts applicables</b>	Montant nominal de 55 M€ : 4,125% Montant nominal de 500 M€ : 2,25% Montant nominal de 550 M€ : 6,625% Montant nominal de 400 M€ : 6,375% Montant nominal de 250 M€ : 4,125%	coupon de 8,5% par an
<b>Modalités de paiement des intérêts</b>	Montant nominal de 55 M€ : paiements annuels (au 02/08) Montant nominal de 500 M€ : paiements annuels (au 30/09) Montant nominal de 550 M€ : paiements semi-annuels (au 15/04 et au 15/10) Montant nominal de 400 M€ : paiements semi-annuels (au 15/04 et au 15/10) Montant nominal de 250 M€ : paiements semi-annuels (au 04/04 et 04/10)	Semi-annuels. Période de non-call de 2 ans, puis remboursable au pair

Source : DEU 2020, Rapport du Directoire à l'Assemblée Générale et Projet de Note d'Opération

#### 6.3.4 Conversion d'une portion des Créances Banques Commerciales en un nouveau crédit renouvelable

Il est prévu la conversion d'une partie des Créances Banques Commerciales, à hauteur de 462M€, en un nouveau crédit renouvelable (ci-après le « **RCF Réinstallé** ») par compensation desdites créances à hauteur d'un montant identique.

Le RCF Réinstallé souscrit par la Société sera sans sureté, remboursable *in fine* à 5 ans et portera intérêt annuel à Euribor + 5% avec un *floor*, ou taux plancher, fixé à 0%, ce qui ne s'écarte pas significativement des taux pratiqués historiquement.

<sup>21</sup> Tel que ce terme est défini ci-après.

Il est prévu que le taux des intérêts de retard du RCF Réinstallé, applicable à tout montant dû et impayé, sera égal au taux d'intérêts augmenté de 1% l'an. Par ailleurs, la Société devra payer à chaque prêteur une commission d'engagement d'un montant égal à 40% de la marge applicable aux tirages en euros appliqué au montant total des engagements disponibles du prêteur concerné, ainsi qu'une commission d'agent payable annuellement à l'agent.

Il pourra résulter d'un changement de contrôle de la Société, d'un défaut croisé ou du non-respect du ratio de *Gearing*<sup>22</sup> un remboursement anticipé du Nouveau RCF.

Il sera tiré pour la première fois à la Date de Restructuration Effective et fera l'objet d'un covenant financier de *Gearing* qui sera testé pour la première fois au 31 décembre 2023.

Nous rappelons ci-après les conditions de financement du RCF Réinstallé par rapport à celles du RCF existant :

**Figure 36 - Evolution des conditions de financement du RCF**

	Conditions actuelles	Conditions post-Restructuration
<b>Maturité</b>	Echéance des tirages : février 2021	Montant nominal de 462 M€. Maturité 5 ans après la Date de Restructuration Effective
<b>Modalités de remboursement du principal</b>	In fine (après paiement du dernier montant des intérêts)	In fine (après paiement du dernier montant des intérêts)
<b>Covenants financiers</b>	Gearing (ratio de dettes financières nettes consolidées sur fonds propres consolidés) inférieur ou égal à 100 %, calculé au 31 décembre de chaque année.	Gearing (<100%) testé annuellement et pour la première fois sur la base des comptes consolidés au 31/12/2023

Source : DEU 2020, Projet de Note d'Opération

### 6.3.5 Mise en place de lignes de cautions de marché

Il est prévu la mise en place d'un contrat de lignes de cautions entre VALLOUREC TUBES SAS et les Banques Commerciales au plus tard à la Date de Restructuration Effective.

Ce contrat permettra à VALLOUREC TUBES SAS, et toutes filiales de cette dernière, de bénéficier de lignes de caution de marché, notamment de soumission et de bonne exécution, d'un montant de 178M€ pour une durée de 5 ans.

### 6.3.6 Abandon de créances par les Banques Commerciales

Il est prévu un abandon de créances des Banques Commerciales d'un montant de 168 791 641,25 €.

Cet abandon de créances s'accompagne de la mise en place de l'instrument de retour à meilleur fortune sous forme de BSA qui seront attribués aux Banques Commerciales dans le cadre de l'Opération (§6.3.7).

<sup>22</sup> Tel que celui-ci est défini dans le Projet de Note d'Opération.

### 6.3.7 Emission de BSA au profit des Banques Commerciales

Il est envisagé l'attribution de 30 342 337 BSA au profit des Banques Commerciales, *i.e.* avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires à ces derniers.

Ces BSA auront un prix de souscription unitaire de 0,01€, soit un montant cumulé total de 303 423,37€ qui sera intégralement payé par compensation de créances.

Chaque BSA donnera le droit de souscrire une action de la Société de sorte que les Banques commerciales obtiendraient, en cas d'exercice de ces derniers, 11,7% du capital sur une base totalement diluée des opérations de Restructuration, y compris l'exercice des BSA.

Dès lors, l'exercice des BSA pourrait conduire à l'émission par la Société d'un nombre maximum d'environ 30,3 millions de nouvelles actions<sup>23</sup> (ci-après les « **Actions BSA** ») :

Figure 37 - Nombre de BSA attribués aux Banques Commerciales et dilution potentielle associée

BNP Paribas	(a)	13 147 015
Natixis	(b)	13 113 508
BFCM	(c)	4 081 814
<b>Nombre potentiel d'Actions BSA</b>	<b>(d)=(a)+(b)+(c)</b>	<b>30 342 337</b>

Source : DEU 2020, note d'opération

Ces BSA auront un prix d'exercice de 10,11€ par action à payer intégralement en espèce, représentant un montant total, en cas d'exercice de la totalité de ces derniers, d'environ 307M€. Ils pourront être exercés sur une période de 5 ans à compter de la Date de Restructuration Effective et feront l'objet d'une cotation sur Euronext Paris.

### 6.3.8 Augmentation de capital avec suppression du droit préférentiel de souscription au prix de souscription : l'Augmentation de capital Réserve

Dans le cadre de la Restructuration, il est prévu la conversion en capital des Créances Converties à hauteur de 1 330 999 993,27 € par le biais d'une Augmentation de capital Réserve aux titulaires des Créances Converties, au prorata de leur détention, au prix de souscription de 8,09€, prime incluse, souscrite par voie de compensation de créances.

Figure 38 - Effet de dilution de l'Augmentation de capital Réserve

En €		
Montant Augmentation de capital Réserve	(a)	1 330 999 993
Prix d'exercice	(b)	8,09
<b>Nombre d'actions émises</b>	<b>(c)=(a)/(b)</b>	<b>164 524 103</b>

Source : note d'opération

L'Augmentation de capital Réserve conduira à l'émission par la Société de 164,5 millions de nouvelles actions (ci-après les « **Actions Réservées** »).

<sup>23</sup> Sous réserve des ajustements anti-dilutifs décrits dans le Projet de Note d'Opération.

### 6.3.9 Augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription : l'Augmentation de capital DPS

La Société réalisera une augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription (ou « **DPS** ») de 299 724 360,44 € à souscrire en espèce<sup>24</sup> au prix de souscription unitaire par action, prime incluse, de 5,66 €.

Elle conduira, quel que soit le scénario de souscription, à une diminution de la dette brute d'un même montant dans la mesure où :

- La trésorerie perçue par la Société au titre de celle-ci sera intégralement affectée au remboursement des Créances Converties ;
- L'Augmentation de capital DPS est intégralement garantie par les titulaires des Créances Converties par voie de compensation de créances de sorte que le montant non souscrit viendra minorer à due concurrence les Créances Converties.

Figure 39 - Effet de dilution de l'Augmentation de capital DPS

En €		
Montant Augmentation de capital DPS	(a)	299 724 360
Prix d'exercice	(b)	5,66
<b>Nombre d'actions émises</b>	<b>(c)=(a)/(b)</b>	<b>52 954 834</b>

Source : note d'opération

L'Augmentation de capital DPS conduira la Société à émettre 53 millions de nouvelles actions (ci-après les « **Actions DPS** »).

Nous rappelons que, du fait de l'engagement des Actionnaires de Référence (§1), l'Augmentation de capital DPS sera souscrite en espèce *a minima* à hauteur de 55M€, soit 18%.

### 6.3.10 Commissions versées dans le cadre de la Restructuration et frais liés à la Restructuration

L'Accord de Lock-Up prévoit que les créanciers qui auront adhéré à ce dernier bénéficieront, selon les modalités et sous réserve des conditions prévues dans celui-ci :

- D'une commission de 50 points de base en cas d'adhésion préalable au 12 février 2021 (ci-après la « **Commission de Lock-Up Early Bird** ») ;
- D'une commission égale à 25 points de base du montant en principal de leur créance, en cas d'adhésion après le 12 février et le 1<sup>er</sup> mars 2021 inclus (ci-après la « **Commission de Participation au Lock-Up** »).

Ces commissions seront payées intégralement en numéraire à la Date de Restructuration Effective.

Au 1<sup>er</sup> mars 2021, l'intégralité des créanciers RCF et des porteurs d'Obligations, représentant 90,5% de leur montant total en principal, ont adhéré à l'Accord de Lock-Up. Il résulte de ces adhésions un montant total à payer par la Société de l'ordre de 16M€.

<sup>24</sup> Sauf cas de mise en œuvre de la garantie par les titulaires des Créances Converties tel que décrit ci-après.

Les frais liés à la Restructuration, incluant les Commissions visées ci-dessus, ont été estimés à 80M€.

### 6.3.11 Impacts de l'Opération sur la gouvernance de la Société et accords qui seraient conclus avec SVP et APOLLO

Nous présentons ci-après les principales évolutions de la gouvernance attendue dans le cadre de l'Opération.

Il est prévu, dans le cadre de l'Accord Lock-up, que deux accords de gouvernance soient conclus avec la Société pour une durée de 15 ans<sup>25</sup>, l'un avec SVP, l'autre avec APOLLO (ci-après les « **Accords d'Actionnaires** »).

Les Accords d'Actionnaires ont vocation à fixer certains droits et obligations en matière de structure et de composition du Conseil d'Administration ainsi que de cessions des titres détenus par APOLLO et SVP (ci-après les « **Futurs Actionnaires de Référence** ») postérieurement à la réalisation de l'Opération.

Tel que détaillé dans le Rapport du Directoire à l'Assemblée Générale, du fait de l'impact de la Restructuration sur la détention du capital de la Société et en application des Accords d'Actionnaires et de l'Accord Lock-up :

- La gouvernance de la Société sera conforme au Code AFEP-MEDEF ;
- La Société passera d'une structure de gouvernance de Société Anonyme à Conseil de Surveillance à une structure de Société Anonyme à Conseil d'Administration avec un Président Directeur Général ;
- Le Conseil d'Administration sera composé de 10 administrateurs :
  - le Président Directeur Général ;
  - APOLLO et SVP, qui deviendront les deux plus importants actionnaires post-réalisation de l'Opération, avec respectivement, selon le niveau de souscription des Actionnaires à l'Augmentation de capital DPS, entre 23,2% et 29,3%<sup>26</sup> et entre 11,9% et 15,1%<sup>26</sup> du capital<sup>27</sup>, pourront proposer la nomination de trois administrateurs :
    - tant qu'APOLLO détiendra 15% du capital de la Société, celui-ci pourra proposer la nomination de deux administrateurs, dont l'un occupera la fonction de Vice-Président et d'Administrateur référent<sup>28</sup>. Il est prévu que, dans le cas où APOLLO viendrait à détenir un pourcentage de détention dans le capital inférieur à 15% mais au moins égal à 5%, son droit à proposer la nomination ne serait plus que d'un administrateur<sup>29</sup> et dans le cas où il descendrait à un niveau de détention inférieur à 5% du capital, il n'aurait plus de droit à proposer la nomination<sup>30</sup> ;

<sup>25</sup> Sauf résiliation anticipée, si l'actionnaire concerné ne détient plus aucune action dans la Société.

<sup>26</sup> En considérant un niveau de souscription compris entre environ 18%, reflétant le niveau des engagements de BPI FRANCE et NSC, et 100%.

<sup>27</sup> Avant exercice des BSA.

<sup>28</sup> Dans la mesure où il satisfait aux critères (notamment d'indépendance) du Code AFEP-MEDEF pour cette position.

<sup>29</sup> Et l'un des deux administrateurs nommés par APOLLO devrait alors démissionner.

<sup>30</sup> Et le second administrateur nommé par ses soins devrait alors démissionner.



- SVP pourra proposer la nomination d'un administrateur, étant précisé que ce droit s'entend dès lors que ce dernier détient au moins 5% du capital de la Société. Par ailleurs, dans la mesure où SVP viendrait à détenir plus de 15% du capital de la Société, il obtiendrait le droit à proposer de nommer un second membre du Conseil d'administration. Dans l'hypothèse où SVP aurait franchi à la hausse ce pourcentage de 15%, les mêmes règles que celles exposées ci-avant pour APOLLO relatives à son droit de proposer des administrateurs lui seraient appliquées<sup>31</sup> ;
- Il sera ainsi notamment proposé à l'Assemblée Générale des actionnaires du 20 avril 2021 de nommer comme administrateurs avec effet à la Date de Restructuration Effective, les 2 administrateurs proposés par APOLLO (MM. Gareth TURNER et Pierre VAREILLE) et 1 administrateur proposé par SVP (M. William de WULF). Nous rappelons que l'adoption des résolutions relatives à la nomination de ces candidats, tout comme celle afférente au changement de mode de gouvernance, sont des conditions suspensives du Plan de Sauvegarde, de sorte qu'à défaut d'adoption, le Plan de Sauvegarde ne pourra pas être mis en œuvre.
- quatre administrateurs indépendants ;
- un administrateur représentant les salariés et un administrateur représentant les salariés actionnaires conformément à la loi.
- Le Conseil d'Administration comprendrait également un censeur nommé par APOLLO et un censeur nommé par SVP<sup>32</sup>, cette nomination étant soumise à la conservation du droit à nomination d'un membre du Conseil d'Administration susvisé ;
- Certaines décisions seront soumises à l'autorisation préalable du Conseil d'administration étant précisé que les plus importantes d'entre elles nécessiteront la majorité de 8 administrateurs sur 10 dont deux indépendants (notamment « *opérations de croissance externe au-delà de seuils à déterminer, certaines opérations sur le capital, nouvel endettement, contentieux ou transactions au-delà de seuils à déterminer, restructurations significatives, budget annuel et plan d'affaires, changement de stratégie concernant une activité significative ou implantation dans un nouveau pays, modification significative des statuts, distributions de dividendes, octroi d'options ou d'actions gratuites* »<sup>33</sup>) ;
- Il est prévu la création par le Conseil d'administration d'un comité d'audit, d'un comité des nominations et des rémunérations, d'un comité stratégique et financier qui comprendront l'un des administrateurs nommés par chacun des Futurs Actionnaires de Référence, ainsi qu'un comité RSE ;
- Du fait de la diminution de la participation au capital des Actionnaires de Référence qui s'établiront respectivement à 2,3% pour BPI FRANCE et 3,4% pour NSC, les pactes d'actionnaires conclus entre la Société et ces derniers prendront fin. Dans ce contexte, les Actionnaires de Référence ne seront plus en mesure de proposer la nomination d'un membre du Conseil ;

<sup>31</sup> Auquel cas les parties détermineraient si le nombre total de 10 administrateurs peut être maintenu ou doit être augmenté.

<sup>32</sup> Avec voix consultative uniquement.

<sup>33</sup> Rapport du Directoire à l'Assemblée Générale Mixte du 20 avril 2021.

- En termes de limitation de transfert des actions détenues par les Futurs Actionnaires de Référence :
- APOLLO et SVP s'engagent chacun à conserver les actions de la Société acquises dans le cadre de la Restructuration pour une durée de 6 mois à compter de la Date de Restructuration Effective<sup>34</sup> ;
- ils ne pourront chacun céder au cours d'une même séance de bourse une quotité d'actions supérieure à 25% du nombre quotidien moyen d'actions échangées au cours des 30 jours précédant la date de la cession envisagée<sup>35</sup> ;
- en cas de projet de cession d'actions par chacun des Futurs Actionnaires de Référence à un concurrent de la Société, cette dernière disposera d'un droit de première offre, *i.e.* elle sera en mesure de faire une proposition de rachat sur la participation visée par la cession envisagée et chacun des Futurs Actionnaires de Référence ne pourra céder ses actions audit concurrent qu'à la condition que le prix de vente proposé soit supérieur à celui de la Société et que la cession intervienne dans un délai de 6 mois ;
- les Futurs Actionnaires de Référence prendront chacun l'engagement de ne pas solliciter ou de faciliter le lancement par un concurrent d'une offre publique sur les actions de la Société.

Il est à noter qu'APOLLO et SVP ont déclaré qu'ils n'entendaient pas agir de concert entre eux, ni avec un tiers, et n'agiront pas de concert vis-à-vis de la Société à la Date de Restructuration Effective.

Nous rappelons, par ailleurs, qu'il est prévu de proposer à l'Assemblée Générale du 20 avril 2021, la suppression des droits de vote double existants, ce qui n'est toutefois pas une condition suspensive à la réalisation de la Restructuration.

### 6.3.12 Engagements des Actionnaires de Référence

Dans le cadre de l'Opération, chacun des Actionnaires de Référence s'est notamment engagé, sous réserve de certaines conditions usuelles, à :

- Voter les résolutions de l'assemblée générale des actionnaires nécessaires à la mise en œuvre de la Restructuration envisagée ;
- S'agissant de NSC uniquement, ne pas vendre ou transférer aucune de leurs actions de la Société pendant une période de 6 mois à compter de la date de réalisation de l'Augmentation de capital DPS sous réserves des exceptions contractuellement prévues ;
- Souscrire à l'augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription à hauteur de 35M€ pour NSC et 20M€ pour BPI FRANCE.

<sup>34</sup> Sous réserve de certaines exceptions, notamment un transfert à des affiliés, un apport à une offre publique ou un transfert en cas d'offre publique, ou, enfin, en cas de fusion ou scission.

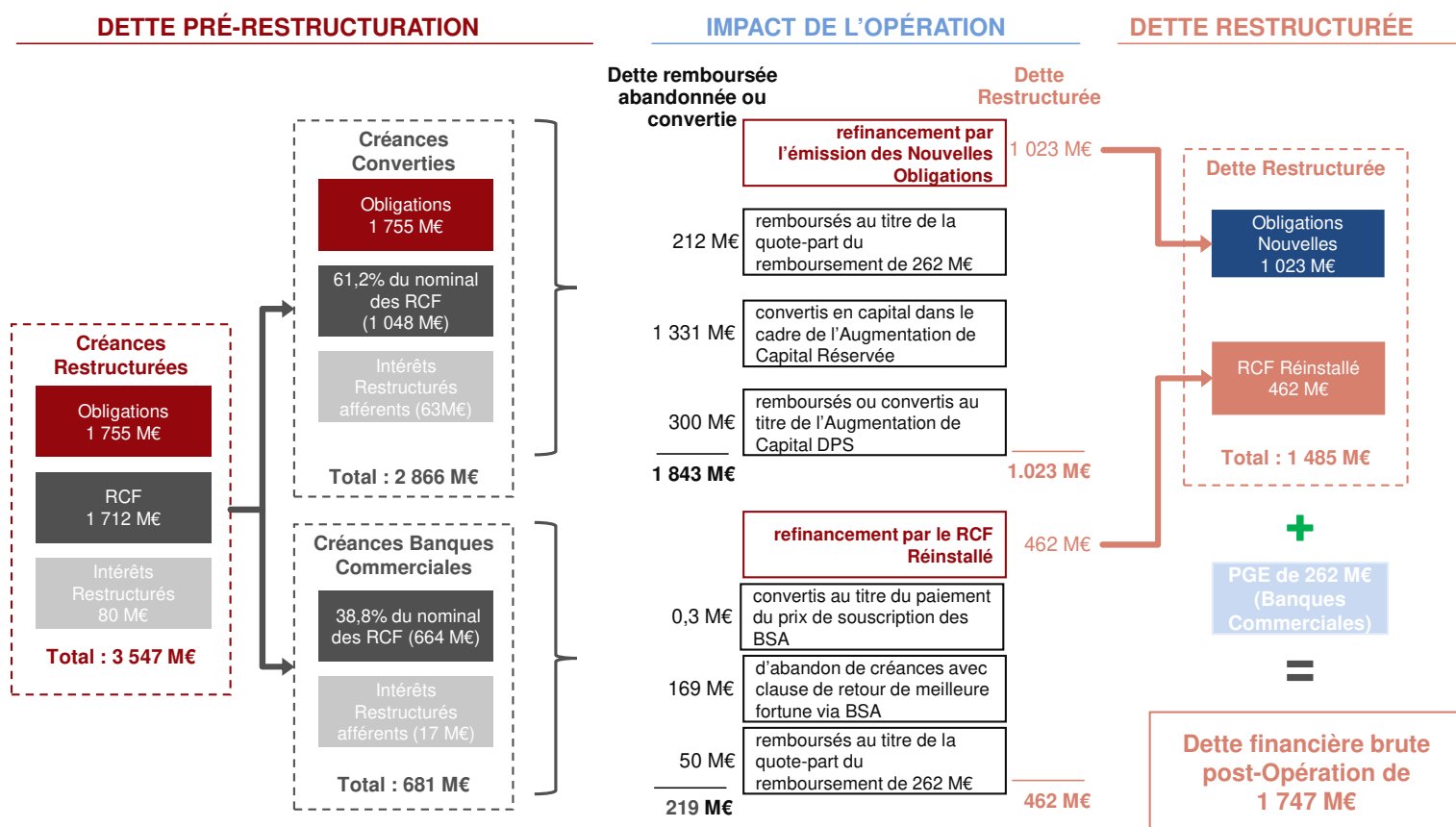
<sup>35</sup> Sous réserve notamment des mêmes exceptions que celles mentionnées note 34, ainsi qu'en cas de transfert hors marché.

### 6.3.13 Synthèse

En synthèse, l'équilibre des principales opérations prévues dans le cadre de la Restructuration peut se résumer comme suit :

- Il découlerait des modalités de l'Opération une diminution de la dette brute de la Société à hauteur de 1 800M€ qui s'établirait post Restructuration à 1 747M€ (ci-après la « **Dette Restructurée** ») par le biais des opérations décrites ci-avant et résumées dans la figure présentée ci-dessous :

Figure 40 - Impact de l'Opération sur la dette brute de la Société



Source : analyses FINEXSI

- Les premières échéances de remboursement du principal de la Dette Restructurée interviendraient 5 ans après la Date de Restructuration effective ;
- Le service de la dette serait significativement réduit du fait de la baisse de la dette brute de la Société. Nous observons que les taux d'intérêts relatifs au RCF Réinstallé sont proches de ceux pratiqués avant Restructuration et que ceux relatifs aux Nouvelles Obligations ressortent en hausse au regard des taux des deux dernières émissions d'obligation *high yield* de la Société (8,5% pour les Nouvelles Obligations contre 6,625% pour les Obligations Senior 2022 et 6,375% pour les Obligations Senior 2023) ;

- Nous rappelons qu'en 2021E, le levier financier net (i.e. endettement financier net / EBITDA) s'établirait à 4,1x à la suite à la Restructuration contre 8,6x (après IFRS 16) en 2020R. La Société a indiqué, dans le cadre des projections réalisées pour les besoins de la négociation ayant conduit à l'Accord de Principe, l'atteinte d'un levier financier net de 1,2x à horizon 2025<sup>36</sup> ;
- Le prix de souscription de 8,09€ qui serait offert aux Obligataires dans le cadre de l'Augmentation de capital Réservée (§6.3.8) est moins favorable que celui proposé aux actionnaires au titre de l'Augmentation de capital DPS (5,66 €), mais porte sur un quantum significativement plus élevé et s'appuie sur une souscription par voie de compensation de créances relatives aux Créances Converties ;
- Au titre de la garantie donnée par les titulaires des Créances Converties, ces derniers souscriraient, par voie de compensation de créances, la part de l'Augmentation de capital DPS qui n'aurait pas été souscrite par les actionnaires ;
- Les titulaires de Créances Restructurées ayant adhéré à l'Accord Lock-up percevront une commission dans les conditions précisées ci-avant.

Pour mémoire, le plan d'affaires du management, tel que présenté dans le communiqué du 3 février 2021, fait ressortir la capacité du Groupe, sous réserve de la réalisation des perspectives prévues dans ce dernier, à faire face au service de la dette et à respecter le covenant prévu au titre du RCF Réinstallé (ratio de *Gearing* qui sera testé pour la première fois le 31 décembre 2023 et qui devra être inférieur à 100%).

Nous rappelons par ailleurs que la Société ne pourra procéder à aucune distribution de dividendes, de réserve ou de primes au cours de l'exercice 2021 et, concernant les exercices ultérieurs, la distribution de dividendes par VALLOUREC ne sera permise que dans certains cas tel que décrit dans le DEU 2020<sup>37</sup>.

---

<sup>36</sup> Selon l'annonce des modalités de l'Accord de Principe datant du 3 février 2021. Il est à noter que ces éléments ne constituent pas une « *guidance* » de la part de la Société.

<sup>37</sup> §2.5 Politique de versement des dividendes.

## 7. Evaluation des actions du groupe VALLOUREC après Restructuration

### 7.1 Situation du groupe VALLOUREC en l'absence de Restructuration et incidence sur l'approche de valorisation

A la suite des difficultés rencontrées depuis plusieurs années, le Groupe avait prévu la réalisation d'un plan d'économies et d'une augmentation de capital de 800M€. Du fait de la crise sanitaire survenue au cours du premier trimestre 2020 et de ses conséquences économiques, le projet d'augmentation de capital n'a pu être mené à son terme.

La crise de la Covid-19 a intensifié la dégradation des fondamentaux de la Société dans un contexte de surendettement et de faible génération de *Free-Cash-Flows* compte tenu du niveau d'activité du Groupe.

Il est à noter qu'à défaut de la mise en œuvre de la Restructuration proposée ou d'un schéma de refinancement alternatif validé par les parties prenantes, la Société aurait été dans l'incapacité de rembourser les lignes de crédit à hauteur de 1 712M€ venant à échéance le 9 février 2021 (malgré le niveau de trésorerie de 1 390M€ à fin décembre 2020) et donc de faire face à ses besoins opérationnels dans un contexte de marché détérioré.

En l'absence d'un tel scénario de refinancement alternatif à ce jour, il n'est pas possible de présumer d'autres modalités que celles prévues dans le cadre de l'Accord de Principe. Dans le cas où cet accord ne pourrait être mis en œuvre, la Société devrait alors engager de nouvelles discussions avec les parties prenantes avec un risque de voir la procédure de sauvegarde se convertir en procédure de redressement ou de liquidation judiciaire. Dans ce contexte, il conviendrait de mettre en œuvre une évaluation en valeur liquidative qui impliquerait de considérer des hypothèses de renégociations de dettes et/ou de détermination de valeurs liquidatives très hypothétiques dans le contexte actuel, et apparaît extrêmement théorique.

Dans ce scénario, en considérant la situation d'endettement financier de la Société, les actionnaires de VALLOUREC seraient placés dans une situation où ils pourraient perdre la totalité de leurs investissements.

Dès lors, pour apprécier la situation de l'actionnaire, il nous apparaît plus pertinent de considérer une valorisation de la Société après Restructuration dans un scénario de continuité d'exploitation en tenant compte de la situation d'endettement financier après Restructuration et du nombre d'actions et instruments dilutifs émis dans ce cadre. L'évaluation de la Société après prise en compte des modalités de la Restructuration permet d'apprécier, en fonction des résultats de nos travaux de valorisation, l'évolution possible du patrimoine des actionnaires et des créanciers sur le plan financier (cf. §8).

Notre évaluation suppose donc que la Restructuration, telle qu'elle est définie par l'Accord de Principe datant du 3 février 2021 et le Plan de Sauvegarde, soit mise en place pour assurer la continuité de l'exploitation du Groupe sur la base de sa stratégie et de son périmètre actuel.

## 7.2 Références et méthodes d'évaluation écartées

### 7.2.1 Actif net comptable consolidé

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

Pour information, l'ANC consolidé (part du Groupe) au 31 décembre 2020 s'établit à -187,1M€ pour une capitalisation boursière d'environ 306M€.

Tel que présenté ci-après (§8.2.3), l'ANC consolidé (part du Groupe) s'établirait à environ 1 613M€ après impact de la Restructuration, soit 7,04€ par action VALLOUREC sur une base non diluée, sans que ce montant n'intègre l'impact de l'activité entre le 1<sup>er</sup> janvier 2021 et la Date de Restructuration Effective ni les frais associés à la Restructuration.

### 7.2.2 Actif net comptable réévalué

La méthode de l'actif net comptable réévalué consiste à corriger l'actif net comptable des plus ou moins-values latentes identifiées à l'actif, au passif ou hors bilan. Cette méthode, souvent utilisée pour évaluer les sociétés de certains secteurs (holdings, foncières) est particulièrement adaptée aux entreprises dont les principaux actifs ont une valeur sur un marché et les acquisitions et cessions de tels actifs constituent le processus d'exploitation, ce qui n'est pas le cas de la Société.

Au cas d'espèce, VALLOUREC ne détient pas d'actifs significatifs indépendants de son exploitation actuelle pour lesquels il existerait une valeur de marché nettement supérieure à celle tirée de leur exploitation dans un fonctionnement de Groupe intégré. Dans ce contexte, cette approche n'a pas été mise en œuvre.

### 7.2.3 Sommes des Parties

La somme des parties, également appelée « *Sum of The Part* » ou SOTP est une approche qui consiste à déterminer la valeur totale d'une entreprise en procédant à l'évaluation et à l'addition de la valeur de chacune de ses activités ou filiales.

Au cas d'espèce, l'activité de la Société porte sur la fabrication de tubes en acier sans soudure et autres produits tubulaires *premium* présentés ci-avant (cf. §3.5) destinés à trois marchés principaux. Compte tenu des ventes et de l'approvisionnement intra groupe/région, il ne nous paraît pas possible de mettre en œuvre une somme des parties. Il convient également de préciser que le plan d'affaires du management n'est pas construit par marché (*i.e.* « Pétrole & Gaz, Pétrochimie », « Industries et Autres » et « Energie électrique ») mais par région géographique. Dès lors, l'information qui serait nécessaire pour la mise en œuvre de cette approche n'est pas disponible.

#### 7.2.4 La valeur de rendement (capitalisation du dividende)

Cette méthode consiste à valoriser 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.

La Société n'ayant pas procédé à des distributions de dividendes au cours des 5 derniers exercices, et n'ayant pas non plus annoncé au marché de prévisions en matière de distribution, cette méthode n'a pas été mise en œuvre.

#### 7.2.5 Valeur liquidative

Nous n'avons pas considéré devoir retenir cette méthode, non pertinente dans le contexte de la restructuration de l'endettement de la Société, qui devrait permettre le maintien de ses activités en continuité d'exploitation.

Par ailleurs, une valorisation par cette approche serait très théorique dans la mesure où elle nécessiterait un grand nombre d'hypothèses soumises à une forte incertitude.

#### 7.2.6 Transaction récente intervenue sur le capital de la Société

Cette méthode consiste à évaluer une société par référence aux transactions significatives intervenues récemment sur son capital.

Il n'existe pas de transaction significative récente sur le capital de la Société permettant de faire ressortir un multiple d'EBITDA. Nous avons donc écarté ce critère.

### 7.3 Références et méthodes retenues pour l'approche d'évaluation après Restructuration

Nous avons mis en œuvre une approche multicritère après Restructuration qui comprend les références et méthodes d'évaluation suivantes :

- La méthode de valorisation intrinsèque par l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels (« *Discounted Cash Flows* » ou DCF) sur la base du plan d'affaires 2021E-2025E du management incluant le Budget 2021E actualisé présenté au §7.5.1.1 (à titre principal) ;
- La méthode d'évaluation analogique fondée sur les multiples observés sur des sociétés cotées comparables (à titre secondaire) ;
- La méthode d'évaluation analogique fondée sur les multiples observés sur des transactions comparables relativement récentes (à titre secondaire) ;

- L'analyse du cours de bourse de la société VALLOUREC avant l'annonce de la Société le 1<sup>er</sup> septembre 2020 de l'entrée en discussion avec l'ensemble de ses créanciers bancaires et obligataires en vue d'une restructuration financière portant sur l'ensemble des emprunts de la Société (à titre informatif) ;
- L'analyse des objectifs de cours des analystes financiers suivant le titre VALLOUREC publiés avant cette même date (à titre informatif).

## 7.4 Données de référence pour l'évaluation de VALLOUREC

### 7.4.1 Nombre d'actions retenu

Comme indiqué ci-avant, nos calculs sont réalisés sur la base du nombre d'actions après Restructuration.

Figure 41 - Nombre d'actions dilué retenu après Restructuration

	31/12/2020
Actions composant le capital social avant Restructuration	11 449 694
Retraitement de l'autocontrôle	(1 081)
Prise en compte des instruments dilutifs	78 664
<b>Nombre d'actions dilué avant Restructuration</b>	<b>11 527 277</b>
Augmentation de capital DPS	52 954 834
Augmentation de capital Réservee	164 524 103
<b>Nombre d'actions dilué après Restructuration</b>	<b>229 006 214</b>

Sources : DEU 2020, note d'opération et analyses FINEXSI

Au 31 décembre 2020, 11 449 694 actions composent le capital social de VALLOUREC duquel nous retraitons les actions auto détenues par le Groupe à cette même date (1 081 actions).

Concernant les instruments dilutifs :

- 143 877 options sont en circulation au 31 décembre 2020 mais sont en dehors de la monnaie ;
- 78 664 actions de performance dans le cadre des Plans sont en cours d'acquisition au 31 décembre 2020 et auraient un impact dilutif, raison pour laquelle nous les retenons dans notre calcul.

Compte tenu des différentes étapes de la Restructuration présentées ci-avant (§6) :

- 52 954 834 actions seront émises dans le cadre de l'Augmentation de capital DPS ;
- 164 524 103 actions seront émises dans le cadre de l'Augmentation de capital Réservee.



Sur ces bases, le nombre d'actions émises dans le cadre de la Restructuration, avant BSA, s'établit à 217 478 937. Compte tenu du nombre d'actions retenu avant Restructuration, le nombre d'actions dilué s'établit à 229 006 214 actions après Restructuration. Nous précisons que ce nombre d'actions dilué est purement théorique et a été déterminé pour les seuls besoins de l'évaluation. En effet, il se fonde sur une hypothèse d'une augmentation de capital de la Société en vue de couverture des plans d'actions de performance alors même que la Société pourra décider de les acquérir sur le marché. Nous avons néanmoins considéré cette approche théorique pour tenir compte de l'impact dilutif de ces instruments sur la valeur par action de la Société.

Il est important de préciser que le prix d'exercice des BSA (instrument de retour à meilleure fortune) souscrits par les Banques Commerciales compte tenu de leur abandon de créances de 169M€ (§6.3.7) est de 10,11€.

Dans la mesure où les résultats de nos travaux de valorisation, développés ci-après, aboutissent à des valeurs inférieures à ce prix, ces BSA ressortent en dehors de la monnaie rendant leur exercice à ce stade théorique. Dès lors, nous n'avons pas considéré l'impact de l'exercice des BSA dans le cadre de notre valorisation multicritères.

#### 7.4.2 Eléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

Comme indiqué ci-avant, nous avons mis en œuvre une évaluation sur la base de la situation de la Société après Restructuration. Nous présentons toutefois ci-après à titre informatif l'endettement financier net ajusté au 31 décembre 2020 avant Restructuration pour ensuite présenter l'impact de la Restructuration sur celui-ci.

Figure 42 - Endettement financier net ajusté avant Restructuration

En k€	31/12/2020
Emprunts obligataires	1 735 860
Emprunts auprès des établissements de crédit	1 727 709
Autres emprunts et dettes assimilées	136 827
Concours bancaires courants	3 115
Dettes financières brutes	3 603 511
Trésorerie et équivalents de trésorerie	(1 389 533)
<b>Endettement financier net</b>	<b>2 213 978</b>
Sociétés mises en équivalence	(41 912)
Autres actifs financiers	(22 748)
Intérêts minoritaires	226 857
Prêt actionnaire	8 613
Provisions	250 231
Autres passifs financiers non courants	7 100
Autres	6 595
<b>Endettement (trésorerie) financier net ajusté avant Restructuration</b>	<b>2 648 714</b>

Sources : DEU 2020 et analyses FINEXSI

L'endettement financier net avant Restructuration s'établit à 2 214M€ au 31 décembre 2020. Ce niveau d'endettement n'inclut pas l'impact de l'application de la norme IFRS 16 et de la dette qui en résulte.

Nous avons également inclus dans notre passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres les principaux éléments suivants :

- La valeur comptable des sociétés mises en équivalence (42M€) ;
- D'autres actifs financiers (23M€), composés principalement de prêts et de participations dans des entités non consolidées ;
- La valeur comptable des intérêts minoritaires (227M€), après neutralisation des intérêts relatifs à VALLOUREC SOLUÇÕES TUBULARES DO BRASIL (VSB) dont la participation détenue par NSC fait l'objet d'un rachat par VALLOUREC ;
- Le prêt d'actionnaires consenti par NIPPON STEEL & SUMITOMO METAL CORPORATION (NSSMC) à VSB (9M€) ;
- Les provisions ne faisant pas l'objet d'un décaissement dans les flux du plan d'affaires, *i.e.* principalement des engagements envers le personnel et des provisions pour risques et charges diverses (250M€) ;
- D'autres passifs financiers non courants, soit le prix de rachat par la Société de la participation minoritaire dans VSB<sup>38</sup> (7,1M€) ; et
- D'autres ajustements : composés essentiellement d'actifs d'impôts différés sur les engagements de personnel, de la dette de location-financement, de l'économie d'impôts actualisée résultant de l'existence d'un stock résiduel à l'horizon du plan d'affaires, ainsi que d'un ajustement de BFR compte tenu de la saisonnalité observée.

L'endettement financier net ajusté s'établit à 2 649M€ avant Restructuration.

Nous présentons ci-après l'impact de la Restructuration sur l'endettement financier net ajusté :

**Figure 43 - Endettement financier net ajusté après Restructuration**

En k€	31/12/2020
<b>Endettement (trésorerie) financier net ajusté avant Restructuration</b>	<b>2 648 714</b>
Augmentation de Capital DPS	(299 724)
Augmentation de Capital Réserve	(1 331 000)
Abandon de créances consenti par les Banques Commerciales	(168 697)
Souscription des BSA	(303)
Coûts estimés de la transaction	80 000
<b>Endettement (trésorerie) financier net ajusté après Restructuration</b>	<b>928 990</b>

Source : DEU 2020, note d'opération, plan de sauvegarde et analyses FINEXSI

<sup>38</sup> Nous rappelons que la nomination d'un mandataire *ad hoc* a ouvert la possibilité pour les actionnaires minoritaires de VSB de céder à VALLOUREC leur participation dans cette société. Ces derniers ont décidé d'exercer cette option, ce qui se traduit au 31 décembre 2020 par la constatation d'un passif financier courant à hauteur du prix d'exercice, soit 7,1M€.

L'impact total de la Restructuration sur l'endettement financier net ajusté est d'environ 1 720M€. Il résulte :

- De l'Augmentation de capital DPS d'environ 300M€ ;
- De l'Augmentation de capital Réservée d'environ 1 331M€ (conversion de créances en capital) ;
- De l'abandon de créances d'environ 169M€ consenti par les Banques Commerciales. Nous précisons que compte tenu de l'imputation du stock de déficits fiscaux reportables en France, la fiscalité en lien avec l'abandon de créances est nulle ;
- Du paiement du prix de souscription des BSA d'environ 0,3M€ par conversion de créances ;
- Du décaissement des frais liés à la Restructuration estimés à environ 80M€.

Ainsi, après mise en œuvre de la Restructuration, l'endettement financier net ajusté s'établit à 929M€.

Nous rappelons que les autres opérations prévues dans le cadre de la Restructuration n'auront pas d'impact sur l'endettement financier net consolidé de la Société.

Par ailleurs, nous précisons que l'endettement net, utilisé dans le cadre de nos approches analogiques, a été ajusté afin d'avoir une approche homogène avec celui retenu pour la détermination de la valeur d'entreprise des comparables boursiers et transactionnels. Ainsi, les provisions n'ont pas été prises en considération pour les approches analogiques, notamment dans la mesure où ces données ne sont pas disponibles pour les transactions comparables. Par ailleurs, pour la seule méthode des comparables boursiers, la dette de loyers en lien avec l'application de la norme IFRS 16 a été maintenue, le niveau de détail des projections des analystes suivant les sociétés de l'échantillon ne permettant pas d'en retraiter l'impact<sup>39</sup>.

## **7.5 Mise en œuvre de la valorisation de VALLOUREC après Restructuration**

### **7.5.1 L'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels (à titre principal)**

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

Cette méthode permet de reconnaître la valeur attribuable aux perspectives de développement de la Société et nous paraît adaptée à la situation de VALLOUREC dans le contexte de la Restructuration financière.

<sup>39</sup> S'agissant des transactions comparables, la quasi-totalité des transactions est intervenue en amont de l'application de cette norme.

### 7.5.1.1 Présentation du plan d'affaires du management

Nous avons mené nos travaux sur la base du plan d'affaires 2021E-2025E du management finalisé en septembre 2020. Celui-ci a fait l'objet d'une présentation et d'une validation par le Conseil de Surveillance du Groupe en fin d'année 2020.

Ce plan d'affaires est le *mix* d'une approche « *top down* » notamment pour les hypothèses macroéconomiques (cours de pétrole, cours des matières premières, etc.) et « *bottom-up* » par région qui permet une remontée des objectifs des forces de vente de chaque région. Son processus d'établissement s'est déroulé sur plus de dix mois avec plusieurs itérations par région.

Le plan d'affaires est la déclinaison de la transformation mise en œuvre par le Groupe qui devrait générer des économies de coûts afin d'améliorer les performances opérationnelles et notamment de générer une rentabilité plus représentative du niveau d'activité du Groupe. Il intègre les ambitions du management de réduire les coûts et les investissements entre 2021 et 2025<sup>40</sup> au travers notamment :

- De réductions de coûts généraux et administratifs au travers du plan « *Acceleration* » établi sur trois ans qui concerne l'ensemble des régions au travers de plus de 20 projets identifiés et un plan social au niveau du siège social. Il est notamment prévu en France une diminution d'environ 350 postes relatifs à des unités de production et aux fonctions support, incluant la fermeture des installations de traitement thermique de DEVILLE. Une réduction supplémentaire d'environ 200 postes sur 2021-2022 est également envisagée en Allemagne ;
- De programmes structurels locaux et de réduction d'investissements très largement identifiés dont 95% serait réalisés sur la période 2021 - 2023 ;
- D'économies potentielles sur les coûts d'approvisionnement dont environ 65% par le biais d'initiatives et d'actions industrielles spécifiques.

Dans le cadre de nos travaux, nous avons intégré dans le plan d'affaires l'actualisation du Budget 2021 communiqué par le management. Celle-ci correspond à la meilleure vision du management sur le niveau d'activité du Groupe à date ainsi que sur les prévisions à court terme en termes de profitabilité opérationnelle. Les années suivantes restent inchangées par rapport à la version du plan d'affaires datant de septembre 2020.

Les principales hypothèses structurantes de ce plan d'affaires se présentent comme suit :

- Un chiffre d'affaires de l'ordre de 4 473M€ à l'horizon 2025, soit à un niveau supérieur de 7,2% par rapport au chiffre d'affaires publié en 2019. Du fait de la crise, le chiffre d'affaires atteindrait un point bas en 2021 avant de croître annuellement à un rythme moyen de +8,4% jusqu'en 2025 ;

<sup>40</sup> Plan d'économie brute d'environ 400M€.

- Un taux de croissance annuel moyen de l'EBITDA d'environ +21,7% entre 2020 et 2025 pour atteindre un montant de 690M€ en fin de plan. La marge d'EBITDA de 15,4% du chiffre d'affaires attendue en 2025 serait proche du niveau observé en haut de cycle en 2014 (15% du chiffre d'affaires, après impact des loyers désormais retraités en application des IFRS 16), mais sensiblement supérieur à celui réalisé en 2019 (8,3% du chiffre d'affaires après IFRS 16). Cette forte amélioration de la profitabilité opérationnelle est le reflet de la reprise de l'activité ainsi que des impacts de plans d'économies envisagés sur l'horizon du plan d'affaires. A ce dernier titre, nous rappelons que le risque d'exécution de ces plans d'économies est toutefois à apprécier au regard de la capacité du management à les réaliser historiquement ;
- L'EBITDA tel qu'il ressort du plan d'affaires est net d'un montant de « contingences », *i.e.* l'EBITDA est minoré d'un montant destiné à tenir compte des aléas et risques relatifs à certaines des hypothèses prises dans le cadre du plan d'affaires (perte de parts de marché dans certaines régions, impact de l'arrêt du contrat d'approvisionnement entre VSB et NSC résultant de l'exercice par cette dernière de l'option de vente de sa participation de 15,4% dans VSB<sup>41</sup> notamment) ;
- Des dépenses d'investissements (ci-après « CAPEX ») d'un montant représentant en moyenne annuelle 4,6% du chiffre d'affaires sur l'horizon explicite du plan d'affaires, dont la majorité correspond à des investissements récurrents sur des programmes stratégiques identifiés notamment en Amérique du Nord et en Amérique du Sud (digitalisation du processus d'industrialisation, expansion de la mine au Brésil, etc.) permettant de soutenir le niveau d'activité du Groupe. Les autres investissements concernent des CAPEX de développement ainsi que des coûts d'implémentation relatifs aux plans d'économies attendus ;
- Une modélisation de l'impôt sur les sociétés intégrant l'économie liée à la consommation des déficits fiscaux reportables significatifs du Groupe ;
- Une amélioration du BFR permettant de retrouver en 2025 le niveau observé en 2019.

La réalisation des prévisions à l'horizon 2025 est conditionnée par l'hypothèse d'une reprise des marchés cohérente avec celle ressortant des anticipations de marché à la date de notre rapport. Il existe donc un risque de réalisation dans le cas où cette reprise venait à différer significativement de ces anticipations. Dès lors, il existe selon nous des aléas concernant l'atteinte des objectifs 2025 compte tenu de l'environnement de marché actuellement détérioré, volatil fortement corrélé à l'évolution du prix du pétrole et marqué par la pression concurrentielle sur les prix dans différentes régions.

Les hypothèses retenues dans le plan d'affaires de la Société nous paraissent ainsi volontaristes. Afin de nuancer cette appréciation, il convient de rappeler que la Société a intégré dans ses flux un risque de réalisation des prévisions, par la prise en compte d'un montant significatif destiné à couvrir certains aléas identifiés par le management.

<sup>41</sup> Pour mémoire, l'exercice de cette option n'était pas effectif à la date d'établissement du plan d'affaires mais l'est à la date du présent rapport.

### 7.5.1.2 Détermination des flux de trésorerie

#### **Norme IFRS 16**

Le plan d'affaires du management intègre l'effet de l'application de la norme IFRS 16, ce qui signifie que les charges de loyers ne sont pas prises en compte dans la détermination de l'EBITDA. Dès lors, dans le cadre de la mise en œuvre de l'approche DCF, nous avons réintégré les flux de loyers attendus sur la période afin de mieux capter la génération de trésorerie du Groupe, étant précisé que la dette IFRS 16 associée n'a pas été considérée dans notre calcul d'endettement financier net ajusté (§7.4.2).

## **Flux normatif**

Les principales hypothèses retenues en valeur terminale sont les suivantes :

- Le taux de croissance à l'infini de 2,4%<sup>42</sup> retenu pour la détermination du flux normatif a été déterminé par référence à la pondération de l'inflation attendu à long terme par le FMI au chiffre d'affaires respectif de chaque région. Ce niveau s'explique notamment par le poids du Brésil dans le chiffre d'affaires.
- Le flux normatif a été construit sur la base d'une marge d'EBITDA après retraitement de l'impact de la norme IFRS 16 en ligne avec le niveau attendu en 2025E.
- Les dotations aux amortissements ont été fixées au niveau des CAPEX.
- Le taux d'impôt normatif a été modélisé, sur la base de la pondération des taux d'impôt par région au résultat avant impôts.
- La variation de BFR normative a été retenue nulle à long terme.
- Les CAPEX sont maintenus stables par rapport à ceux attendus en 2025, représentant environ 4,2% du chiffre d'affaires.

### 7.5.1.3 Taux d'actualisation

Nous avons retenu le coût moyen pondéré du capital de la Société pour actualiser les flux de trésorerie futurs. Ce taux a été estimé à 10,8% sur la base des éléments suivants :

- Un taux sans risque de -0,18% correspondant au taux moyen de l'OAT TEC 10 ans (moyenne 1 an calculée au 28 février 2021 - Source : Banque de France) ;
- Une prime de risque du marché des actions de 9,05% (moyenne 1 an de la prime de risque Associés en Finance au 28 février 2021) ;
- Un bêta désendetté de la Société de 1,06 (*Pr. Aswath Damodaran World*, secteur « *Oilfield Svcs/Equip* » dans lequel figure VALLOUREC) ;
- Une prime de risque pays de 1,3% compte tenu de l'implantation géographique de VALLOUREC et du poids respectif de chaque région dans l'EBITDA attendu à la fin de l'horizon explicite du plan d'affaires ;
- Un coût de la dette avant IS de 6,6% qui correspond au coût moyen pondéré calculé à partir des taux d'emprunts effectifs des différentes sources de financement de la Société après Restructuration (Obligations, RCF et PGE) ;
- Un *Gearing* cible de 46,6% déterminé sur la base du ratio dette nette ajustée/fonds propres tels qu'ils ressortent de notre modélisation DCF ;

<sup>42</sup> Source : FMI Database October 2020.

- D'un taux d'imposition de 31,2% correspondant au taux d'impôt effectif projeté pour le Groupe compte tenu de la répartition géographique attendue de ses résultats hors économies d'impôts liés aux intérêts financiers.

Ce taux de 10,8% n'est pas significativement éloigné de ceux retenus par les analystes suivant le titre VALLOUREC (en moyenne autour de 10%) et par la Société dans le cadre de ses tests de dépréciation.

#### 7.5.1.4 Résultats de l'évaluation

Les sensibilités de la valeur par action VALLOUREC à une variation combinée (i) du taux d'actualisation (de -0,25 point à +0,25 point) et du taux de croissance à l'infini (de -0,25 point à +0,25 point) et (ii) du taux d'actualisation (de -0,25 point à +0,25 point) et de la marge d'EBITDA normative (-0,75 point à +0,75 point), sont présentées ci-après.

Figure 44 - Analyse de sensibilité à une variation combinée du taux de croissance à l'infini et du taux d'actualisation

		Taux d'actualisation (%)				
		10,3%	10,6%	10,8%	11,1%	11,3%
Croissance à l'infini (%)	2,9%	10,50	9,95	9,43	8,95	8,49
	2,6%	10,06	9,54	9,05	8,60	8,16
	2,4%	9,65	9,16	8,70	8,26	7,85
	2,1%	9,27	8,80	8,36	7,95	7,56
	1,9%	8,90	8,46	8,04	7,65	7,28

Sources : analyses FINEXSI

Figure 45 - Analyse de sensibilité à une variation combinée du taux d'actualisation et de la marge d'EBITDA normative

		Taux d'actualisation (%)				
		10,3%	10,6%	10,8%	11,1%	11,3%
Marge d'EBITDA normative (%)	+1,5pt	11,33	10,77	10,25	9,75	9,28
	+0,75pt	10,49	9,96	9,47	9,01	8,57
	-	9,65	9,16	8,70	8,26	7,85
	-0,75pt	8,81	8,35	7,92	7,52	7,14
	-1,5pt	7,97	7,55	7,15	6,77	6,42

Sources : analyses FINEXSI

Il ressort de la mise en œuvre de cette approche une valeur par action comprise entre 7,92€ et 9,47€ avec une valeur centrale de 8,70€.

#### 7.5.2 Méthode des comparables boursiers (à titre secondaire)

La méthode des comparables boursiers consiste à déterminer la valeur d'une société par l'application de multiples observés sur un échantillon d'autres sociétés cotées du même secteur d'activité, aux agrégats jugés pertinents.



Compte tenu des spécificités de VALLOUREC, nous n'avons pas identifié de sociétés cotées qui lui soient pleinement comparables, notamment en termes d'activité, d'implantation géographique, de taille ou de profils opérationnels (croissance, rentabilité, intensité capitalistique). Pour cette raison, nous présentons cette méthode à titre secondaire.

Nous avons toutefois identifié trois sociétés intervenant dans des secteurs d'activité proches de ceux de VALLOUREC : TENARIS SA, PAO TMK et SHAWCOR LTD qui interviennent sur le marché des équipements et des services pétroliers sur lequel VALLOUREC exerce une part importante de son activité.

Ces trois sociétés sont présentées ci-après :

- TENARIS SA, société italienne, conçoit, fabrique et fournit des produits tubulaires en acier soudés et non soudés, principalement destinés aux industries gazières et pétrolières. Cette société opère à travers 2 segments : 1) la production de tubes (fabrication et commercialisation de tubes en acier soudés et non soudés, notamment pour les activités de forage des industries gazières et pétrolières) et les services connexes d'installation, d'assemblage et de support logistique de gestion tubulaire, et 2) les autres activités (notamment la fabrication de conduits destinés au transport des fluides pétroliers et gaziers).

Le groupe opère principalement en Amérique du Nord (c.47% du CA), en Amérique du Sud (c.19% du CA), au Moyen-Orient et Afrique (c.19% du CA) et en Europe (c.10% du CA). Le groupe a réalisé en 2020 un chiffre d'affaires de 5 147M\$ (environ 4 214M€) étant précisé que l'activité de production de tubes OCTG représente environ 94% du chiffre d'affaires, pour un EBITDA total de 638M\$ (environ 522M€) soit une marge d'EBITDA de 12,4% en 2020.

- PAO TMK, société russe, produit et commercialise des tuyaux en acier soudés et non soudés pour l'industrie gazière et pétrolière. Cette société opère à travers 2 segments : 1) Les activités liées aux industries gazières et pétrolières (fourniture de produits tubulaires en acier soudés et non soudés ainsi qu'une large gamme de services connexes, notamment en traitement thermique et en revêtement de protection), et 2) les activités destinées aux autres industries (ingénierie, construction, équipement énergétique, etc.) ;

En outre, PAO TMK opère majoritairement sur le marché russe, qui représente en 2020 environ 75% de son chiffre d'affaires, tandis que la part du chiffre d'affaires attribuée au marché européen est d'environ 10%. La société a réalisé un chiffre d'affaires de près de 222 621 M de roubles (environ 2 467M€) en 2020, étant précisé que le segment des produits tubulaires OCTG en acier destinés à l'industrie du pétrole et du gaz représente près de 68,7% du chiffre d'affaires. Le groupe affiche en 2020 un EBITDA d'environ 42 480 M de roubles (environ 472M€) soit une marge d'EBITDA de 19,1%.

- SHAWCOR LTD, société canadienne, produit et commercialise des produits et des services destinés aux secteurs de l'énergie et des infrastructures. Cette société opère au travers de 3 segments : 1) *Pipeline and Pipe Services* (56% du chiffre d'affaires) : fourniture de solutions de protection, de revêtement et d'inspection des pipelines ainsi que la fourniture de services de gestion tubulaire en *onshore* ou en *offshore* (installations et services d'ingénierie), 2) *Composite Systems* (27% du chiffre d'affaires) : fabrication de systèmes et de solutions composites dont notamment des pipelines flexibles en composite, et 3) *Automotive and Industrial* (17% du chiffre d'affaires) : fourniture de câbles, gaines et fils destinés à des systèmes électriques pour différentes industries et notamment l'industrie automobile.

Le groupe est principalement implanté en Amérique du Nord (62% du chiffre d'affaires 2020) puis en Europe/Moyen-Orient/Afrique/Russie (EMAR pour 25% du chiffre d'affaires). Son chiffre d'affaires a été fortement impacté par la crise de la Covid-19 et s'est établi à 1 178 M de dollars canadiens (environ 758M€) en 2020 pour un EBITDA de 26 M de dollars canadiens (environ 17M€) soit une marge d'EBITDA d'environ 2,2%.

Dans le cadre de la mise en œuvre de cette approche, nous avons retenu l'EBITDA qui nous a paru l'agrégat le plus pertinent au cas d'espèce. C'est également l'agrégat principalement retenu par les analystes suivant le titre de la Société pour mettre en œuvre leurs valorisations. Nous avons écarté les multiples de chiffre d'affaires compte tenu des différences de marge entre les sociétés. Par ailleurs, les différences des niveaux/politiques d'amortissement chez les différents comparables limitent la pertinence de la référence aux multiples d'EBIT.

Nous présentons, ci-après, les perspectives de croissance de chiffre d'affaires et de marge d'EBITDA attendues jusqu'en 2023 par les analystes suivant les sociétés de notre panel de comparables :

**Figure 46 - Perspectives de croissance du chiffre d'affaires et d'EBITDA attendus par le consensus sur le panel de comparables**

Comparables	Pays	CA (mEUR)	Croissance du CA			Marge d'EBITDA		
			2021e	2022e	2023e	2021e	2022e	2023e
Tenaris S.A.	Luxembourg	4 207	6,1 %	12,4 %	14,1 %	16,5 %	18,4 %	19,8 %
PAO TMK	Russie	2 461	14,8 %	1,7 %	n/a	14,2 %	13,8 %	15,1 %
Shawcor Ltd.	Canada	756	1,0 %	4,9 %	2,9 %	9,0 %	10,0 %	10,6 %
<b>Médiane</b>		<b>2 461</b>	<b>6,1%</b>	<b>4,9%</b>	<b>8,5%</b>	<b>14,2%</b>	<b>13,8%</b>	<b>15,1%</b>

Source : CAPITAL IQ, analyses FINEXSI

Nous observons que les taux de marge d'EBITDA attendus à horizon 2023 sur les sociétés de l'échantillon encadrent celui de 15,4% visé, à horizon 2025E, par le management de la Société et que ce dernier s'établit en deçà de celui attendu pour TENARIS, société la plus comparable à VALLOUREC<sup>43</sup>.

Dans la mesure où il est attendu un impact encore significatif de la crise sanitaire de la Covid-19 sur l'exercice 2021 et afin d'appréhender une valeur reflétant une meilleure vision de la sortie de cette crise, nous avons retenu dans le cadre de la mise en œuvre de cette approche les multiples d'EBITDA 2022 et 2023.

Par ailleurs, nous précisons que nous n'avons pas retraité l'impact de la norme IFRS 16, tant sur l'EBITDA de la Société que sur celui des sociétés comparables, dès lors que les prévisions publiées par les analystes ne permettent pas un tel retraitement. En conséquence, la dette IFRS 16 a donc été intégrée dans les calculs d'endettement financier net utilisés pour cette approche.

<sup>43</sup> Etant par ailleurs précisé que SHAWCOR LTD apparait comme la société de notre échantillon la moins comparable à VALLOUREC.

Nous présentons ci-après les multiples d'EBITDA ressortant de notre échantillon de société comparables :

Figure 47 - Multiples\* observés sur les sociétés comparables de l'échantillon

Comparables	Pays	CA (mEUR)	VE (mEUR) **	xEBITDA*	
				2022e	2023e
Tenaris S.A.	Luxembourg	4 207	11 091	9,3x	7,6x
PAO TMK	Russie	2 461	2 636	5,9x	5,1x
Shawcor Ltd.	Canada	756	520	5,0x	4,7x
<b>Médiane</b>		<b>2 461</b>	<b>2 636</b>	<b>5,9x</b>	<b>5,1x</b>

Source : CAPITAL IQ, analyses FINEXSI

\*Multiples induits par (i) une Valeur d'Entreprise calculée sur la base du CMPV trois mois au 15 mars 2021 et d'un nombre moyen d'actions sur trois mois.

\*\* Valeur d'entreprise calculée sur la base du CMPV trois mois au 15 mars 2021.

Après prise en compte de l'endettement financier net tel que déterminé après Restructuration (cf. §7.4.2), il ressort une valeur par action de la Société comprise entre **7,56€ et 9,56€** après Restructuration.

Nous rappelons que cette approche est mise en œuvre à titre secondaire au titre des limitations exposées ci-avant et que la taille réduite de l'échantillon, soit trois sociétés, limite également la pertinence de l'approche.

### 7.5.3 Méthode des transactions comparables (à titre secondaire)

La méthode des transactions comparables repose sur l'analyse des multiples extériorisés lors d'opérations d'achat total ou partiel d'entreprises intervenues dans le secteur d'activité de l'entité évaluée. La mise en œuvre de cette approche est limitée par la difficulté à disposer d'une information complète sur les cibles et les conditions des transactions.

Cette approche est présentée uniquement à titre secondaire dans la mesure où (i) ces transactions reflètent des conditions de marché antérieures à la crise sanitaire de la Covid-19 limitant, dès lors, la pertinence de l'approche et (ii) en raison d'une faible comparabilité des transactions en termes de taille, de mix produits et de marge d'EBITDA.

Sur les cinq dernières années, nous avons retenu six transactions dans le domaine des équipements et services pour le marché Pétrole & Gaz dont le détail est présenté en Annexes.

L'échantillon de transactions comparables retenu et les caractéristiques de ces transactions sont présentés ci-après :

**Figure 48 - Transactions comparables retenues sur les cinq dernières années**

Date	Cible	Pays	Acquéreur	% acquis	VE (M devise)	xEBITDA
02/01/2020	IPSCO Tubulars Inc.	Etats-Unis	Tenaris SA	100 %	1 107	6,7x
28/03/2019	Ovako AB	Suède	Sanyo Special Steel Co., Ltd.	100 %	783	8,1x
28/10/2016	Anhui Tianda Oil Pipe Company Ltd	Chine	Vallourec Tubes S.A.S.	51 %	951	9,2x
01/07/2016	Columbia Pipeline Group, Inc.	Etats-Unis	Transcanada Pipeline USA Ltd.	100 %	13 105	12,8x
01/04/2016	Cameron International Corporation	Etats-Unis	Schlumberger Limited	100 %	14 830	8,9x
13/03/2015	IOS/PCI, LLC	Etats-Unis	L.B. Foster Company	100 %	330	11,8x
<b>Médiane</b>						<b>9,1x</b>

Source : CAPITAL IQ, MERGERMARKET, EPSILON, et communiqués de presse des sociétés cibles

Il conviendrait d'appliquer ce multiple à l'EBITDA généré par le Groupe au titre de l'exercice 2020. Néanmoins, ce dernier ayant été fortement impacté par les effets de la crise sanitaire de la Covid-19, cette approche conduirait à fortement minorer la valeur de la Société dans la mesure où les multiples reposent sur des transactions antérieures à celle-ci. Dès lors, nous avons appliqué le multiple médian ressortant de ces transactions à l'EBITDA 2019 consolidé avant IFRS 16 de la Société.

Dans ce contexte, la valeur résultant de cette approche reflète des niveaux d'activité et de perspectives attendus avant crise, ce qui limite la pertinence des résultats obtenus selon cette approche.

Après prise en compte de l'endettement financier net ajusté (cf. §7.4.2), la valeur par action de la Société après Restructuration ressort à 8,81€.

#### 7.5.4 Référence au cours de bourse (à titre informatif)

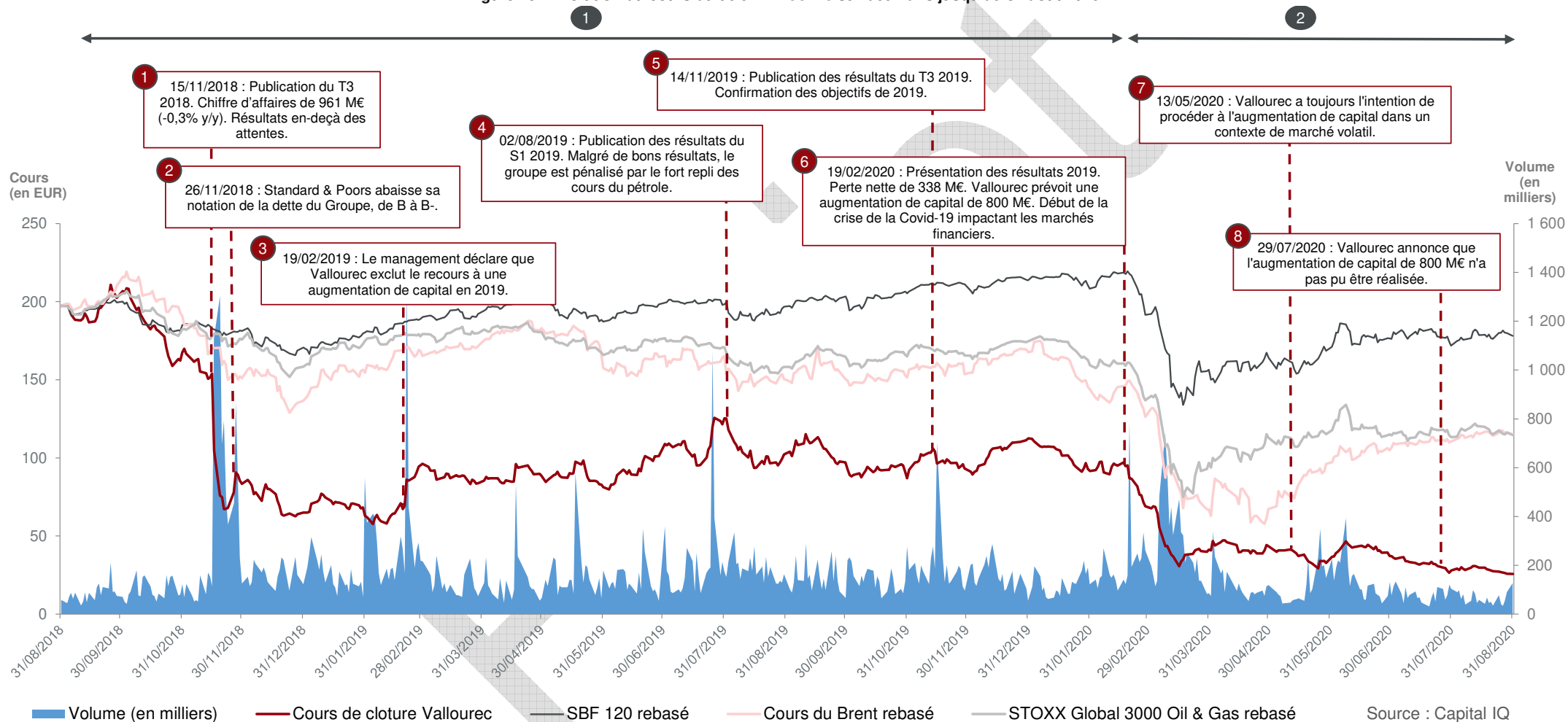
Nous avons analysé le cours de bourse du titre jusqu'au 31 août 2020, date à laquelle VALLOUREC annonce au marché qu'à la suite de discussions avec ses banques et ses Actionnaires de Référence, le Groupe envisage d'étendre le dialogue à l'ensemble de ses créanciers bancaires et obligataires ainsi que des autres parties prenantes afin de parvenir à une restructuration financière. La référence à cette date permet d'apprécier le cours de bourse de VALLOUREC avant annonce *i.e.* avant que celui-ci ne soit impacté par cette annonce. Les actions composant le capital de VALLOUREC font partie du Compartiment B du marché réglementé Euronext à Paris (code ISIN : FR0013506730-VK).

Les cours sur lesquels se basent nos analyses tiennent compte du regroupement d'actions d'avril 2020. Pour mémoire, un regroupement d'actions par voie d'échange de 40 actions existantes contre 1 action nouvelle a été approuvé par les actionnaires lors de l'assemblée générale du 6 avril 2020.

#### 7.5.4.1 Analyse de l'évolution du cours de bourse du titre VALLOUREC

Le cours de bourse du titre VALLOUREC a évolué comme suit sur une période de deux ans (du 31 août 2018 au 31 août 2020) :

Figure 49 - Evolution du cours du titre VALLOUREC sur deux ans jusqu'au 31 août 2020



Sur les deux ans précédant le 31 août 2020, le titre VALLOUREC a baissé de -87%, tandis que l'évolution du SBF 120 s'établit à -10%. Sur cette période de deux ans, le cours a évolué entre 25,7€ (atteint le 31 août 2020) et 210,8€ (atteint le 25 septembre 2018), étant précisé que les tendances du cours sont assez corrélées à celles du Brent.

Nous distinguons deux phases d'évolution du cours sur la période analysée. La première phase correspondant à la période avant l'impact de la crise de la Covid-19 sur les marchés financiers s'étend de fin août 2018 à fin février 2020. La deuxième phase s'étend, quant à elle, de début mars 2020 à fin août 2020, et reflète l'impact de la crise sanitaire sur le titre :

1. Le cours de bourse de VALLOUREC a suivi une tendance fortement baissière sur la première phase identifiée. Son évolution a été principalement rythmée par les événements suivants :

Le 15 novembre 2018, le Groupe publie ses résultats du troisième trimestre 2018 (n°1). La séance suivante fait état d'une forte diminution de -32,1% à 104,4€ (contre 153,9€ la veille) expliquée par la révision à la baisse d'objectifs de cours d'analystes, avec un niveau de « *short-selling* » élevé ainsi que d'un sentiment de méfiance générale vis-à-vis du titre. A ce titre, le 26 novembre 2018, STANDARD & POORS (n°2) abaisse sa notation de la dette du Groupe, de B à B- compte tenu des résultats publiés en deçà des attentes du consensus.

La tendance baissière du cours de bourse se poursuit jusqu'à début février 2019 (57,6€ par action le 4 février 2019). Toutefois, les annonces du Groupe le 19 février 2019 (n°3), concernant la volonté du management de ne pas avoir recours à une augmentation de capital en 2019, entre autres, ont eu pour effet une hausse sensible du cours jusqu'à la fin du mois de juillet 2019. Ainsi, le 31 juillet 2019, le titre clôture à 125,4€, soit une hausse de près de 86,6% depuis le 19 février 2019.

Le 2 août 2019, le Groupe publie ses résultats du premier semestre 2019 (n°4). Ces bons résultats ne sont néanmoins pas salués par le marché, dans un contexte de chute des prix du pétrole (-13,5% sur le Brent entre le 31 juillet 2019 et le 7 août 2019 contre -16,3% pour VALLOUREC sur la même période). Par ailleurs, le Groupe confirme ses objectifs pour l'exercice 2019 (FCF positif au quatrième trimestre, et respect du covenant bancaire à la fin de l'exercice sur la base des tendances actuelles de marché et des objectifs) lors de la publication des résultats du troisième trimestre 2019 le 14 novembre 2019 (n°5). Il s'ensuit une période de stabilité relative du cours jusqu'au 18 février 2020 à 94,7€.

Ainsi, sur cette première phase, le titre VALLOUREC fait état d'une baisse de -51,9% contre une hausse de 6,6% pour le SBF 120 et une baisse de -31,6% pour le cours du Brent.

2. De surcroît, la tendance baissière du titre s'intensifie après la publication des résultats de l'exercice 2019 le 19 février 2020 (n°6) qui se traduisent par une perte nette de 338M€. En même temps, le Groupe annonce vouloir réaliser une augmentation de capital de 800M€. Cette publication de résultats s'effectue dans le contexte de la crise de la Covid-19 qui commence à impacter les marchés financiers à partir de la mi-février 2020 (n°6). Le 13 mai 2020, le management annonce que VALLOUREC a toujours l'intention de procéder à l'augmentation de capital dans un contexte de marché volatil (n°7). Il faut finalement attendre le 29 juillet 2020 pour que la Société annonce que l'augmentation de capital prévue de 800M€ n'a pas pu être réalisée compte tenu des conditions de marché impactées de la crise de la Covid-19 (n°8).

Ainsi, le cours connaît une forte baisse d'environ -65% entre le 20 février 2020 et le 16 mars 2020. Quant au SBF 120 et au cours du Brent, ceux-ci connaissent une évolution plus modérée (respectivement de -36,4% et -de 46,1%).

Le cours de VALLOUREC, dont le niveau est alors de 30,5€ à la clôture du 16 mars 2020, va continuer de baisser jusqu'au 31 août 2020 pour atteindre 25,7€.

Ainsi, sur cette deuxième phase, le titre VALLOUREC fait état d'une baisse de -72,9% contre une baisse de -15,3% pour le SBF 120 et -14,8% pour le cours du Brent.

#### 7.5.4.2 Analyse de la volatilité du titre VALLOUREC

La volatilité est la mesure des amplitudes de variations d'un titre constatée historiquement. Elle est par conséquent utilisée comme base de la mesure du risque de celui-ci.

Compte tenu du parcours boursier de VALLOUREC au cours des deux dernières années, il paraît pertinent d'observer l'évolution de la volatilité du titre en bourse sur cette période.

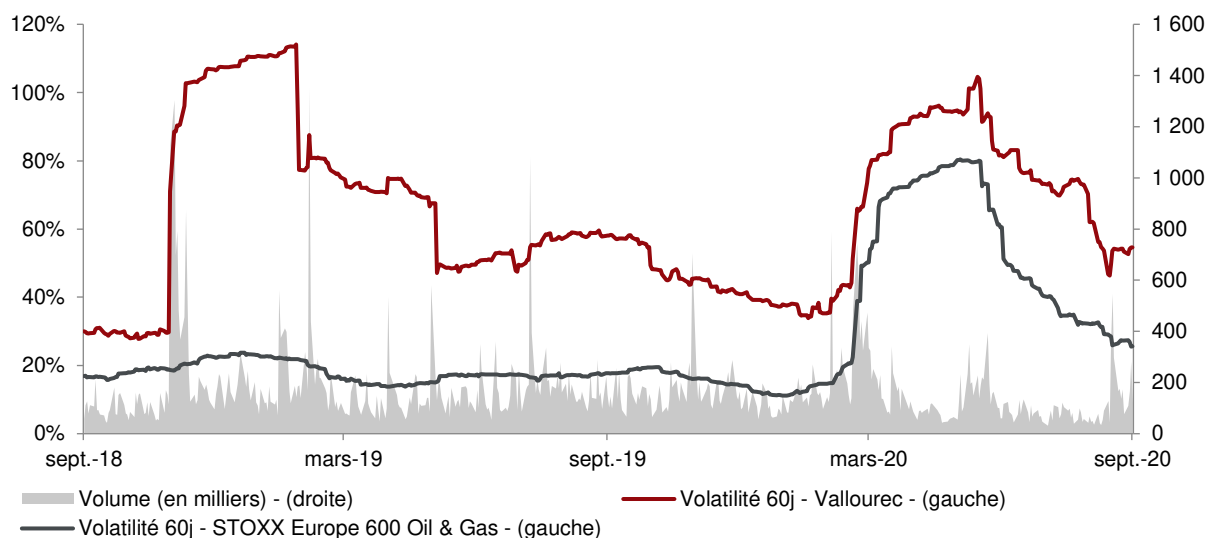
La volatilité historique (60 jours) calculée sur les rentabilités quotidiennes du titre VALLOUREC sur les deux dernières années par rapport à l'indice sectoriel STOXX EUROPE 600 OIL & GAZ<sup>44</sup>, est présentée ci-après.

---

<sup>44</sup> Nous précisons que nous ne disposons plus, sur nos bases de données à partir du 17 septembre 2020, des données du STOXX GLOBAL 3000 OIL & GAZ qui est l'indice utilisé dans le cadre de la communication de VALLOUREC.



**Figure 50 - Analyse de la volatilité 60 jours du titre VALLOUREC par rapport au STOXX EUROPE 600 OIL & GAZ sur deux ans**



Source : CAPITAL IQ, analyses FINEXSI

L'analyse comparée de la volatilité de l'action VALLOUREC et de celle de l'indice STOXX EUROPE 600 OIL & GAZ sur la période appelle de notre part les observations suivantes :

- La volatilité moyenne du titre VALLOUREC (environ 65%) est significativement plus élevée que celle de l'indice sectoriel (27% en moyenne) ;
- Les niveaux de volatilité très significatifs observés entre novembre 2018 et février 2019 (plus de 100%) font suite à la communication au marché le 15 novembre 2018 des résultats du troisième trimestre 2018 en deçà des attentes du consensus. Cette hausse de volatilité est à mettre en perspective de la baisse du cours de bourse d'environ 50% en quelques séances (point le plus bas depuis février 2016) ;
- La volatilité du titre a ensuite diminué pour se stabiliser dans une fourchette de 40% à 60% avant de croître significativement à la suite de la survenance de la crise de la Covid-19 au premier trimestre 2020 (pour rappel -37,7% sur le CAC 40 entre le 19 février 2020 et le 18 mars 2020), tout comme la volatilité du STOXX EUROPE 600 OIL & GAZ.

Il ressort de cette analyse des niveaux élevés de volatilité du titre VALLOUREC qui reflètent l'appréhension par le marché du risque attaché à la détention d'actions de la Société.

#### 7.5.4.3 Poids des fonds propres en valeur boursière dans la valeur d'entreprise avant Restructuration

Il convient de relever le poids limité de la valeur des fonds propres, apprécié au regard de la valeur boursière du titre VALLOUREC, dans la valeur d'entreprise de la Société (environ 10%).

Afin d'illustrer notre propos, nous considérerons la valeur d'entreprise de VALLOUREC déterminée de la manière suivante :

- Valeur des fonds propres de 416M€ par référence au cours moyen pondéré de l'action 3 mois au 31 aout 2020 de 36,12€ (§7.5.4.4) et d'un nombre d'action dilué théorique de 11 527 277 (§7.4.1) ;
- Auquel est ajoutée l'endettement financier net ajusté avant Restructuration de 2 649M€ présenté ci-avant (§7.4.2) ;
- Soit une valeur d'entreprise de 3 065M€<sup>45</sup>, composée à hauteur de 13,6% par les fonds propres.

Sur cette base, nous présentons ci-après les impacts mathématiques qui découleraient d'une variation à la hausse ou à la baisse d'environ 5% de la valeur d'entreprise sur la valeur des fonds propres toutes choses égales par ailleurs, *i.e.* à niveau d'endettement net ajusté constant.

**Figure 51 - Illustration de la sensibilité de la valeur d'entreprise à la valeur par action VALLOUREC avant Restructuration**

<b>Sensibilité sur la valeur d'entreprise (M€)</b>					
<b>Valeur d'entreprise</b>	<b>3 065</b>	<b>3 065</b>	<b>3 065</b>	<b>3 065</b>	<b>3 065</b>
Variation de la valeur d'entreprise considérée	(150)	(75)	-	75	150
<b>Valeur d'entreprise induite</b>	<b>2 915</b>	<b>2 990</b>	<b>3 065</b>	<b>3 140</b>	<b>3 215</b>
<i>Variation vs VE @3 065 M€</i>	<i>(5%)</i>	<i>(2%)</i>	<i>-</i>	<i>2%</i>	<i>5%</i>
<b>Endettement financier net ajusté</b>	<b>(2 649)</b>	<b>(2 649)</b>	<b>(2 649)</b>	<b>(2 649)</b>	<b>(2 649)</b>
<b>Valeur des fonds propres induite</b>	<b>266</b>	<b>341</b>	<b>416</b>	<b>491</b>	<b>566</b>
<i>Variation vs VE @3 065 M€</i>	<i>(36%)</i>	<i>(18%)</i>	<i>-</i>	<i>18%</i>	<i>36%</i>
NOSH dilué (k)	11 527	11 527	11 527	11 527	11 527
<b>Valeur par action induite (€/action)</b>	<b>23,10 €</b>	<b>29,61 €</b>	<b>36,12 €</b>	<b>42,62 €</b>	<b>49,13 €</b>
<b>Delta vs 36,12€</b>	<b>(13,01€)</b>	<b>(6,51€)</b>	<b>-</b>	<b>6,51€</b>	<b>13,01€</b>
<i>% d'évolution</i>	<i>(36%)</i>	<i>(18%)</i>	<i>-</i>	<i>18%</i>	<i>36%</i>

Sources : analyses FINEXSI

Il ressort de cette analyse qu'une variation de la valeur d'entreprise de plus ou moins 5% aurait pour conséquence une variation de près de 36% sur la valeur du titre.

De ce point de vue, il convient de relever que tout évènement impactant la valeur d'entreprise aurait un effet largement démultiplié sur la valeur par action en considérant l'endettement financier net ajusté stable.

<sup>45</sup> Cette valeur est uniquement fournie à titre d'illustration dans la mesure où elle se fonde sur des données dont la temporalité diffère (CMPV antérieur à la date de détermination des autres paramètres), étant précisé que ce biais n'a pas d'impact sur les résultats de l'analyse.

#### 7.5.4.4 Analyse de la liquidité du titre VALLOUREC et valeur post-Restructuration induite

Sur la base du dernier cours de bourse avant l'annonce des discussions entre le Groupe et ses créanciers le 1<sup>er</sup> septembre 2020 au titre d'une éventuelle restructuration de la dette financière, soit celui du 31 août 2020, les cours moyens pondérés par les volumes (ci-après désignés « **CMPV** »), les volumes échangés sur le titre et les taux de rotation qui en découlent se présentent comme suit sur une période de 12 mois :

Figure 52 - Analyse des CMPV et de la liquidité du titre VALLOUREC avant le 31 août 2020

Cours Moyens Pondérés par les Volumes	en €/action	Volume échangé (en K)		Capital échangé (en K)		% du capital		% du flottant	
		Moyen	Cumulé	Moyen	Cumulé	Volume échangé	Rotation du capital	Volume échangé	Rotation du flottant
Spot (31/8/2020)	25,66	127	127	3 290	3 290	1,11 %	1,11 %	1,65 %	1,65 %
CMPV 1 mois	28,28	67	1 481	1 904	41 879	0,59 %	12,95 %	0,87 %	19,19 %
CMPV 60 jours	34,25	80	4 702	2 729	161 012	0,70 %	41,11 %	1,03 %	60,91 %
CMPV 3 mois	36,12	93	6 050	3 362	218 512	0,81 %	52,90 %	1,21 %	78,38 %
CMPV 6 mois	39,82	135	17 281	5 376	688 069	1,18 %	151,10 %	1,75 %	223,87 %
CMPV 12 mois	70,97	150	38 204	10 633	2 711 359	1,31 %	334,05 %	1,95 %	495,98 %
Plus haut 12 mois (3/3/2020)	115,32								
Plus bas 12 mois (31/8/2020)	25,66								

Source : CAPITAL IQ, analyses FINEXSI

L'analyse des cours sur la période appelle de notre part les observations suivantes :

- La liquidité du titre VALLOUREC sur la période, exprimée en rotation du capital et du flottant, permet de considérer le cours comme représentatif avec un flottant qui s'établit à plus de 66% du capital. Ainsi, sur les six derniers mois, le volume des actions VALLOUREC échangées est de 17,3M d'actions (soit environ 135 000 titres par jour de cotation). Sur cette même période, la rotation du capital s'établit à 151,1% et la rotation du capital flottant s'établit quant à elle à 223,87% ;
- La valeur par action de VALLOUREC, s'établit sur la période dans une fourchette de 25,66€ (en spot) à 70,97€ (CMPV 12 mois). La borne haute de cette fourchette se fonde sur une période démarrant en septembre 2019, soit plusieurs mois avant la crise sanitaire de la Covid-19. De ce point de vue, cette référence ne peut être considérée comme représentative de la valeur du titre VALLOUREC ;
- La tendance baissière du cours de bourse du titre VALLOUREC sur la période est la résultante d'un effet combiné des impacts de la crise sanitaire sur les performances opérationnelles du Groupe et de l'incertitude quant à la capacité de la Société, dans ce contexte, à faire face à ses échéances de dette.

Malgré un volume d'échanges important, la pertinence du cours de bourse du titre VALLOUREC pour apprécier la valeur de la Société nous semble être limitée. En effet, ces observations ont été réalisées en amont de la date d'annonce du début des discussions en vue de la restructuration de la dette de la Société, soit il y a plus de 6 mois. Elles n'intègrent donc pas les événements intervenus depuis cette date, notamment dans un contexte de marché très volatil et évolutif.

Nous rappelons par ailleurs que du fait du niveau de la dette du Groupe, la portion de la valeur d'entreprise revenant aux actionnaires est très réduite. De ce point de vue, la valeur des fonds propres appréciée en amont de la Restructuration est sujet à une amplitude significative.

Pour autant, nous présentons ci-après, à titre informatif, les valeurs par action après Restructuration résultant de l'impact mathématique des différentes opérations de restructuration prévues par l'Accord de Principe sur la fourchette des cours de bourse présentés ci-dessus.

Pour la raison mentionnée ci-avant, nous avons exclu de notre analyse la référence au CMPV 12 mois et présentons donc les résultats de cette approche au titre des valeurs boursières de l'action sur les 6 mois précédant la date d'annonce :

**Figure 53 - Valeurs par action post Restructuration induites par les CMPV observés sur les 6 mois précédant la date d'annonce**

Cours Moyens Pondérés par les Volumes	en €/action	Valeur post Restructuration (€/action)
Spot (31/8/2020)	25,66	8,79
CMPV 1 mois	28,28	8,92
CMPV 60 jours	34,25	9,22
CMPV 3 mois	36,12	9,32
CMPV 6 mois	39,82	9,50
Plus haut 6 mois (3/3/2020)	68,94	
Plus bas 6 mois (31/8/2020)	25,66	

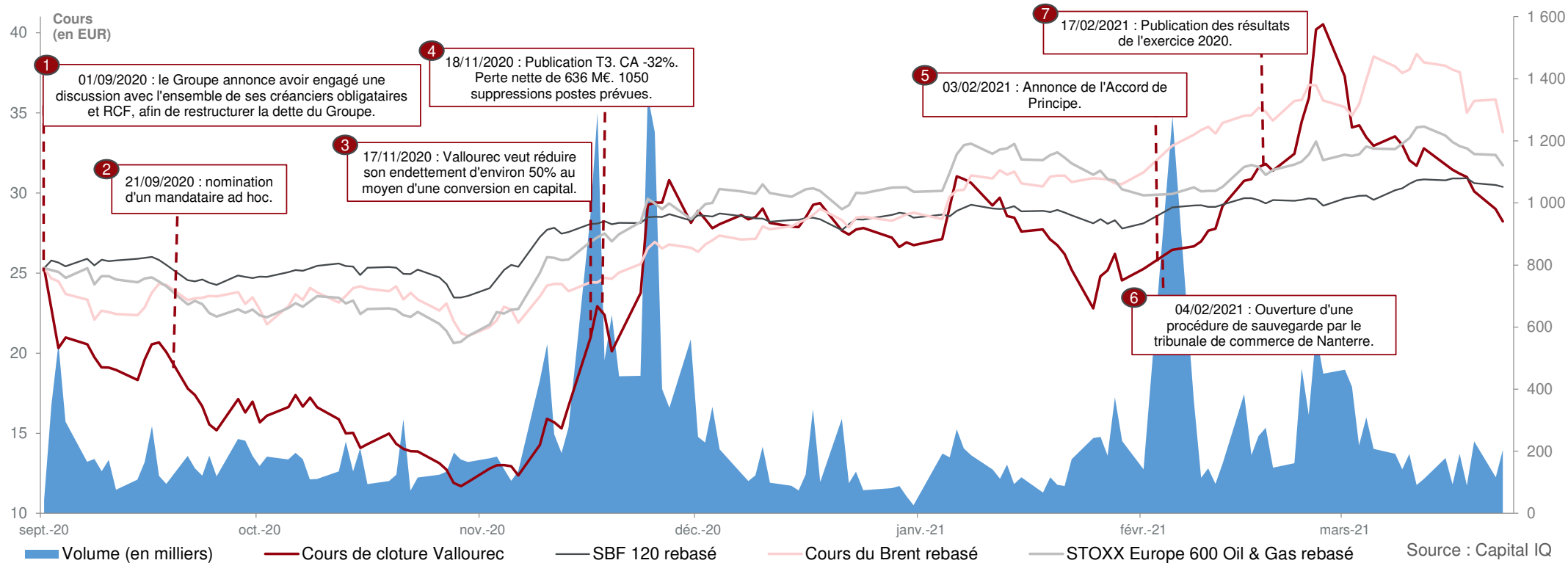
Source : CAPITAL IQ, analyses FINEXSI

Cette analyse extériorise une valeur par action VALLOUREC après Restructuration comprise entre 8,79€ et 9,50€ sur la base des observations boursières sur les 6 mois précédant le 1<sup>er</sup> septembre 2020.

#### 7.5.4.5 Evolution récente du cours de bourse

A titre d'information, nous présentons ci-après l'évolution du cours du bourse postérieurement à la date d'annonce de l'entrée en discussion en vue de la restructuration de la dette de la Société.

Figure 54 - Evolution du cours du titre VALLOUREC depuis le 1<sup>er</sup> septembre 2020



Source : CAPITAL IQ, analyses FINEXSI

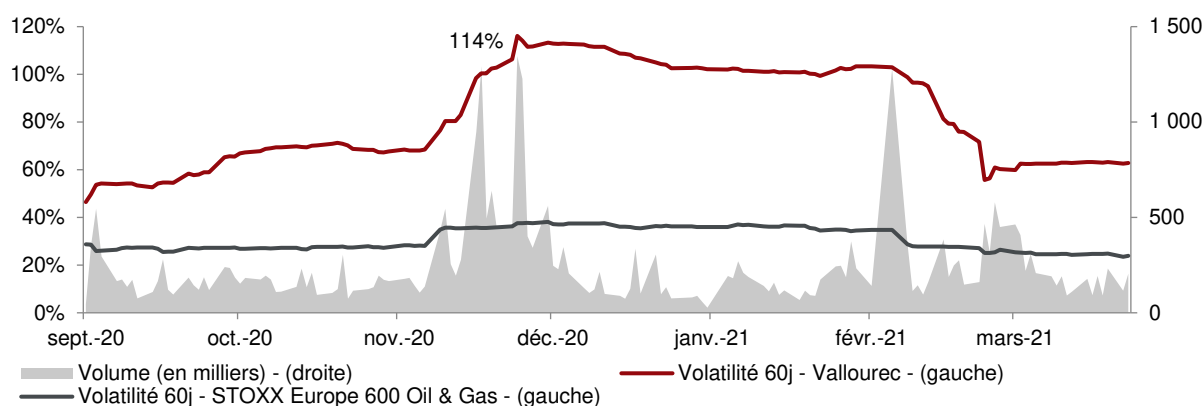
Après l'annonce de l'entrée en discussion en vue de la restructuration de la dette de la Société le 1<sup>er</sup> septembre 2020, le cours de bourse fait état d'une forte chute de -53,8% jusqu'à 11,7€ à la clôture du 29 octobre 2020.

La correction observée depuis ce point bas est à mettre en regard de la hausse générale du secteur Pétrole & Gaz et notamment du prix du pétrole. Il convient de préciser que les annonces des modalités de l'Accord de Principe le 3 février 2021 ne perturbent pas cette tendance haussière. En effet, le cours de bourse fait état d'une hausse d'environ +77% entre le 5 février 2021 et le 26 février 2021 (soit de 22,895€ à 40,525€)

Après une hausse de +17,1% sur le mois de février 2021, le cours du Brent subi, le 1<sup>er</sup> mars 2021, une baisse de -3,9%. Le cours de VALLOUREC s'engage alors dans une tendance baissière pour s'établir à 30,2€ à la clôture du 24 mars 2021.

Nous précisons également que la volatilité du cours entre décembre 2020 et février 2021 ressort à des niveaux (autour de 110%) comparables à ceux observés lors de la survenue de la crise de la Covid-19 sur les marchés financiers (cf. §7.5.4.2).

Figure 55 - Analyse de la volatilité 60 jours du titre VALLOUREC par rapport au STOXX EUROPE 600 OIL & GAZ depuis le 1<sup>er</sup> septembre 2020



Source : CAPITAL IQ, analyses FINEXSI

Nous rappelons que, pour les raisons mentionnées ci-avant, la référence aux cours de bourse récents de la Société n'a pas été retenue dans le cadre de notre approche de valorisation multicritères de la Société.

### 7.5.5 Référence aux objectifs de cours des analystes (à titre informatif)

Cette méthode consiste à déterminer la valeur d'une société sur la base des objectifs de cours des analystes qui couvrent la valeur. Le titre VALLOUREC fait l'objet d'un suivi régulier par dix analystes financiers (BANK OF AMERICA MERRIL LYNCH, BARCLAYS, BTIG, CIC MARKET SOLUTIONS, GOLDMAN SACHS, JEFFERIES, KEPLER CHEUVREUX, ODDO BHF, SOCIETE GENERALE, et UBS).

Selon la même logique que celle développée ci-avant au titre de la référence au cours de bourse (§7.5.4), nous avons fondé notre analyse sur les objectifs de cours des analystes financiers suivant le titre VALLOUREC publiés avant le 1<sup>er</sup> septembre 2020.

Les analystes qui suivent le titre VALLOUREC communiquent, de façon plus ou moins détaillée, sur les prévisions opérationnelles de la Société retenues pour leurs travaux d'évaluation.

Les dernières publications identifiées des analystes qui suivent le titre VALLOUREC antérieures au 1<sup>er</sup> septembre 2021 sont reprises ci-après :

Figure 56 - Objectifs de cours des analystes avant l'annonce

Date	Analyste	Prix cible	Recommandation
30/07/2020	BoAML	20,0 €	"Underperform"
03/08/2020	Barclays	40,0 €	"Underweight"
28/07/2020	BTIG	Aucun	"Neutral"
27/07/2020	CIC Market Solutions	35,0 €	n/a
31/07/2020	Goldman Sachs	29,0 €	"Sell"
30/07/2020	Jefferies	29,0 €	"Hold"
30/07/2020	Kepler Cheuvreux	Aucun	Pas de recommandation
30/07/2020	Oddo BHF	Suspendu	Pas de recommandation
03/08/2020	Société Générale	29,6 €	"Hold"
29/07/2020	UBS	20,0 €	"Sell"
<b>Min</b>		<b>20,0 €</b>	
<b>Médiane</b>		<b>29,0 €</b>	
<b>Max</b>		<b>40,0 €</b>	

Source : CAPITAL IQ, notes d'analystes

Trois analystes ne publient pas d'objectifs de cours à cette date. En particulier, KEPLER CHEUVREUX et ODDO BHF ont suspendu leur objectif de cours et leur recommandation compte tenu de la faible visibilité sur l'incertitude sur les modalités qui seraient mises en œuvre pour faire face aux échéances de la dette :

- KEPLER CHEUVREUX envisage un scénario de conversion de dettes en capital. « *In our view, a debt-to-equity at VALLOUREC is more and more likely. EUR800m of capital increase is not enough. The banking covenant ratio has been broken (while it's tested only at the end of the year and VK still has access to the RCF). VALLOUREC could be preparing such operation in our view, as it stated in the presentation - VALLOUREC continues discussions in particular with its reference shareholders and its banks, in order to define a new refinancing plan taking into account the consequences of the Covid and oil markets crises* »;
- ODDO BHF pense que « *la structure financière demeure le principal sujet. Au 30 juin, le leverage ressort à 124% soit au-delà du covenant de 100%. Dans ce contexte, l'augmentation de capital pour 800M€ n'a pas pu être réalisée et le groupe cherche de nouveaux dispositifs de financement. La liquidité du groupe ressort à 1,5 Md€ (1,9 Md€ au terme du T1) et met tout en œuvre pour limiter les cash out (réduction des CAPEX de 20% à 160M€, accentuation des réductions de coûts pour 130M€ s'ajoutant au plan « Accélération » pour 200M€...)* » ;
- BTIG ne publie pas d'objectif de cours.

Les objectifs de cours s'établissent ainsi dans une fourchette large comprise entre 20€ et 40€ avec une valeur médiane de 29€ par action VALLOUREC, étant précisé que le consensus est globalement « neutre » ou à « la vente ».

Selon nous, cette large fourchette peut notamment s'expliquer par l'incertitude sur les modalités de refinancement du Groupe déjà évoquées, ainsi que par le poids des fonds propres dans la valeur d'entreprise de la Société.

Nous avons calculé les valeurs par action après Restructuration qui résulteraient de la prise en compte de l'impact mathématique des différentes opérations de la Restructuration sur ces objectifs de cours :

**Figure 57 - Valeurs par action induites après Restructuration sur les base des objectifs de cours des analystes**

Date	Analyste	Prix cible	Valeur post Restructuration (€/action)
30/07/2020	BoAML	20,0 €	8,51 €
03/08/2020	Barclays	40,0 €	9,51 €
27/07/2020	CIC Market Solutions	35,0 €	9,26 €
31/07/2020	Goldman Sachs	29,0 €	8,96 €
30/07/2020	Jefferies	29,0 €	8,96 €
03/08/2020	Société Générale	29,6 €	9,01 €
29/07/2020	UBS	20,0 €	8,51 €
<b>Min</b>		<b>20,0 €</b>	<b>8,51 €</b>
<b>Médiane</b>		<b>29,0 €</b>	<b>8,96 €</b>
<b>Max</b>		<b>40,0 €</b>	<b>9,51 €</b>

Source : CAPITAL IQ, notes d'analystes

Cette référence a été exclue pour la même raison que la référence aux cours de bourse et est donc présentée à titre informatif.

**Par référence au minimum et maximum desdits objectifs, cette analyse extériorise une valeur par action VALLOUREC après Restructuration comprise entre 8,51€ et 9,51€.**

A titre informatif, nous précisons qu'après l'annonce des modalités de l'Accord de Principe le 3 février 2021, la médiane des objectifs de cours des analystes s'établit à 27€ par action VALLOUREC soit 2€ de moins qu'avant le 1<sup>er</sup> septembre 2020, étant précisé que la couverture chez GOLDMAN SACHS n'est plus assurée.

Nous relevons les principaux commentaires des analystes suivants dans les dernières notes qu'ils ont publiées :

- BANK OF AMERICA MERRIL LYNCH : « *Despite 1-to-20 dilution, the deal offers significantly better terms to current equity holders, than we originally expected. We believe debt holders are coming out of this process as the key beneficiaries. [...] The company will retain >E1b of cash liquidity, which should be more than sufficient to carry it through 2021, which will remain a difficult year. [...] Importantly, restructuring helps to significantly lower cash breakeven point for VALLOUREC* »;

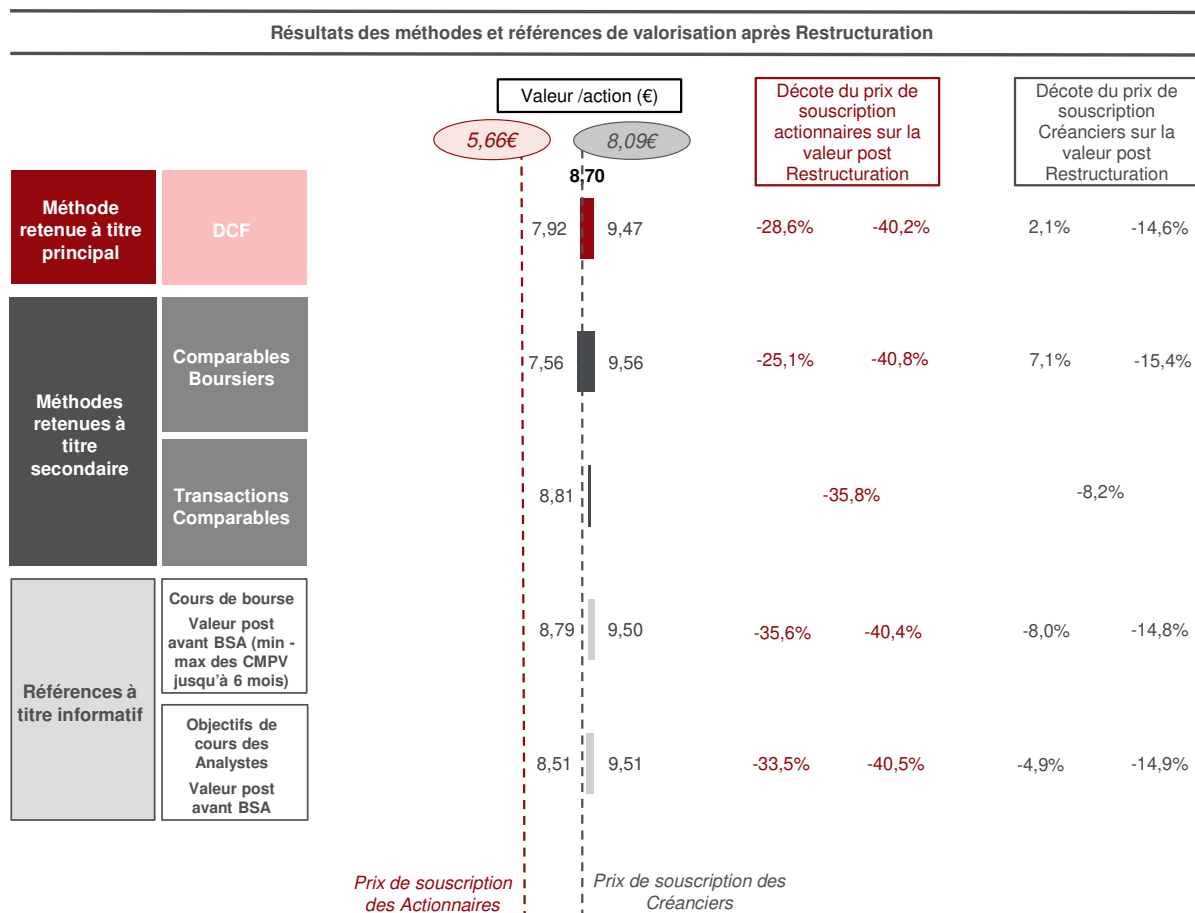


- BARCLAYS : « *Restructuring still needs to clear a few approval hurdles, but has the backing of 30% of the equity base from two long-term holders and 65% of the financial debt holders. We see this a solid base from which to get the agenda passed. [...] VALLOUREC is doing what it can to navigate the downturn, including a full financial restructuring, but, on our numbers, even in a recovery scenario, it generates little cash* »;
- CIC : « *La restructuration proposée permettrait de réduire l'effet de levier de ~8,6x DN/EBITDA fin 2020 à ~4x fin 2021 et 2,5x fin 2022 sur la base des prévisions d'EBITDA présentées par VALLOUREC à ses créanciers, inférieures à nos prévisions 2021 et supérieures à nos prévisions 2022. Dans la restructuration, VALLOUREC rachèterait les minoritaires de son usine au Brésil (VSB) pour moins de 15 M\$, un prix très attractif. [...] VALLOUREC's continued slow recovery in 2021 and the restructuring of its debt currently looks correctly priced in our opinion. [...] For 2021, which should see the debt restructured in H1, VALLOUREC is guiding on another difficult year in oil* »;
- JEFFERIES : « *Financial restructuring poses significant overhang to share price due to potential dilutive effect. [...] Financial restructuring resolution becomes prolonged, creating uncertainty for the stock. [...] Restructuring Advancing Positively* »;
- KEPLER CHEUVREUX : « *In the end, as suspected, VALLOUREC will implement a very complicated refinancing operation, with debt-to-equity, a write-off, new equity, and new bonds. [...] Such an operation is difficult to implement and will not solve the problem 100% in our view (VALLOUREC would still not be able to generate cash in 2021-22E). [...] The current share price does not reflect the upcoming restructuring in our view. [...] The financial restructuring is positive for the group's balance sheet, but this is far from solving all of the issues* »;
- ODDO BHF : « *en 1<sup>ère</sup> approche et hors prise en compte des BSA, la dilution sera significative avec la création de plus de 217.5 millions d'actions vs 11.4 millions d'actions actuellement soit une dilution de 95% (nous l'avions estimé entre 90% et 95% précédemment, pour rappel dilution de 70% en 2016 lors de la précédente restructuration).* »
- SOCIÉTÉ GÉNÉRALE : « *While a few details are still unclear, our initial analysis of the financial restructuring plan unveiled yesterday by VALLOUREC is an overall positive for shareholders* ».

## 7.6 Synthèse de nos travaux d'évaluation après Restructuration

Le graphique ci-après résume les fourchettes de valeur par action VALLOUREC après Restructuration<sup>46</sup> et sur la base des méthodes et références d'évaluation étudiées :

Figure 58 - Synthèse des valeurs par action VALLOUREC après Restructuration



Source : analyses FINEXSI

Dans le contexte, nous considérons l'approche par le DCF comme le critère le plus approprié pour apprécier la valeur de l'action VALLOUREC. Cette approche fait ressortir une valeur par action après Restructuration comprise entre 7,92€ et 9,47€, avec une valeur centrale de 8,70€.

Nous rappelons que ces résultats supposent que les prévisions établies par le management, qui reposent notamment sur un rebond significatif de l'activité dès 2022 dans un contexte de marché du Pétrole & Gaz fortement volatil et la réalisation des plans d'économies de coûts tels qu'anticipés, se réalisent sans aléa majeur.

<sup>46</sup> Avant exercice des BSA des Banques Commerciales qui ressortent en dehors de la monnaie.

Cette fourchette est corroborée par le résultat des approches analogiques boursières et de transactions comparables mises en œuvre à titre secondaire qui font ressortir une fourchette de valeur par action VALLOUREC de 7,56€ à 9,56€.

Les références aux cours de bourse et aux objectifs de cours des analystes, dont nous rappelons qu'elles sont présentées uniquement à titre informatif compte tenu des limites évoquées ci-avant, ne divergent pas significativement de ces résultats.

Les résultats de nos travaux de valorisation appellent de notre part les remarques suivantes sur les modalités des émissions d'instruments donnant accès au capital prévues dans le cadre de la Restructuration :

- Le prix de souscription de l'Augmentation de capital DPS de 5,66€ apparaît significativement décoté au regard des valeurs post-Restructuration résultant de nos travaux avec une décote de l'ordre de 29% à 40% par référence à l'approche DCF retenue à titre principal ;
- Le prix de souscription de 8,09€ de l'Augmentation de capital Réserve s'inscrit dans le bas des valeurs de cette référence avec une décote/prime comprise entre (-14,6)% et +2,1%. Cette observation permet d'en attester le caractère équitable pour l'actionnaire dont la dilution consécutive sera atténuée par ce prix de souscription ;
- Le prix d'exercice des BSA de 10,11€ ressort en dehors de la monnaie avec une prime sur la valeur théorique post-Restructuration de l'approche DCF comprise 6,7% et 27,6%. Nous rappelons que ces BSA sont à mettre en perspective de l'abandon de créances consenti par les Banques Commerciales. Nous présentons ci-après une analyse de l'impact de l'Opération pour ces dernières.

## 8. Analyse financière de la Restructuration

### 8.1 Approche retenue

Nous avons analysé l'impact théorique de l'Opération sur :

- La structure financière de VALLOUREC (dette brute, trésorerie et fonds propres) ;
- L'actionnariat de VALLOUREC ;
- La situation des actionnaires (évolution théorique de leur patrimoine) ;
- La situation des titulaires des Créances Restructurées (ci-après les « **Créanciers** ») en distinguant les titulaires des Créances Restructurées (ci-après les « **Autres Créanciers** ») des Banques Commerciales (évolution théorique de leur patrimoine).

Nous présenterons également le prix moyen de souscription des différentes parties prenantes aux augmentations de capital prévues dans le cadre de la Restructuration.

Les différentes analyses présentées ci-après sont fonction des modalités effectives de réalisation des opérations prévues par la Restructuration et notamment du pourcentage de souscription (ci-après « **Take-up** ») des actionnaires existants à l'Augmentation de capital DPS.

Ainsi, nos analyses intégreront les différents impacts de la Restructuration selon différents niveaux de Take-up (0%, 18,3%, 25%, 50%, 75% et 100%), étant précisé que la borne de 18,3% reflète le scénario dans lequel l'Augmentation de capital DPS ne serait souscrite qu'à hauteur des engagements pris par les Actionnaires de Référence, soit 55M€.

Nous rappelons que les analyses présentées ci-après sont notamment fondées sur les résultats de notre valorisation DCF réalisée sur la base d'un nombre d'actions dilué au 31 décembre 2020 qui pourra être différent de celui effectif à la date de réalisation de la Restructuration.

### 8.2 Analyse de la structure financière post Restructuration

Les effets des différentes étapes de la Restructuration sur la dette brute, la trésorerie et les fonds propres selon différents scénarios sont détaillés dans les paragraphes suivants.

Ces analyses ont été réalisées par référence aux données ressortant du bilan consolidé de la Société au 31 décembre 2020. Nous précisons qu'elles n'intègrent notamment pas l'impact des flux opérationnels postérieurs à cette date, du remboursement des Intérêts Non Affectés (§6.2.1), du paiement d'environ 16M€ au titre de la Commission de Lock-Up Early Bird et de la Commission de Participation au Lock-up et, d'une manière plus générale, de l'ensemble des coûts associés à l'Opération (§6.3.10).

Nous n'avons pas non plus considéré l'impact de l'exercice des BSA qui apparaît théorique au regard des résultats de nos travaux de valorisation.

## 8.2.1 Incidence de la Restructuration sur la dette brute

Relevons ici que, pour les développements qui figurent dans ce rapport, nous retenons le montant de la dette financière du Groupe pour son montant nominal, indépendamment de son montant à établir selon les règles IFRS ou de sa valeur de marché pour les créanciers.

Nous présentons ci-après l'impact de la mise en œuvre de la Restructuration sur la dette brute de la Société selon les différents scénarios de Take-up :

Figure 59 - Evolution de la dette financière brute du Groupe

En k	Take-up 0%	Take-up 18%	Take-up 25%	Take-up 50%	Take-up 75%	Take-up 100%
Principal des Obligations	1 755 000	1 755 000	1 755 000	1 755 000	1 755 000	1 755 000
Intérêts Restructurés	62 897	62 897	62 897	62 897	62 897	62 897
<b>Total Obligations</b>	<b>1 817 897</b>	<b>1 817 897</b>	<b>1 817 897</b>	<b>1 817 897</b>	<b>1 817 897</b>	<b>1 817 897</b>
RCF	1 712 160	1 712 160	1 712 160	1 712 160	1 712 160	1 712 160
Intérêts Restructurés	17 136	17 136	17 136	17 136	17 136	17 136
<b>Total RCF</b>	<b>1 729 296</b>	<b>1 729 296</b>	<b>1 729 296</b>	<b>1 729 296</b>	<b>1 729 296</b>	<b>1 729 296</b>
<b>Dette financière brute avant Restructuration</b>	<b>3 547 192</b>	<b>3 547 192</b>	<b>3 547 192</b>	<b>3 547 192</b>	<b>3 547 192</b>	<b>3 547 192</b>
PGE (§6.3.1)	262 000	262 000	262 000	262 000	262 000	262 000
Remboursement des Créances Converties (§6.3.2)	(211 669)	(211 669)	(211 669)	(211 669)	(211 669)	(211 669)
Remboursement des Créances Banques Commerciales (§6.3.2)	(50 331)	(50 331)	(50 331)	(50 331)	(50 331)	(50 331)
Remboursement des Créances Restructurées (§6.3.2)	(262 000)	(262 000)	(262 000)	(262 000)	(262 000)	(262 000)
Abandon de créances (§6.3.6)	(168 792)	(168 792)	(168 792)	(168 792)	(168 792)	(168 792)
Conversion au titre du paiement du prix de souscription des BSA (§6.3.7)	(303)	(303)	(303)	(303)	(303)	(303)
Augmentation de capital Réservee (conversion Créances Converties) (§6.3.8)	(1 331 000)	(1 331 000)	(1 331 000)	(1 331 000)	(1 331 000)	(1 331 000)
Garantie/backstop Augmentation de capital DPS (§6.3.9)	(299 724)	(244 775)	(224 793)	(149 862)	(74 931)	-
Remboursement Créances Converties Augmentation de capital DPS (§6.3.9)	-	(54 949)	(74 931)	(149 862)	(224 793)	(299 724)
Augmentation de capital DPS (§6.3.9)	(299 724)	(299 724)	(299 724)	(299 724)	(299 724)	(299 724)
<b>Dette financière brute résiduelle après Restructuration</b>	<b>1 747 373</b>	<b>1 747 373</b>	<b>1 747 373</b>	<b>1 747 373</b>	<b>1 747 373</b>	<b>1 747 373</b>
<b>Variation</b>	<b>(1 799 819)</b>	<b>(1 799 819)</b>	<b>(1 799 819)</b>	<b>(1 799 819)</b>	<b>(1 799 819)</b>	<b>(1 799 819)</b>
Nouvelles Obligations	1 023 373	1 023 373	1 023 373	1 023 373	1 023 373	1 023 373
RCF Réinstallé	462 000	462 000	462 000	462 000	462 000	462 000
PGE	262 000	262 000	262 000	262 000	262 000	262 000

Source : Société et analyses FINEXSI

Nous observons que :

- La mise en œuvre de la Restructuration permettra une diminution de la dette brute de la Société d'environ 1 800M€ pour la ramener à 1 747M€ soit une diminution d'environ 50% et ce, quel que soit le scénario de Take-up ;
- La seule différence existante entre les différents scénarios de Take-up se situe au niveau de l'Augmentation de capital DPS. Pour rappel, cette augmentation de capital, dont la trésorerie générée par le paiement des prix de souscription est destinée au remboursement des Créances Restructurées, est garantie par les titulaires desdites créances. Le paiement du prix de souscription en cas de mise en œuvre de cette garantie étant réalisé en intégralité par voie de compensation de créances, l'Augmentation de capital DPS conduira à une diminution de la dette brute d'environ 300M€ au moyen d'un remboursement ou d'une conversion de créances selon le scénario de Take-up envisagé.

## 8.2.2 Incidence de la Restructuration sur la trésorerie de la Société

Nous avons également simulé l'impact de la Restructuration en termes de trésorerie pour la Société selon les différents scénarios de Take-up :

Figure 60 - Impact de la Restructuration sur la trésorerie consolidée de la Société

En k€	Take-up 0%	Take-up 18%	Take-up 25%	Take-up 50%	Take-up 75%	Take-up 100%
<b>Trésorerie au 31 décembre 2020</b>	<b>1 389 533</b>	<b>1 389 533</b>	<b>1 389 533</b>	<b>1 389 533</b>	<b>1 389 533</b>	<b>1 389 533</b>
Païement prix de souscription Augmentation de capital DPS (§6.3.9)	-	54 949	74 931	149 862	224 793	299 724
<b>Trésorerie générée par les augmentations de capital</b>	<b>-</b>	<b>54 949</b>	<b>74 931</b>	<b>149 862</b>	<b>224 793</b>	<b>299 724</b>
<b>Trésorerie générée par le PGE (§6.3.1)</b>	<b>262 000</b>	<b>262 000</b>	<b>262 000</b>	<b>262 000</b>	<b>262 000</b>	<b>262 000</b>
Remboursement Créances Converties Augmentation de capital DPS (§6.3.9)	-	(54 949)	(74 931)	(149 862)	(224 793)	(299 724)
Remboursement des Créances Converties (§6.3.2)	(211 669)	(211 669)	(211 669)	(211 669)	(211 669)	(211 669)
Remboursement des Créances Banques Commerciales (§6.3.2)	(50 331)	(50 331)	(50 331)	(50 331)	(50 331)	(50 331)
<b>Remboursement dettes</b>	<b>(262 000)</b>	<b>(316 949)</b>	<b>(336 931)</b>	<b>(411 862)</b>	<b>(486 793)</b>	<b>(561 724)</b>
<b>Trésorerie générée par la Restructuration</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>

Source : Société et analyses FINEXSI

Il ressort de cette analyse que la Restructuration n'aura pas d'impact sur la trésorerie consolidée de la Société :

- La trésorerie générée par l'Augmentation de capital DPS sera intégralement consacrée au remboursement des Créances Converties ;
- La trésorerie générée par le PGE viendra compenser le remboursement des Créances Converties et des Créances Commerciales.

À titre informatif, l'exercice des BSA conduirait à une augmentation additionnelle de la trésorerie de 306 761 027€<sup>47</sup>.

## 8.2.3 Incidence de la Restructuration sur les fonds propres de la Société

Nous présentons ci-après l'incidence de la Restructuration sur les fonds propres consolidés de la Société. Ces derniers seront impactés à hauteur du montant des différentes émissions d'instruments donnant accès au capital, ainsi que par l'abandon de créances consenti par les Banques Commerciales.

Nous précisons que les chiffres présentés ci-après ne sont qu'une approximation dans la mesure où ils n'intègrent que les principaux impacts attendus au titre de l'Opération<sup>48</sup>.

<sup>47</sup> Nombre potentiel d'actions BSA total, soit 30 342 337, multiplié par le prix d'exercice unitaire de 10,11€.

<sup>48</sup> L'impact fiscal de l'abandon de créance des Banques Commerciales n'est notamment pas intégré.

Figure 61 - Impact de la Restructuration sur les fonds propres de la Société

En k€	Take-up 0%	Take-up 18%	Take-up 25%	Take-up 50%	Take-up 75%	Take-up 100%
Fonds propres 31 décembre 2020	133 677	133 677	133 677	133 677	133 677	133 677
Intérêts minoritaires	(320 777)	(320 777)	(320 777)	(320 777)	(320 777)	(320 777)
<b>Fonds propres part du groupe 31 décembre 2020</b>	<b>(187 100)</b>	<b>(187 100)</b>	<b>(187 100)</b>	<b>(187 100)</b>	<b>(187 100)</b>	<b>(187 100)</b>
Remboursement Créances Converties Augmentation de capital DPS (§6.3.9)	-	54 949	74 931	149 862	224 793	299 724
Garantie/backstop Augmentation de capital DPS (§6.3.9)	299 724	244 775	224 793	149 862	74 931	-
Augmentation de capital Réservee (conversion Créances Converties) (§6.3.8)	1 331 000	1 331 000	1 331 000	1 331 000	1 331 000	1 331 000
Abandon de créances des Banques Commerciales (§6.3.6)	168 792	168 792	168 792	168 792	168 792	168 792
Conversion au titre du paiement du prix de souscription des BSA (§6.3.7)	303	303	303	303	303	303
<b>Fonds propres après Restructuration</b>	<b>1 612 719</b>	<b>1 612 719</b>	<b>1 612 719</b>	<b>1 612 719</b>	<b>1 612 719</b>	<b>1 612 719</b>
<b>Impact de la Restructuration</b>	<b>1 799 819</b>	<b>1 799 819</b>	<b>1 799 819</b>	<b>1 799 819</b>	<b>1 799 819</b>	<b>1 799 819</b>

Source : Société et analyses FINEXSI

A fin décembre 2020, les fonds propres consolidés part du Groupe s'établissent à -187,1M€. Ils devraient être ramenés à un montant proche de 1 613M€ après Restructuration. L'absence d'évolution sur les scénarios de 0% à 100% de Take-up provient de la garantie de l'Augmentation de capital DPS par les titulaires des Créances Converties par voie de compensation de créances qui assurent la souscription de la totalité de celle-ci.

A titre informatif, l'exercice des BSA conduirait à une augmentation additionnelle des fonds propres de 306 761 027€.

### 8.3 Incidence de la Restructuration sur la situation de l'actionnaire en termes de dilution

Le tableau ci-après reprend les évolutions du nombre de titres que détiennent les actionnaires et des Créanciers à la suite de chaque étape de la Restructuration :

Figure 62 - Actionnariat après Restructuration et avant exercice des BSA

En k	Take-up 0%		Take-up 18%		Take-up 25%		Take-up 50%		Take-up 75%		Take-up 100%	
	Nombre	%	Nombre	%	Nombre	%	Nombre	%	Nombre	%	Nombre	%
Actions avant Restructuration (hors autodétention)	11 449	5,0%	11 449	5,0%	11 449	5,0%	11 449	5,0%	11 449	5,0%	11 449	5,0%
Augmentation de capital DPS	-	0,0%	9 708	4,2%	13 239	5,8%	26 477	11,6%	39 716	17,3%	52 955	23,1%
<b>Total actionnaires</b>	<b>11 449</b>	<b>5,0%</b>	<b>21 157</b>	<b>9,2%</b>	<b>24 687</b>	<b>10,8%</b>	<b>37 926</b>	<b>16,6%</b>	<b>51 165</b>	<b>22,3%</b>	<b>64 403</b>	<b>28,1%</b>
BPI	1 667	0,7%	5 201	2,3%	5 201	2,3%	5 201	2,3%	5 201	2,3%	5 201	2,3%
NSC	1 667	0,7%	7 851	3,4%	7 851	3,4%	7 851	3,4%	7 851	3,4%	7 851	3,4%
Autres actionnaires	8 114	3,5%	8 114	3,5%	11 635	5,1%	24 874	10,9%	38 113	16,6%	51 351	22,4%
Augmentation de capital DPS	52 955	23,1%	43 246	18,9%	39 716	17,3%	26 477	11,6%	13 239	5,8%	-	0,0%
Augmentation de capital Réservee	164 524	71,9%	164 524	71,9%	164 524	71,9%	164 524	71,9%	164 524	71,9%	164 524	71,9%
<b>Total Créanciers</b>	<b>217 479</b>	<b>95,0%</b>	<b>207 771</b>	<b>90,8%</b>	<b>204 240</b>	<b>89,2%</b>	<b>191 002</b>	<b>83,4%</b>	<b>177 763</b>	<b>77,7%</b>	<b>164 524</b>	<b>71,9%</b>
<b>Total</b>	<b>228 928</b>	<b>100,0%</b>	<b>228 928</b>	<b>100,0%</b>	<b>228 928</b>	<b>100,0%</b>	<b>228 928</b>	<b>100,0%</b>	<b>228 928</b>	<b>100,0%</b>	<b>228 928</b>	<b>100,0%</b>
Dont actionnaires historiques	8 114	3,5%	8 114	3,5%	11 635	5,1%	24 874	10,9%	38 113	16,6%	51 351	22,4%
Dont BPI	1 667	0,7%	5 201	2,3%	5 201	2,3%	5 201	2,3%	5 201	2,3%	5 201	2,3%
Dont NSC	1 667	0,7%	7 851	3,4%	7 851	3,4%	7 851	3,4%	7 851	3,4%	7 851	3,4%
Dont Autres Créanciers	217 479	95,0%	207 771	90,8%	204 240	89,2%	191 002	83,4%	177 763	77,7%	164 524	71,9%

Source : Société et analyses FINEXSI

L'impact de l'Opération sur l'actionnariat, tel que présenté dans le tableau ci-dessus, avant exercice des BSA, appelle de notre part les commentaires suivants :

- Le scénario de Take-up à 0% est présenté uniquement à titre informatif dans la mesure où il n'est pas vraisemblable du fait des engagements de souscription des Actionnaires de Référence susvisés ;
- Il convient de noter que le nombre final d'actions après la Restructuration est constant, quel que soit le niveau de Take-up dans la mesure où les titulaires des Créances Converties se sont engagés à garantir l'Augmentation de capital DPS par voie de compensation de leurs créances ;
- L'impact de l'Opération sur l'actionnariat post-Restructuration de la Société résulte essentiellement de l'effet de l'Augmentation de capital Réservee au prix d'exercice de 8,09€ dont le quantum est significativement plus important que celui de l'Augmentation de capital DPS au prix d'exercice de 5,66€ ;
- Les actions issues de l'Augmentation de capital Réservee émises à un prix de 8,09€ représentent ainsi un pourcentage dans le capital très significatif (environ 71,9%) ;
- Le niveau de Take-up joue, quant à lui, un rôle prédominant sur la position des actionnaires dans le capital post Restructuration avec un pourcentage variant de 28,1% à 5%<sup>49</sup> selon qu'ils souscrivent ou non à l'Augmentation de capital DPS ;
- Les titulaires des Créances Converties verront leur participation au capital augmentée à hauteur de la part de l'Augmentation de capital DPS non souscrite par les actionnaires. Dans ce contexte, ils pourront bénéficier du prix décoté de l'Augmentation de capital DPS. Le bénéfice de l'accès à ce prix décoté est néanmoins à mettre en perspective de l'augmentation de l'exposition au risque actions en lieu et place d'un paiement en espèces ;
- Du fait de leurs engagement de souscription à l'Augmentation de capital DPS, BPIFRANCE PARTICIPATIONS et NSC détiendraient respectivement 2,3% et 3,4% du capital de VALLOUREC après Restructuration ;
- S'agissant des futurs Actionnaires de Référence, APOLLO et SVPGLOBAL :
  - APOLLO détiendrait entre 29,3%<sup>50</sup> (si seuls NSC et BPI souscrivent à l'Augmentation de capital DPS) et 23,2% en cas de Take-up à 100% ;
  - SVPGLOBAL, détiendrait entre 15,1%<sup>51</sup> (si seuls NSC et BPI souscrivent à l'Augmentation de capital DPS) et 11,9% en cas de Take-up à 100%.

Nous présentons ci-après une analyse similaire mais qui tient compte cette fois de l'exercice des BSA octroyés aux Banques Commerciales.

<sup>49</sup> En considérant le scénario théorique d'absence de souscription des Actionnaires de Référence.

<sup>50</sup> Avant exercice des BSA.

<sup>51</sup> Avant exercice des BSA.



Figure 63 - Actionariat après Restructuration et après exercice des BSA

Source : Société et analyses FINEXSI

En k	Take-up 0%		Take-up 18%		Take-up 25%		Take-up 50%		Take-up 75%		Take-up 100%	
	Nombre	%	Nombre	%	Nombre	%	Nombre	%	Nombre	%	Nombre	%
Actions avant Restructuration (hors autodétention)	11 449	4,4%	11 449	4,4%	11 449	4,4%	11 449	4,4%	11 449	4,4%	11 449	4,4%
Augmentation de capital DPS	-	0,0%	9 708	3,7%	13 239	5,1%	26 477	10,2%	39 716	15,3%	52 955	20,4%
<b>Total actionnaires</b>	<b>11 449</b>	<b>4,4%</b>	<b>21 157</b>	<b>8,2%</b>	<b>24 687</b>	<b>9,5%</b>	<b>37 926</b>	<b>14,6%</b>	<b>51 165</b>	<b>19,7%</b>	<b>64 403</b>	<b>24,8%</b>
BPI	1 667	0,6%	5 201	2,0%	5 201	2,0%	5 201	2,0%	5 201	2,0%	5 201	2,0%
NSC	1 667	0,6%	7 851	3,0%	7 851	3,0%	7 851	3,0%	7 851	3,0%	7 851	3,0%
Autres actionnaires	8 114	3,1%	8 114	3,1%	11 635	4,5%	24 874	9,6%	38 113	14,7%	51 351	19,8%
Augmentation de capital DPS	52 955	20,4%	43 246	16,7%	39 716	15,3%	26 477	10,2%	13 239	5,1%	-	0,0%
Augmentation de capital Réserve	164 524	63,5%	164 524	63,5%	164 524	63,5%	164 524	63,5%	164 524	63,5%	164 524	63,5%
<b>Total Créanciers</b>	<b>217 479</b>	<b>83,9%</b>	<b>207 771</b>	<b>80,1%</b>	<b>204 240</b>	<b>78,8%</b>	<b>191 002</b>	<b>73,7%</b>	<b>177 763</b>	<b>68,6%</b>	<b>164 524</b>	<b>63,5%</b>
<b>BSA Banques Commerciales</b>	<b>30 342</b>	<b>11,7%</b>	<b>30 342</b>	<b>11,7%</b>	<b>30 342</b>	<b>11,7%</b>	<b>30 342</b>	<b>11,7%</b>	<b>30 342</b>	<b>11,7%</b>	<b>30 342</b>	<b>11,7%</b>
<b>Total</b>	<b>259 270</b>	<b>100,0%</b>	<b>259 270</b>	<b>100,0%</b>	<b>259 270</b>	<b>100,0%</b>	<b>259 270</b>	<b>100,0%</b>	<b>259 270</b>	<b>100,0%</b>	<b>259 270</b>	<b>100,0%</b>
Dont actionnaires historiques	8 114	3,1%	8 114	3,1%	11 635	4,5%	24 874	9,6%	38 113	14,7%	51 351	19,8%
Dont BPI	1 667	0,6%	5 201	2,0%	5 201	2,0%	5 201	2,0%	5 201	2,0%	5 201	2,0%
Dont NSC	1 667	0,6%	7 851	3,0%	7 851	3,0%	7 851	3,0%	7 851	3,0%	7 851	3,0%
Dont Autres Créanciers	217 479	83,9%	207 771	80,1%	204 240	78,8%	191 002	73,7%	177 763	68,6%	164 524	63,5%
Dont Banques Commerciales	30 342	11,7%	30 342	11,7%	30 342	11,7%	30 342	11,7%	30 342	11,7%	30 342	11,7%

Ce scénario dans lequel les Banques Commerciales se verraient octroyer 11,7% du capital de VALLOUREC après Restructuration suit les mêmes mécaniques d'évolution que celles présentées ci-avant, avec néanmoins une dilution de l'ensemble des parties prenantes énumérées en Figure 62 du fait de l'impact dilutif des BSA.

Nous rappelons que, par référence à nos résultats de nos travaux de valorisation, les BSA ressortent en dehors de la monnaie. De ce point de vue, ce scénario apparaît théorique.

## 8.4 Prix de souscription moyen des actionnaires et des Créanciers

Nous présentons ci-après le prix moyen de souscription pour les différentes parties prenantes aux augmentations de capital que sont les actionnaires et les Créanciers.

Figure 64 - Prix moyen de souscription des Actionnaires et des Créanciers

	Take-up 0%			Take-up 18%			Take-up 25%			Take-up 50%			Take-up 75%			Take-up 100%		
	Valeur	Nb actions	Val / action	Valeur	Nb actions	Val / action	Valeur	Nb actions	Val / action	Valeur	Nb actions	Val / action	Valeur	Nb actions	Val / action	Valeur	Nb actions	Val / action
<b>Pour les Créanciers</b>																		
Augmentation de capital DPS	299 724	52 955	5,66	244 775	43 246	5,66	224 793	39 716	5,66	149 862	26 477	5,66	74 931	13 239	5,66	-	-	-
Augmentation de capital Réserve	1 331 000	164 524	8,09	1 331 000	164 524	8,09	1 331 000	164 524	8,09	1 331 000	164 524	8,09	1 331 000	164 524	8,09	1 331 000	164 524	8,09
<b>Prix de souscription moyen Créanciers</b>	<b>1 630 724</b>	<b>217 479</b>	<b>7,50</b>	<b>1 575 775</b>	<b>207 771</b>	<b>7,58</b>	<b>1 555 793</b>	<b>204 240</b>	<b>7,62</b>	<b>1 480 862</b>	<b>191 002</b>	<b>7,75</b>	<b>1 405 931</b>	<b>177 763</b>	<b>7,91</b>	<b>1 331 000</b>	<b>164 524</b>	<b>8,09</b>
<b>Pour les actionnaires :</b>																		
Augmentation de capital DPS	-	-	-	54 949	9 708	5,66	74 931	13 239	5,66	149 862	26 477	5,66	224 793	39 716	5,66	299 724	52 955	5,66
<b>Prix de souscription moyen actionnaires</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>54 949</b>	<b>9 708</b>	<b>5,66</b>	<b>74 931</b>	<b>13 239</b>	<b>5,66</b>	<b>149 862</b>	<b>26 477</b>	<b>5,66</b>	<b>224 793</b>	<b>39 716</b>	<b>5,66</b>	<b>299 724</b>	<b>52 955</b>	<b>5,66</b>

Source : Société et analyses FINEXSI

Nous relevons que le prix de souscription moyen des actionnaires ressort toujours inférieur à celui des Créanciers. Le différentiel est d'autant plus important que le niveau de Take-up est élevé.

Par ailleurs, nous observons que le prix de souscription moyen des Créanciers de 7,50€ serait toujours significativement supérieur au prix décoté de 5,66€ de l'Augmentation de capital DPS dans le cas où les Actionnaires ne participaient pas à cette dernière.

## **8.5 Incidence de la Restructuration sur la situation des actionnaires en termes de création de valeur théorique**

Nous présentons ci-après, la simulation de l'impact théorique de la Restructuration sur le patrimoine des actionnaires.

Pour ce faire, nous avons simulé l'incidence de la Restructuration sur le patrimoine d'un actionnaire qui détiendrait 100 actions avant la Restructuration, selon un prix de revient théorique et en fonction de différents niveaux de souscription de l'Augmentation de capital DPS.

Notre analyse a consisté à comparer, en fonction des différents scénarios de Take-up, l'évolution entre :

- Le patrimoine pré-Restructuration des actionnaires reflété par (i) la valorisation boursière de la Société qui présente un caractère liquide augmentée (ii) du montant payé au titre du prix de souscription de l'Augmentation de capital DPS selon les différents scénarios de Take-up ;
- Le patrimoine théorique post-Restructuration des actionnaires constitué de la valeur des actions détenues dans le capital de la Société post-Opération par référence aux valeurs par action résultant de nos travaux de valorisation.

Il est rappelé que le nombre d'actions composant le capital à l'issue de la Restructuration resterait constant quel que soit le niveau de souscription des actionnaires. De la même manière, le Take-up n'influe pas sur la valeur de la Société post-Opération. Dès lors, le niveau de souscription à l'Augmentation de capital DPS d'un actionnaire pris individuellement n'a pas d'influence sur le patrimoine des autres actionnaires.

L'analyse a été menée sur la base de :

- La fourchette de valeurs par action post Restructuration issue de notre valorisation DCF comprise entre 7,92€ et 9,47€, avec une valeur centrale de 8,70€ par action VALLOUREC ;
- La prise en compte de deux niveaux de prix d'acquisition historiques pour l'actionnaire existant (le CMPV 60 jours avant l'annonce des modalités de l'Accord de Principe soit en date du 1<sup>er</sup> février 2021 de 26,11€ et le CMPV 60 jours au 29 mars 2021 de 30,39€, étant rappelé que la rotation sur ces périodes représente respectivement 200% et 162% du flottant) ;
- Son niveau de souscription à l'Augmentation de capital DPS entre 0% et 100% par tranche de 25%, en plus du scénario de 18,3% correspondant au scénario dans lequel NSC et BPIFRANCE PARTICIPATIONS investissent respectivement 35 M€ et 20 M€ dans le cadre de l'Augmentation de capital DPS.

Pour nos analyses, nous n'avons pas tenu compte de la valeur des DPS, dans l'hypothèse où l'actionnaire souhaiterait les céder. Le prix auquel un actionnaire pourra théoriquement céder ses DPS sur le marché évoluera fortement en fonction du nombre de DPS que la totalité des actionnaires mettront à disposition du marché. En d'autres termes, moins l'augmentation de capital sera souscrite, plus le nombre de DPS en vente sur le marché sera élevé, ce qui entraînera une forte pression à la baisse sur le prix des DPS.

Les tableaux d'évolution de patrimoine présentés ci-dessous n'intègrent donc pas l'éventuel produit de cession des DPS qui ne seraient pas exercés par l'actionnaire titulaire. Ces taux reflètent donc une valeur plancher, qui peut être éventuellement bonifiée du prix de cession de ces DPS dont nous présenterons la valeur théorique.

Nous rappelons que les BSA ressortent en dehors de la monnaie par référence à nos travaux de valorisation. Dès lors, nous n'avons pas considéré leur exercice dans le cadre de nos analyses.

### 8.5.1 Sur la base du CMPV 60 jours au 29 mars 2021

Sur la base des hypothèses décrites ci-avant, la situation théorique des actionnaires après l'ensemble des étapes dilutives et relatives de la Restructuration se présenterait comme suit en considérant :

- Un patrimoine pré-Restructuration déterminé par référence à une valeur par action de 30,66€, soit le CMPV 60 jours au 29 mars 2021 ;
- Un patrimoine théorique post-Restructuration déterminé par référence à trois scénarios de valeur par action VALLOUREC post-Restructuration : valeur basse (7,92€), centrale (8,70€) et haute (9,47€) découlant de la mise en œuvre de notre approche de valorisation DCF.

**Figure 65 - Analyse de sensibilité de l'impact théorique de la Restructuration sur le patrimoine post-Opération de l'actionnaire en fonction du % de DPS exercés et de la valeur post Restructuration**

		% DPS exercés par l'actionnaire détenant 100 actions Vallourec					
		0%	18%	25%	50%	75%	100%
<b>Gain / (perte) actionnaire (%)</b>	<b>Valeur basse post Restructuration (7,92€)</b>	(74,2%)	(58,7%)	(54,1%)	(40,0%)	(29,6%)	(21,6%)
	<b>Valeur centrale post Restructuration (8,70€)</b>	(71,6%)	(54,7%)	(49,6%)	(34,1%)	(22,7%)	(13,9%)
	<b>Valeur haute post Restructuration (9,47€)</b>	(69,1%)	(50,6%)	(45,1%)	(28,3%)	(15,8%)	(6,2%)

Source : analyses FINEXSI

Afin d'illustrer ce tableau, prenons l'exemple d'un actionnaire qui détiendrait 100 actions préalablement à l'Opération et qui souscrirait à l'Augmentation de capital DPS à hauteur de 100% de ses DPS<sup>52</sup> en considérant une valeur théorique post-Restructuration résultant de la valeur centrale de notre approche DCF soit 8,70€ :

**Figure 66 - Impact théorique de la Restructuration sur le patrimoine d'un actionnaire détenant 100 actions VALLOUREC sur la base du CMPV 60 jours au 29 mars 2021**

<b>Détermination du % dans le capital de l'actionnaire</b>		
Nombre d'actions détenues	(a)	100
Nombre d'actions au 31 décembre 2020 (hors autodétention)	(b)	11 449
% dans le capital	(c)=(a)/(b)	0,0009%
<b>Détermination du montant investi par l'actionnaire</b>		
CMPV 60 jours au 29 mars 2021	(d)	30,66
Valeur actions détenues (€)	(e)=(d)*(a)	3 066
% exercice DPS	(f)	100%
Montant Augmentation de capital DPS	(g)	299 724
Prix souscription Augmentation de capital DPS	(h)	5,66
Nombre d'actions émises Augmentation de capital DPS	(i)	52 955
Paieement du prix d'exercice	(j)=(h)*(c)*(f)*(i)	2 618
<b>Montant investi par l'actionnaire</b>	<b>(k)=(e)+(j)</b>	<b>5 684</b>
Nombre d'actions pré-Restructuration	(a)	100
Nombre d'actions Augmentation de capital DPS	(k)=(c)*(f)*(i)	463
Nombre d'actions détenues post-Restructuration	(l)=(a)+(k)	563
Valeur Post DCF (valeur centrale)	(m)	8,70
<b>Patrimoine actionnaire post-Restructuration</b>	<b>(n)=(l)*(m)</b>	<b>4 893</b>
<b>Gain / (perte) actionnaire</b>	<b>(o)=(n)-(k)</b>	<b>(791)</b>
<b>Gain / (perte) actionnaire (%)</b>		<b>(13,9%)</b>

Source : Société et analyses FINEXSI

Dans le scénario envisagé (Take-up de 100% et patrimoine théorique post-Restructuration déterminé par rapport à la valeur centrale de notre approche DCF), le montant investi par l'actionnaire s'établirait à 5 684€ dont un paiement de 2 618€ au titre du paiement du prix de souscription de l'Augmentation de capital DPS (soit 46,1% du montant investi).

La valeur du patrimoine de cet actionnaire s'établirait à l'issue de l'Opération à 563 actions représentant, sur la base de la valeur centrale résultant de notre approche DCF de 8,70€, 4 893€, soit une diminution d'environ 13,9% au regard de son investissement initial.

<sup>52</sup> Notre analyse ne tient pas compte de l'impact des rompus.

Ces tableaux appellent les commentaires suivants :

- Les taux de gain et perte sont théoriques et ne correspondent pas pour l'actionnaire à une plus ou moins-value immédiate, mais à une plus ou moins-value théorique sur la base d'un cours cible à un horizon indéterminé qui intègre la réussite du plan et une hypothèse de valeur de la Société équivalent aux résultats de notre approche DCF ;
- Ces taux théoriques doivent s'apprécier à l'aune des risques encourus par l'actionnaire et du taux de rentabilité qu'il exige de son investissement ;
- La perte théorique de l'actionnaire sur son investissement initial est très significative (69,1% à 74,2% selon la valeur post-Restructuration considérée), dès lors que celui-ci n'exerce aucun de ses DPS dans le cadre de l'Augmentation de capital DPS ;
- La participation de l'actionnaire à l'Augmentation de capital à hauteur de l'exercice de l'intégralité de ses DPS lui permet de limiter significativement la dilution de son investissement initial avec une perte théorique comprise entre (21,6)% et (6,2)%. Néanmoins, ce recouvrement nécessite le décaissement par l'actionnaire du prix de souscription de l'Augmentation de capital DPS ;
- La souscription collective des actionnaires à l'Augmentation de capital DPS n'a pas d'impact sur la perte théorique de l'actionnaire individuel sur son investissement initial.

Nous rappelons que cette analyse n'intègre pas la cession des DPS par l'actionnaire dans le cas où il ne les exercerait pas en totalité, *i.e.* elle n'intègre pas le produit de cession de ces DPS et reflète donc de ce point de vue une valeur plancher.

Ne pouvant présager de la valeur de marché du DPS, nous présentons néanmoins ci-après le calcul de la valeur économique de celui-ci fondé sur le CMPV 60 jours de l'action VALLOUREC au 29 mars 2021, étant précisé que le séquençement des opérations de restructuration présenté ci-après n'est pas celui prévu dans le cadre de l'Opération.

Figure 67 - Valeur économique du DPS sur la base du CMPV 60 jours au 29 mars 2021

	VFP (k€)	Nombre d'actions (k)	Valeur par action
<b>Valeur de Fonds Propres (VFP) avant Restructuration</b>	<b>351 011</b>	<b>11 449</b>	<b>30,66 €</b>
Augmentation de capital Réserve	1 331 000	164 524	8,09 €
<b>VFP post Augmentation de capital Réserve</b>	<b>1 682 011</b>	<b>175 973</b>	<b>9,56 €</b>
Abandon de créances	168 488		
Prix de souscription des BSA	303		
<b>VFP post abandon de créances</b>	<b>1 850 803</b>	<b>175 973</b>	<b>10,52 €</b>
Coûts estimés de la transaction	(80 000)		
<b>VFP post coûts estimés de la transaction (a)</b>	<b>1 770 803</b>	<b>175 973</b>	<b>10,06 €</b>
Augmentation de capital DPS	299 724	52 955	5,66 €
<b>VFP post Augmentation de capital DPS (b)</b>	<b>2 070 527</b>	<b>228 928</b>	<b>9,04 €</b>
<b>VFP post Restructuration</b>	<b>2 070 527</b>	<b>228 928</b>	<b>9,04 €</b>
<b>Valeur économique du DPS (a)-(b)</b>			<b>1,02 €</b>

Source : Société et analyses FINEXSI

Le calcul effectué tend à refléter la valeur économique du DPS. Plus précisément, nous n'avons pas considéré la valeur du DPS aux seules bornes de l'Augmentation de capital DPS, ce qui aurait consisté à déterminer celle-ci au regard du différentiel de cours théorique avant et après ladite augmentation par référence à la chronologie des opérations envisagées dans le cadre de la Restructuration.

Il nous semble que cette approche conduirait à largement surévaluer la valeur du DPS car elle n'intégrerait pas l'impact des opérations intervenant postérieurement à l'Augmentation de capital DPS par référence à la chronologie prévues pour la Restructuration.

La cotation du DPS à cette valeur théorique nous semble toutefois peu probable, compte tenu :

- De l'évolution non prévisible de la valeur boursière de l'action entre le 29 mars 2021 et la date de réalisation de l'Opération ;
- De la volumétrie des augmentations de capital envisagées ;
- De la dilution variable puisque dépendant d'un comportement collectif des actionnaires.

### 8.5.2 Sur la base du CMPV 60 jours au 1<sup>er</sup> février 2021

Nous avons conduit une analyse identique à celle présentée ci-avant mais en considérant un patrimoine des actionnaires pré-Restructuration par référence au CMPV 60 jours de l'action VALLLOUREC observé au 1<sup>er</sup> février 2021<sup>53</sup>, soit 26,11€.

Figure 68 - Analyse de sensibilité en fonction du % de DPS exercés et de la valeur post Restructuration

		% DPS exercés par l'actionnaire détenant 100 actions Vallourec					
		0%	18%	25%	50%	75%	100%
<b>Gain / (perte) actionnaire (%)</b>	<b>Valeur basse post Restructuration (7,92€)</b>	(69,7%)	(52,6%)	(47,7%)	(33,0%)	(22,6%)	(14,7%)
	<b>Valeur centrale post Restructuration (8,70€)</b>	(66,7%)	(48,0%)	(42,6%)	(26,5%)	(15,0%)	(6,4%)
	<b>Valeur haute post Restructuration (9,47€)</b>	(63,7%)	(43,4%)	(37,4%)	(19,9%)	(7,5%)	1,9%

Source : Société et analyses FINEXSI

Les mêmes remarques que celles formulées dans le cadre de l'analyse par référence au CMPV 60 jours s'appliquent aux résultats résultant de cette approche étant précisé que :

- Le niveau de CMPV au 1<sup>er</sup> février 2021 de 26,11€ étant inférieur à celui observé au 29 mars 2021, l'effet dilutif de la Restructuration sur l'investissement initial de l'actionnaire est plus limité ;
- Dans cette hypothèse, la perte théorique de l'actionnaire serait comprise entre 63,7% et 69,7% en l'absence de souscription à l'Augmentation de capital DPS ;
- L'impact théorique de l'Opération sur le patrimoine de l'actionnaire souscrivant l'Augmentation de capital DPS serait compris entre (14,7)% et +1,9% selon la valorisation post-Restructuration considérée.

Dans cette hypothèse, la valeur du DPS, déterminée selon la même approche que celle développée ci-avant, s'établirait à 0,95€.

<sup>53</sup> Dernier jour de cotation de l'action Vallourec avant le communiqué de presse de la Société présentant les modalités de la Restructuration.

### 8.5.3 Valeur par action pre-Restructuration induite se traduisant par une évolution neutre du patrimoine

À titre informatif, nous présentons ci-après le niveau de prix d'investissement initial à partir duquel la Restructuration serait neutre en termes de valeur pour un actionnaire en fonction de son niveau de souscription et de la fourchette de valeurs théoriques issue de notre modélisation DCF.

**Figure 69 - Prix d'investissement initial renvoyant une évolution neutre du patrimoine de l'actionnaire en fonction du % de DPS exercés et de la valeur post Restructuration**

		% DPS exercés par l'actionnaire détenant 100 actions Vallourec					
		0%	18%	25%	50%	75%	100%
<b>Prix d'entrée à partir duquel la Restructuration serait neutre pour l'actionnaire</b>	<b>Valeur basse post Restructuration (7,92€)</b>	7,93 €	9,85 €	10,55 €	13,16 €	15,78 €	18,36 €
	<b>Valeur centrale post Restructuration (8,70€)</b>	8,70 €	11,28 €	12,21 €	15,73 €	19,24 €	22,76 €
	<b>Valeur haute post Restructuration (9,47€)</b>	9,48 €	12,71 €	13,88 €	18,31 €	22,71 €	27,10 €

Source : analyses FINEXSI

À titre d'illustration, la valeur d'acquisition des actions VALLOUREC d'un actionnaire existant renvoyant un impact neutre de la Restructuration pour ce dernier, par référence à la valeur centrale de notre DCF (8,70€) et en considérant qu'il exerce l'intégralité de ses DPS, est de 22,76€.

Nous rappelons que le cours de bourse de VALLOUREC a atteint son plus bas historique de 11,69€ à la clôture du 29 octobre 2020, raison pour laquelle tous les cours de bourse inférieurs à cette valeur plancher sont grisés dans le graphique ci-avant, puisque ceux-ci ne correspondent à aucune réalité économique.

## 8.6 Incidence de la Restructuration sur la situation des Créanciers en termes de création de valeur théorique

A titre informatif, nous présentons ci-après une analyse de la création de valeur pour les Créanciers, similaire à celle réalisée pour les actionnaires en différenciant la position des Banques Commerciales des Autres Créanciers.

### 8.6.1 Evolution du patrimoine des Autres Créanciers

Nous présentons, à titre informatif, une analyse de la création/perte de valeur théorique pour les Autres Créanciers, similaire à celle réalisée pour les actionnaires.



À titre d'illustration, nous présentons également le détail de l'analyse au titre de la valeur centrale du DCF :

Figure 70 - Gain/(perte) théorique des Autres Créanciers

En k	Take-up 0%	Take-up 18%	Take-up 25%	Take-up 50%	Take-up 75%	Take-up 100%
<b>Créances Converties</b>	<b>2 865 766</b>	<b>2 865 766</b>	<b>2 865 766</b>	<b>2 865 766</b>	<b>2 865 766</b>	<b>2 865 766</b>
Remboursement des Créances Restructurées (§6.3.2)	211 669	211 669	211 669	211 669	211 669	211 669
Remboursement dans le cadre de l'Augmentation de capital DPS (§6.3.9)	-	54 949	74 931	149 862	224 793	299 724
Nouvelles Obligations (§6.3.3)	1 023 373	1 023 373	1 023 373	1 023 373	1 023 373	1 023 373
Actions acquises Augmentation de capital DPS au titre de la garantie (§6.3.9)	52 955	43 246	39 716	26 477	13 239	-
Valeur Post DCF (valeur centrale) (€)	8,70	8,70	8,70	8,70	8,70	8,70
<b>Valeur des Actions DPS détenues par les Autres Créanciers</b>	<b>460 526</b>	<b>376 096</b>	<b>345 395</b>	<b>230 263</b>	<b>115 132</b>	<b>-</b>
Actions acquises Augmentation de capital Réservee (§6.3.8)	164 524	164 524	164 524	164 524	164 524	164 524
Valeur Post DCF (valeur centrale) (€)	8,70	8,70	8,70	8,70	8,70	8,70
<b>Valeur des Actions Réservees détenues par les Autres Créanciers</b>	<b>1 430 798</b>	<b>1 430 798</b>	<b>1 430 798</b>	<b>1 430 798</b>	<b>1 430 798</b>	<b>1 430 798</b>
Commission Early Bird et Commission Lock-Up (§6.3.10)	12 853	12 853	12 853	12 853	12 853	12 853
<b>Total patrimoine Autres Créanciers</b>	<b>3 139 219</b>	<b>3 109 739</b>	<b>3 099 019</b>	<b>3 058 818</b>	<b>3 018 618</b>	<b>2 978 417</b>
<b>Gain / (perte) Autres Créanciers</b>	<b>273 453</b>	<b>243 972</b>	<b>233 252</b>	<b>193 052</b>	<b>152 851</b>	<b>112 651</b>
<b>Gain / (perte) Autres Créanciers (%)</b>	<b>9,5 %</b>	<b>8,5 %</b>	<b>8,1 %</b>	<b>6,7 %</b>	<b>5,3 %</b>	<b>3,9 %</b>

Source : analyses FINEXSI

Nous avons considéré l'investissement initial des Autres Créanciers (Obligations d'environ 1 755 M€ et 61,2% du RCF soit environ 1 048 M€ ainsi que les Intérêts Restructurés y afférent) que nous avons comparé aux éléments suivants :

- La trésorerie reçue dans le cadre du remboursement partiel des Créances Restructurées à hauteur de 262 M€ au prorata du poids des Créances Converties dans les Créances Restructurées ;
- La trésorerie issue du remboursement des Créances Restructurées au titre des liquidités perçues par la Société dans le cadre de l'Augmentation de capital DPS ;
- Les Nouvelles Obligations d'environ 1 023 M€ ;
- La valeur des Actions DPS souscrites dans le cadre de l'Augmentation de capital DPS (au titre de la garantie) sur la base de la valeur centrale issue du DCF après Restructuration (soit 8,70€) ;
- La valeur des actions souscrites par compensation de créances au titre de l'Augmentation de capital Réservee (164 524 103 actions converties) sur la base de la valeur centrale issue du DCF après Restructuration (soit 8,70€) ; et
- Les Commissions de Lock-Up Early Bird et de Participation au Lock-up obtenues.

Nous présentons ci-après l'effet théorique de l'Opération selon les différents scénarios de valeur de la Société post-Opération :

Figure 71 - Gain/(perte) théorique des Autres Créanciers

		% Take-up					
		0%	18%	25%	50%	75%	100%
<b>Gain / (perte) Autres Créanciers avant BSA (%)</b>	Valeur basse post Restructuration (7,92€)	3,7%	2,9%	2,6%	1,6%	0,5%	(0,5%)
	Valeur centrale post Restructuration (8,70€)	9,5%	8,5%	8,1%	6,7%	5,3%	3,9%
	Valeur haute post Restructuration (9,47€)	15,4%	14,1%	13,7%	11,9%	10,1%	8,4%

Source : analyses FINEXSI

Il ressort de cette analyse un impact positif de la Restructuration sur le patrimoine des Autres Créanciers dans la quasi-totalité des scénarios envisagés avec<sup>54</sup> :

- Une perte (de 0,5%) ou un gain limité (de 3,9% à 8,4%) dans le cas où les actionnaires souscriraient à l'intégralité de l'Augmentation de capital DPS ;
- Un gain plus significatif pouvant atteindre 14,1% dans le cas de la mise en œuvre de la garantie de ladite augmentation.

### 8.6.2 Evolution du patrimoine des Banques Commerciales

Nous présentons ci-après, à titre informatif, une analyse de la création de valeur pour les Banques Commerciales, similaire à celle réalisée pour les actionnaires.

Figure 72 - Gain/(perte) du patrimoine des Banques Commerciales avant exercice des BSA

En k€	
<b>Créances Banques Commerciales</b>	<b>681 426</b>
Remboursement des Créances Restructurées (§6.3.2)	50 331
RCF Réinstallé (§6.3.4)	462 000
Commission de Lock-up Early Bird (§6.3.10)	3 321
<b>Total patrimoine Banques Commerciales</b>	<b>515 652</b>
<b>Gain / (perte) Banques Commerciales</b>	<b>(165 774)</b>
<b>Gain / (perte) Banques Commerciales (%)</b>	<b>(24,3)%</b>

Source : analyses FINEXSI

Nous rappelons que, dans la mesure où les Banques Commerciales ne détiendront pas d'actions de la Société postérieurement à la Restructuration (avant exercice éventuel de leurs BSA), le scénario de Take-up n'a pas d'influence sur notre analyse.

Nous avons considéré l'investissement initial des Banques Commerciales, *i.e.* les Créances Banques Commerciales (38,8% du RCF, augmenté des Intérêts Restructurés y afférents) que nous avons comparé aux éléments suivants :

- La trésorerie reçue dans le cadre du remboursement partiel des Créances Restructurés ;
- Le RCF Réinstallé de 462M€ ;
- Les Commissions de Lock-Up Early Bird et de Participation au Lock-up obtenues.

Quel que soit le scénario, la valeur théorique du patrimoine des Banques Commerciales diminue de (24,3)% après Restructuration sans tenir compte de l'instrument de retour à meilleure fortune dont celles-ci bénéficient.

<sup>54</sup> Etant précisé que nous excluons toute référence au scénario de Take-up à 0% qui ne se réalisera pas du fait de l'engagement de souscription des Actionnaires de Référence.

Cette perte théorique est néanmoins à apprécier au regard des BSA attribués aux Banques Commerciales dans le cadre de la Restructuration qui leur donneraient la possibilité d'acquérir des actions représentatives de 11,7% du capital à un prix d'exercice de 10,11€.

À titre purement informatif, nous avons déterminé la valeur par action VALLOUREC post-Restructuration qui permettrait un impact neutre de la Restructuration sur le patrimoine théorique des Banques Commerciales, *i.e.* la valeur par action post-Restructuration qui offrirait aux Banques Commerciales d'augmenter leur patrimoine à hauteur de la perte observée ci-avant, soit -165,8M€.

**Figure 73 - Valeur après Restructuration induite par une position neutre des Banques Commerciales après exercice des BSA**

En k	
RCF	664 290
Intérêts Restructurés	17 136
Prix d'exercice des BSA	306 761
<b>Montant investi par les Banques Commerciales après exercice des BSA</b>	<b>988 187</b>
Remboursement partiel des Créances Restructurées à hauteur de 262 M€ au prorata	50 331
RCF Réinsallé	462 000
Actions acquises au titre des BSA	30 342
Valeur post Restructuration permettant un impact neutre de l'Opération pour les Banques Commerciales post BSA (€)	<b>15,57</b>
Valeur participation BSA	472 535
Commission de Lock-up Early Bird	3 321
<b>Total patrimoine Banques Commerciales après exercice des BSA</b>	<b>988 187</b>
<b>Gain / (perte) Banques Commerciales après exercice des BSA</b>	<b>-</b>
<b>Gain / (perte) Banques Commerciales après exercice des BSA (%)</b>	<b>0,0 %</b>

Source : Société et analyses FINEXSI

La valeur par action après Restructuration, permettant d'obtenir un impact neutre de l'Opération pour les Banques Commerciales par le biais de l'exercice de leur BSA, s'établit à 15,57€, soit +79,1% par rapport à la valeur centrale du DCF (8,70€) présenté à titre principal. Nous rappelons néanmoins que les BSA seront cotés sur le marché Euronext Paris et qu'ils pourront donc être cédés par les Banques Commerciales. Le prix auquel les Banques Commerciales pourraient vendre leurs BSA sur le marché est néanmoins difficilement appréhendable dans la mesure où il dépend de leur arbitrage ainsi que de l'évolution du cours de bourse, lequel ne peut pas être anticipé.

Sur ces bases et uniquement à titre purement informatif, nous présentons ci-après l'évolution du patrimoine des actionnaires sur la base du CMPV 60 jours au 29 mars 2021 comme prix d'investissement initial et une valeur théorique de 15,57€ par action VALLOUREC après Restructuration.

**Figure 74 - Gain/(perte) théorique des actionnaires sur la base de la valeur induite après Restructuration permettant une position neutre des Banques Commerciales après exercice des BSA**

En k	Take-up 0%	Take-up 18%	Take-up 25%	Take-up 50%	Take-up 75%	Take-up 100%
Nombre d'actions pré-Restructuration	11 449	11 449	11 449	11 449	11 449	11 449
CMPV 60 jours au 29 mars 2021	30,66	30,66	30,66	30,66	30,66	30,66
<b>Valeur Société pré-Restructuration</b>	<b>351 011</b>	<b>351 011</b>	<b>351 011</b>	<b>351 011</b>	<b>351 011</b>	<b>351 011</b>
Nombre d'actions émise Augmentation de capital DPS	52 955	52 955	52 955	52 955	52 955	52 955
Prix de souscription Augmentation de capital DPS	5,66	5,66	5,66	5,66	5,66	5,66
Take-up	-	18,3%	25,0%	50,0%	75,0%	100,0%
Prix de souscription Augmentation de capital DPS	-	54 949	74 931	149 862	224 793	299 724
<b>Montant initial investi par Actionnaires</b>	<b>351 011</b>	<b>405 961</b>	<b>425 942</b>	<b>500 874</b>	<b>575 805</b>	<b>650 736</b>
Nombre d'actions pré-Restructuration	11 449	11 449	11 449	11 449	11 449	11 449
Valeur post Restructuration déterminée ci-avant	15,57	15,57	15,57	15,57	15,57	15,57
<b>Valeur des actions historiques après exercice des BSA</b>	<b>178 294</b>	<b>178 294</b>	<b>178 294</b>	<b>178 294</b>	<b>178 294</b>	<b>178 294</b>
Actions acquises par les Actionnaires Augmentation de capital DPS	-	9 708	13 239	26 477	39 716	52 955
Valeur post Restructuration déterminée ci-avant	15,57	15,57	15,57	15,57	15,57	15,57
Valeur de l'Augmentation de capital DPS après exercice des BSA	-	151 193	206 172	412 345	618 517	824 689
<b>Patrimoine Actionnaires après exercice des BSA</b>	<b>178 294</b>	<b>329 487</b>	<b>384 467</b>	<b>590 639</b>	<b>796 811</b>	<b>1 002 983</b>
<b>Gain / (perte) Actionnaires après exercice des BSA</b>	<b>(172 717)</b>	<b>(76 473)</b>	<b>(41 476)</b>	<b>89 765</b>	<b>221 007</b>	<b>352 248</b>
<b>Gain / (perte) Actionnaires après exercice des BSA (%)</b>	<b>(49,2)%</b>	<b>(18,8)%</b>	<b>(9,7)%</b>	<b>17,9 %</b>	<b>38,4 %</b>	<b>54,1 %</b>

Source : analyses FINEXSI

## 9. Accords connexes

Nous rappelons que la Société conclura dans le cadre de l'Opération des Accords d'Actionnaires avec les Futurs Actionnaires de Référence, non formalisés à ce jour, dont les principales modalités sont présentées en §6.3.11.

En l'absence d'action de concert des Futurs Actionnaires de Référence, les modalités prévues telles qu'elles ressortent du Rapport du Directoire à l'Assemblée Générale n'appellent pas de commentaire particulier de notre part. En effet, les droits individuels à nomination d'administrateurs accordés auxdits actionnaires (2 au maximum) ne leur permettent pas individuellement de bloquer les décisions qualifiées d'importantes qui nécessitent l'accord de 8 administrateurs, dont 2 indépendants, sur les 10 qui composeront le Conseil d'administration de la Société. Ces dernières concernent notamment les décisions suivantes : « *opérations de croissance externe au-delà de seuils à déterminer, certaines opérations sur le capital, nouvel endettement, contentieux ou transactions au-delà de seuils à déterminer, restructurations significatives, budget annuel et plan d'affaires, changement de stratégie concernant une activité significative ou implantation dans un nouveau pays, modification significative des statuts, distributions de dividendes, octroi d'options ou d'actions gratuites* »<sup>55</sup>. Nous précisons que la Société nous a confirmé par lettre d'affirmation que lesdits Accords d'Actionnaires seraient le reflet des modalités présentées dans le Rapport du Directoire à l'Assemblée Générale.

Les engagements des Actionnaires de Référence, matérialisés par deux « *shareholder support agreement* », conclus entre la Société et lesdits actionnaires, et dont les caractéristiques principales ont été rendues publiques, n'appellent pas non plus de remarque particulière de notre part.

Outre ces observations, il n'existe aucun accord connexe<sup>56</sup> entre la Société ou son management et les parties prenantes à l'Opération, ce qui nous a été confirmé en lettre d'affirmation par le management.

<sup>55</sup> Rapport du Directoire à l'Assemblée Générale Mixte du 20 avril 2021.

<sup>56</sup> Les accords de joint-ventures conclus entre la Société et NSC préalablement aux discussions relatives à la Restructuration ne sont pas considérés comme des accords connexes.

## 10. Conclusion

Rappelons tout d'abord que notre rapport n'a pas pour objet de donner une recommandation implicite ou explicite aux actionnaires de participer aux différentes composantes de la Restructuration, mais de leur apporter une information et une opinion sur les modalités et incidences pour eux de cette Opération.

Le projet d'augmentation de capital de 800M€ et du refinancement de même montant associé, n'ayant pu être réalisé du fait de la survenance de la crise sanitaire, VALLOUREC s'est retrouvé confronté à une problématique de refinancement de sa dette :

- Selon les termes des RCF, le remboursement des montants tirés par le Groupe, soit 1,7Md€ au 31 décembre 2020, aurait dû être réalisé en février 2021 ;
- Une partie des Obligations devait être remboursée en octobre 2022 pour un montant de 800M€.

Le Groupe était donc confronté à un niveau de dettes significatif dans un contexte où ses performances opérationnelles ne lui auraient pas permis de faire face à ses échéances de remboursement eu égard à sa trésorerie disponible.

Dans ce contexte, la Société s'est rapprochée de ses Actionnaires de Référence et de ses créanciers avec pour objectif une restructuration financière portant sur l'ensemble des emprunts contractés par la Société.

Ces discussions ont abouti à la conclusion de l'Accord de Principe et de l'Accord Lock-Up avec certains de ses créanciers. La Société a alors sollicité et obtenu l'ouverture d'une procédure de sauvegarde par le Tribunal de Commerce de Nanterre en date du 4 février 2021 qui a notamment pour objet la mise en œuvre des modalités de l'Accord de Principe. Nous rappelons que l'entrée en procédure de sauvegarde de la Société a pour conséquence une interdiction de payer toutes créances sur la Société nées antérieurement au jugement d'ouverture.

L'Opération envisagée vise la réduction d'un peu plus de moitié du montant en principal de sa dette. Elle consiste principalement en une restructuration de la dette RCF et de la dette obligataire.

Le levier financier serait rétabli à un niveau supportable et la structure financière post-Restructuration permettrait à la Société de couvrir ses besoins de trésorerie à moyen terme et de poursuivre la mise en œuvre de son plan stratégique.

Nous rappelons que, dans le cas où cet accord ne pourrait être mis en œuvre, la Société devrait alors engager de nouvelles discussions avec les parties prenantes avec un risque de voir la procédure de sauvegarde se convertir en procédure de redressement ou de liquidation judiciaire. Les actionnaires de VALLOUREC seraient ainsi placés dans une situation où ils pourraient perdre tout ou partie de leur investissement.

Pour apprécier la situation de l'actionnaire dans le cadre de cette restructuration, nous avons mis en œuvre une évaluation multicritère de VALLOUREC, dont le critère DCF, retenu à titre principal, renvoie une valeur théorique par action comprise entre 7,92€ à 9,47€ par action. Cette fourchette de valeur intègre l'incidence de la Restructuration financière mais suppose également que les prévisions actualisées établies par le Management se réalisent sans aléa majeur, ces deux points conditionnant la continuité d'exploitation du Groupe. Nous avons ensuite procédé aux calculs de dilution et de retour sur investissement pour l'actionnaire par référence à cette fourchette de valeur.

Les travaux, décrits dans le présent rapport sur la valorisation du Groupe et l'examen des conditions financières de l'Opération, appellent de notre part les principales remarques suivantes :

#### En ce qui concerne les actionnaires

En termes d'impact de dilution des actionnaires dans le capital de la Société, la situation des actionnaires dépendra du pourcentage de leur souscription à l'Augmentation de capital DPS qui leur est destinée. Sans considérer les engagements de souscription pris par les Actionnaires de Référence, le pourcentage de détention du capital par les actionnaires s'établirait, post-Restructuration, à un minimum de 5,0%. Ce pourcentage serait porté à 28,1% en considérant une souscription par les actionnaires de l'intégralité de l'Augmentation de capital DPS.

Le prix de souscription de 5,66€ proposé dans le cadre de l'Augmentation de capital DPS fait ressortir une décote significative, comprise entre -40,2% et -28,6%, au regard des valeurs théoriques post-Restructuration résultant de l'approche DCF retenue à titre principal.

Nos analyses montrent qu'un actionnaire qui exercerait l'intégralité de ses droits de souscription ne subirait, sous réserve de la réalisation du plan d'affaires et de la création de valeur qui lui est associée, qu'une perte de valeur nulle ou relativement limitée au regard des cours de bourse moyens 60 jours observés au 1<sup>er</sup> février 2021 et au 29 mars 2021. Nous rappelons néanmoins que cela suppose une exposition supplémentaire pour l'actionnaire à hauteur d'environ 1 fois la valeur initiale de son investissement par référence à des niveaux de valorisation boursière récents.

Selon son niveau de participation à l'Augmentation de capital DPS, cette dilution ou relation théorique en valeur pour l'actionnaire serait comprise entre (-69,7)% et +1,9% ou entre (-74,2)% et (-6,2)% selon que l'on considère un patrimoine déterminé par référence au CMPV 60 jours au 1<sup>er</sup> février 2021 ou au 29 mars 2021.

Nous rappelons néanmoins que ces analyses théoriques n'intègrent pas la possibilité pour l'actionnaire de céder son DPS dont la négociabilité effective est difficile à appréhender au regard notamment de la taille des augmentations de capital.

#### En ce qui concerne les Créanciers

L'Augmentation de capital Réserve aux titulaires des Créances Converties porte sur un quantum très significatif (1 331M€) au regard de celui de l'Augmentation de capital DPS (300M€), mais pour un prix de souscription de 8,09€ qui s'inscrit dans la fourchette de valeur théorique post-Opération résultant de notre approche de valorisation retenue à titre principal. Cette observation permet d'en attester le caractère équitable pour l'actionnaire dont la dilution consécutive sera atténuée par ce prix de souscription.

Ces titulaires pourront néanmoins bénéficier des conditions de l'Augmentation de capital DPS, mais uniquement pour la partie éventuellement non souscrite par les actionnaires. Dès lors que cette modalité garantit le montant de l'augmentation de capital dans le cas où les actionnaires n'exerceraient pas leurs droits, et ainsi la diminution de l'endettement pour la Société, le prix de souscription identique à celui des actionnaires n'est pas défavorable à ces derniers.

S'agissant des BSA, leur attribution aux Banques Commerciales est à mettre en perspective de l'abandon de créances consenti par ces dernières à hauteur d'environ 169M€. Le prix d'exercice de 10,11€ de ces BSA fait ressortir une prime sur la valeur théorique post Restructuration (entre 6,7% et 27,6%). De ce point de vue, l'exercice de ces BSA apparaît aléatoire dès lors qu'il suppose une surperformance de son cours de bourse au regard de la valeur résultant de notre évaluation. Dans cette hypothèse, la situation de l'actionnaire de la Société serait également substantiellement améliorée.

Sur la base des éléments développés ci-avant et dans le contexte de difficultés financières actuelles de la Société, nous estimons qu'à la date du présent rapport, les modalités de l'Opération sont équitables du point de vue financier pour les actionnaires.

Fait à Paris, le 30 mars 2021

FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER



Errick UZZAN  
Associé



Olivier PERONNET  
Associé

*PJ : Annexes*



## 11. Annexes

### 11.1 Présentation des transactions comparables

Les transactions retenues sont les suivantes :

- L'acquisition de 100% du capital d'IPSCO TUBULARS INC. par TENARIS S.A, société auparavant détenue par PAO TMK. Cette opération a été annoncée le 22 mars 2019. IPSCO TUBULARS INC conçoit et fabrique des produits tubulaires en acier soudés et non soudés. Ces produits sont principalement destinés au marché américain des opérateurs *onshore* de l'exploration et de la production (E&P) du secteur pétrole et de gaz. Le chiffre d'affaires annuel au 30 septembre 2018 de la société est d'environ 1 402M\$ (environ 1 250M€) pour un EBITDA d'environ 166 M\$ (environ 148M€) soit une marge de 11,8%. Cette acquisition stratégique permet à TENARIS SA de bénéficier de la forte implantation de la société dans la partie ouest et nord-est américaine ;
- Le rachat d'OVAKO AB par SANYO SPECIAL STEEL CO., LTD pour un montant de 51,7Mds de yens (environ 400M€), annoncé le 15 mars 2018. OVAKO AB est une société suédoise qui développe des produits de haute-technologie en acier (notamment des tubes, des barres ou des anneaux en acier), destinés majoritairement aux secteurs des transports et des industries manufacturières. En 2017, le chiffre d'affaires d'OVAKO AB est de 921M€ pour un EBITDA de 96M€ soit une marge de 10,4% ;
- L'acquisition de 50,61% du capital d'ANHUI TIANDA OIL PIPE COMPANY LTD (TOP) par VALLOUREC TUBES SAS, annoncée le 29 janvier 2016. Cette acquisition s'inscrit dans la stratégie de réorganisation de VALLOUREC visant à renforcer sa compétitivité internationale. Depuis 2011, VALLOUREC détient 19,46% des parts de TOP. Cette montée au capital permet à VALLOUREC de prendre le contrôle à 70,07% de la société chinoise. Cette étape intervient concomitamment au lancement d'une OPA obligatoire portant sur le reste des intérêts minoritaires de TOP. Cette dernière fabrique et commercialise des produits tubulaires sans soudure, majoritairement destinés au secteur Pétrole & Gaz. La société opère principalement sur le marché chinois qui représentait en 2015 environ 65% de son chiffre d'affaires. Fin juin 2015, le chiffre d'affaires annuel du groupe est d'environ 2 032M de yuan (environ 287M€) pour un EBITDA de 87M de yuan (environ 12M€) soit une marge de 4,3%. Le prix d'acquisition payé par VALLOUREC TUBES SAS pour 50,61% d'ANHUI TIANDA OIL PIPE COMPANY LTD est de 847 MHKD (~100M€) tandis que le montant total des deux transactions s'élève à près de 175M\$ ;

- La fusion entre COLUMBIA PIPELINE GROUP INC. et TRANSCANADA PIPELINE USA LTD, annoncée le 17 mars 2016. COLUMBIA PIPELINE GROUP INC. développe des pipelines et des infrastructures de stockage pour le marché du pétrole et du gaz naturel. COLUMBIA PIPELINE GROUP INC. fournit par le biais de ces installations des services de transport et de stockage de pétrole et de gaz. Le groupe texan possède l'un des plus grands réseaux de gazoducs interétatiques des États-Unis, avec notamment une forte présence dans le bassin de production des Appalaches, ainsi que dans le golfe du Mexique. En 2015, la société fait état d'un chiffre d'affaires d'environ 1 335M\$ (environ 1 221M€), pour un EBITDA de 555M\$ (environ 511M€) soit une marge de 41,6%. Selon les termes de l'opération entièrement en numéraire, approuvée à l'unanimité par les conseils d'administration des deux sociétés, les actionnaires de COLUMBIA PIPELINE GROUP INC recevront 25,5\$ par action ordinaire, soit une prime de 11% sur la base du cours de clôture de COLUMBIA PIPELINE GROUP INC et une prime de 32% sur la base du CMPV 30 jours soit une valeur de transaction d'environ 13Mds\$ (incluant une dette de 2,8Mds€) ;
- La fusion entre CAMERON INTERNATIONAL CORPORATION et SCHLUMBERGER LIMITED, annoncée le 25 août 2015. CAMERON INTERNATIONAL CORPORATION conçoit, fabrique et commercialise une large gamme de produits pour le marché Pétrole & Gaz : des systèmes de forage, des puits pour les plateformes pétrolières *onshore* et *offshore*, des pipelines, des valves, etc. En 2014, le chiffre d'affaires de CAMERON INTERNATIONAL CORPORATION s'élève à 10 381M\$ (environ 8 577M€, dont 36% en Amérique du Nord, 23% en Asie/Moyen-Orient, 18% en Europe, etc.) pour un EBITDA de 1 642M\$ (environ 1 357M€) soit une marge de 15,8%. La valeur de la transaction s'établit à 14,8Mds\$ (~11,3 Mds€). Les actionnaires de CAMERON INTERNATIONAL CORPORATION reçoivent 0,716 action SCHLUMBERGER LIMITED et 14,44\$ en numéraire pour chaque action CAMERON INTERNATIONAL CORPORATION détenue ;
- L'acquisition de IOS/PCI, LLC par L.B FOSTER COMPANY, annoncée le 13 mars 2015. IOS/PCI, LLC fournit des services de gestion, de test et d'inspection tubulaire au sein du marché Pétrole & Gaz. La société américaine développe des technologies d'inspection ainsi qu'un logiciel permettant aux clients d'obtenir des informations précises sur l'intégrité de leurs équipements tubulaires. IOS/PCI, LLC est majoritairement positionnée sur le marché nord-américain, notamment dans les principales régions productrices de pétrole et de gaz, et réalise en 2014 un chiffre d'affaires de 117M\$ (~97M€), pour un EBITDA de 28M\$ (~23M€) soit une marge de 24%.

## 11.2 Présentation de FINEXSI et de la mission

### Présentation du cabinet FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER

L'activité de FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER (FINEXSI) s'inscrit dans le cadre des métiers réglementés par l'Ordre des Experts Comptables et la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes. Elle regroupe principalement les activités suivantes :

- Commissariat aux comptes ;
- Acquisitions et cessions d'entreprises ;
- Apports et fusions ;
- Evaluation et expertise indépendante ;
- Assistance dans le cadre de litiges.

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

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

Date	Cible	Initiateur	Banque(s) présentatrice(s)	Opération	Banque(s) conseil <sup>(1)</sup>
sept.-19	Latecoere	Searchlight	JP Morgan, Natixis	Offre Publique d'Achat suivie d'un Retrait Obligatoire	Deutsche Bank
oct.-19	Groupe Flo	Bertrand	Rothschild, Portzamparc	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire	-
oct.-19	Altran	Capgemini	BNPP, Crédit Agricole CIB, HSBC, Lazard	Offre Publique d'Achat	Perella Weinberg Partners, Citigroup
mars-20	April	Andromeda Investissements	Deutsche Bank, Lazard, Natixis	Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire	-
juil.-20	Antalis	KPP	Oddo BHF	Offre Publique d'Achat Simplifiée	-
juil.-20	SoLocal Group	N/A	N/A	Augmentation de capital réservée aux créanciers	Rothschild & Co
sept.-20	Technicolor	N/A	N/A	Augmentation de capital avec maintien du Droit Préférentiel de Souscription et augmentation de capital réservée à certains créanciers	Rothschild & Co
juil.-20	Devoteam	Castillon	Crédit Agricole CIB	Offre Publique d'Achat	-
oct.-20	Sodifance	Sopra Steria	Bryan, Garnier & Co	Offre Publique d'Achat Simplifiée	-
nov.-20	Bourbon	N/A	N/A	Augmentation de capital réservée aux créanciers	Lazard
déc.-20	Europcar Mobility Group	N/A	N/A	Augmentation de capital avec maintien du Droit Préférentiel de Souscription et augmentation de capital réservée à certains créanciers	Rothschild & Co

<sup>(1)</sup> : si différent de la banque présentatrice

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

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

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

### **Montant de la rémunération perçue**

Notre rémunération pour cette mission s'élève à 200 k€, hors taxes, frais et débours.

### **Description des diligences effectuées**

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

**1** - Prise de connaissance de l'opération et acceptation de la mission

**2** - Identification des risques et orientation de la mission

**3** - Collecte des informations et des données nécessaires à la mission : prise de connaissance des notes d'analyse sectorielle, des notes d'analyse sur les comparables de la Société et des notes d'analyse sur les transactions comparables

**4** - Appréciation du contexte spécifique de l'Opération :

- Echanges avec le management de la Société et le Comité *ad hoc* en charge de la supervision de nos travaux
- Echanges avec les conseils financier et juridique de la Société

**5** - Analyse de l'opération et de la documentation juridique afférente

**6** - Prise de connaissance de la documentation comptable et financière de la Société ;

**7** - Mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritères de VALLOUREC qui comprend notamment :

- L'analyse des risques et opportunités identifiés pour VALLOUREC, susceptibles d'affecter sa valorisation, dont la synthèse est présentée sous la forme d'une matrice SWOT ;
- L'analyse de l'information publique incluant la revue des notes d'analystes ;
- Le choix motivé des critères d'évaluation (exclus/retenus) ;
- L'analyse de l'évolution du cours de bourse (incluant l'analyse de la liquidité, volatilité) ;
- L'examen de la performance financière historique de VALLOUREC notamment au cours de l'exercice 2020R ;
- L'analyse des comptes, du budget de l'exercice 2021E et du plan d'affaires avec le management opérationnel, intégrant l'identification des hypothèses clés considérées et l'appréciation de leur pertinence ;
- L'identification des comparables boursiers et transactionnels et l'exploitation de l'information disponible les concernant ;
- L'analyse des objectifs de cours publiés par les analystes suivant le titre VALLOUREC ;
- Des tests de sensibilité sur les hypothèses structurantes considérées.

**8** - Afin d'apprécier le caractère équitable des modalités financières de la restructuration, nos travaux ont également intégré les analyses suivantes :

- L'examen du positionnement des prix de souscription proposés dans le cadre des différentes augmentations de capital par rapport aux résultats des évaluations menées ;
- L'analyse de l'impact de l'opération sur la situation de l'émetteur et des actionnaires existants selon les différents scénarii possibles de la souscription qui leur est réservée ;
- L'examen de la dilution induite en fonction des modalités des émissions d'instruments donnant accès aux capital réservées aux créancier pour les actionnaires existants selon les différents scénarii possibles de leur propre souscription ;
- L'analyse de la dilution/relution théorique en valeur pour les actionnaires existants en conséquence de l'opération selon les scénarii de leurs souscriptions ;
- L'analyse des éventuels accords et opérations connexes susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix des augmentations de capital ;
- Des réunions avec le Comité ad'hoc en charge de la supervision du projet de restructuration financière ;
- Des échanges avec l'AMF dans le cadre de leur instruction du dossier.

**9** - Obtention des lettres d'affirmation du représentant de la Société

**10** - Revue indépendante

**11** - Rédaction du rapport

**Calendrier de l'étude**

16 février 2021	Désignation de FINEXSI en qualité d'expert indépendant par le Conseil de Surveillance de VALLOUREC
17 février 2021	Réunion de lancement avec Claire LANGELIER, Frédéric BERNET et l'équipe ROTHSCHILD & CO
5 mars 2021	Réunion de travail avec le management du Groupe sur la stratégie globale et le plan d'affaires
5 mars 2021	Conférence téléphonique avec l'équipe ROTHSCHILD & CO sur des sujets de valorisation
8 mars 2021	Premier point d'étape avec le comité ad hoc
11 mars 2021	Réunion de travail avec le management concernant nos questions additionnelles sur l'endettement financier net ajusté du Groupe
18 mars 2021	Deuxième point d'étape avec le comité ad hoc
19 mars 2021	Point d'étape avec l'AMF sur nos travaux
25 mars 2021	Présentation de nos travaux et analyses au Conseil de Surveillance
26 mars 2021	Echange avec l'AMF sur notre projet de rapport
30 mars 2021	Obtention de la lettre d'affirmation.
30 mars 2021	Remise de l'attestation d'équité.

---

**Liste des principales personnes rencontrées ou contactées****VALLOUREC**

- Monsieur Olivier MALLET, Directeur Financier ;
- Madame Claire LANGELIER, Secrétaire Générale et Directrice Juridique Groupe ;
- Madame Aude BARAGNON, Directrice du département Finances ;
- Monsieur Jérôme FRIBOULET, Directeur des Relations Investisseurs et de la Communication Financière ;
- Monsieur Frédéric BERNET, Trésorier du Groupe ;
- Monsieur Jacques DELAHOUSSE, Directeur du Contrôle de Gestion ;
- Monsieur Jacky MASSAGLIA, Directeur du *Corporate Planning*.

**Conseil de Surveillance de VALLOUREC dont certains sont membres du comité ad hoc**

- Madame Vivienne COX, Présidente (membre du comité ad hoc) ;
- Monsieur Pierre PRINGUET, Vice-Président et Membre Référent (membre du comité ad hoc) ;
- Madame Maria-Pilar ALBIAC-MURILLO, Membre ;
- Madame Corine DE BILBAO, Membre ;
- Madame Virginie BANET, Membre (membre du comité ad hoc) ;
- Monsieur Alexandre OSSOLA, Membre et représentant BPIFRANCE PARTICIPATIONS ;
- Madame Laurence BROSETA, Membre ;
- Monsieur Antoine CAHUZAC, Membre (membre du comité ad hoc) ;
- Madame Pascale CHARGRASSE, Membre ;
- Monsieur Mickaël DOLOU, Membre ;
- Monsieur Yuki IRIYAMA, Membre ;
- Monsieur Jean-Jacques MORIN, Membre (membre du comité ad hoc) ;
- Monsieur Ayhan ÜSTÜN, Membre.

**ROTHSCHILD & CO, conseil de la Société**

- Monsieur Vincent DANJOUX, Partner M&A ;
- Monsieur François PROUST, Managing Director M&A ;
- Monsieur Jean-Baptiste LEROUX, Assistant Director M&A ;
- Monsieur Antoine DECAS, Associate M&A ;
- Madame Julie PEROUZEL, Analyst M&A.

**Conseil juridique de la Société**

- Monsieur Antoine GOSSET-GRAINVILLE, Associé (BDGS ASSOCIES) ;
- Madame Agathe SOILLEUX, Corporate Partner (WEIL GOTSHAL & MANGES LLP) ;
- Monsieur Vincent CHAUDET, Associate (WEIL GOTSHAL & MANGES LLP).

**Sources d'information utilisées**

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

**Informations communiquées par la société VALLOUREC et ses conseils**

- Document financière relative à l'Opération (Accord de Principe, Accord de Lock-up, Projet de Plan de Sauvegarde...) ;
- Documentation juridique « Corporate », comptable et financière de VALLOUREC ;
- Plan d'affaires 2021E-2025E ;
- Note d'analystes avant et après annonce de l'Opération.

**Informations de marché**

- Communication financière de VALLOUREC sur les exercices 2014 à 2020 ;
- Communication de VALLOUREC relative à l'Opération (communiqué de presse, présentations investisseurs, etc.) ;
- Cours de bourse, comparables boursiers, consensus de marché : CAPITAL IQ ;
- Données de marchés (Taux sans risque, prime de risque, bêta...) : CAPITAL IQ, ASSOCIES EN FINANCE, DAMODARAN, US DEPARTMENT OF THE TREASURY, DUFF & PHELPS.



**Personnel associé à la réalisation de la mission**

Les signataires, Messieurs Olivier PERONNET (Partner) et Errick UZZAN (Partner), ont notamment été assistés de Monsieur Marc de LA BEDOYERE (Manager), et Monsieur Arthur LANDES (Associate).

La revue indépendante a été effectuée par Monsieur Jean-Marc BRICHET.

**Lettre de mission**



**FINEXSI**  
EXPERT & CONSEIL FINANCIER

VALLOUREC  
27, avenue du Général Leclerc  
92100 Boulogne-Billancourt

Réf. : OPE.EUZ/21.02.048

Paris, le 19 février 2021

**Aux bons soins de Madame Claire LANGELIER**

Madame, Monsieur,

Faisant suite à notre désignation en date du 16 février 2021 par le Conseil de Surveillance de la société VALLOUREC (ci-après « la Société ») dans le cadre du projet de restructuration financière du groupe VALLOUREC, nous avons le plaisir de vous présenter notre proposition d'intervention en tant qu'Expert Indépendant.

Cette désignation s'inscrit dans le cadre de l'article 261-3 du Règlement Général de l'AMF visant les cas de désignation d'un Expert indépendant sur une base volontaire.

Notre proposition d'intervention que nous détaillons ci-après repose sur les échanges que nous avons eus avec vous et sur les informations auxquelles nous avons eu accès en ce qui concerne les modalités de la restructuration financière envisagée.



## Sommaire

<b>1. Contexte de notre intervention.....</b>	<b>3</b>
<b>2. Principales diligences de FINEXSI à effectuer en qualité d'Expert Indépendant.....</b>	<b>5</b>
<b>3. Modalités pratiques et financières .....</b>	<b>7</b>
<b>3.1 Calendrier d'intervention.....</b>	<b>7</b>
<b>3.2 Présentation de l'équipe dédiée à la mission.....</b>	<b>7</b>
<b>3.3 Estimation de nos honoraires.....</b>	<b>8</b>
<b>4. Responsabilité et limite de notre mission .....</b>	<b>8</b>
<b>5. Déclaration .....</b>	<b>9</b>
<b>6. Confidentialité.....</b>	<b>10</b>
<b>7. Juridiction .....</b>	<b>10</b>
<b>Annexe : Conditions générales de vente des prestations de FINEXSI .....</b>	<b>11</b>



## 1. Contexte de notre intervention

Le groupe VALLOUREC avait le projet de réaliser une augmentation de capital de 800 millions d'euros au cours du premier semestre 2020. Celle-ci n'a pas pu être effectuée du fait d'un contexte de marché détérioré, détérioration qui s'est prolongée avec la crise sanitaire liée à la pandémie de la Covid-19 survenue au cours du premier trimestre 2020, et de ses conséquences économiques. Le groupe VALLOUREC a alors annoncé le 1<sup>er</sup> septembre 2020 son intention d'entamer des discussions en vue d'une restructuration financière et recueillir l'accord de ses créanciers afin d'obtenir la nomination d'un mandataire *ad'hoc*. Celui-ci a été désigné le 23 septembre 2020 par le Président du Tribunal de Commerce de Nanterre avec pour mission d'assister la société VALLOUREC dans ses négociations avec ses créanciers et actionnaires en vue de parvenir à un plan de restructuration financière.

L'objectif de cette restructuration financière est pour le groupe VALLOUREC « *de parvenir à une structure financière équilibrée en réduisant son endettement et en sécurisant les liquidités nécessaires pour lui permettre de déployer son plan stratégique dans un environnement de marché volatile* ».

Les négociations intervenues sous l'égide du mandataire *ad'hoc* et suivies par un Comité *ad'hoc* constitué en majorité des membres indépendants du Conseil de Surveillance de VALLOUREC, ont permis d'aboutir à un accord de principe répondant à l'objectif fixé (l'« Accord de Principe »). Cet accord est intervenu avec certains des principaux créanciers du Groupe. Les prêteurs concernés par l'« Accord de Principe » représentent 65,1% du montant de la dette financière du groupe VALLOUREC. Ils comprennent (i) certaines banques commerciales soit BNP Paribas, Natixis et BFCM<sup>1</sup> (les « Banques Commerciales ») qui représentent 38,8% des crédits renouvelables (« RCF »), et (ii) les fonds d'investissement<sup>2</sup> porteurs de 41,4% du montant des emprunts obligataires émis par le groupe VALLOUREC<sup>3</sup> et détenteurs de 50,5% des crédits renouvelables (le « Groupe Ad'Hoc »).

L'Accord de Principe a été approuvé à l'unanimité par les membres du Conseil de Surveillance de VALLOUREC et les deux principaux actionnaires actuels BPI FRANCE PARTICIPATIONS SA et NIPPON STEEL CORPORATION, qui détiennent chacun 14,6% du capital, ont confirmé leur soutien à cet accord.

Il sera mis en œuvre dans le cadre d'une procédure de sauvegarde dont l'ouverture a été sollicitée auprès du Tribunal de Commerce de Nanterre.

---

<sup>1</sup> Banque Fédérative du Crédit Mutuel

<sup>2</sup> Notamment les fonds gérés par APOLLO GLOBAL MANAGEMENT (« Apollo ») et les fonds gérés par STRATEGIC VALUE PARTNERS et ses affiliés (« SVPGlobal »)

<sup>3</sup> Obligations Senior 2022, Obligations Senior 2023, OCEANE 2022 et OCENE 2024



Il se traduira par un désendettement d'environ 1 800 millions d'euros à la suite de la réalisation des opérations suivantes :

- Une augmentation de capital de 300 millions d'euros ouverte aux actionnaires actuels sur la base d'un prix de 5,66 euros par action. Les deux principaux actionnaires actuels précités ont pris l'engagement d'y souscrire pour un montant respectif de 35 millions d'euros et 20 millions d'euros. La réalisation de cette augmentation de capital est garantie en totalité par les créanciers autres que les Banques Commerciales (les « Autres Créanciers ») comprenant notamment le groupe Ad'Hoc.
- Une augmentation de capital de 1 331 millions d'euros réservée aux Autres Créanciers par conversion en capital de leurs créances sur la base d'un prix de 8,09 euros par action.
- Un abandon de créances consenti par les Banques Commerciales de 169 millions d'euros assorti d'une clause de retour à meilleure fortune sous la forme de l'octroi de bons de souscriptions d'actions. Ceux-ci représentent 11,7% du capital sur une base diluée et le prix d'exercice est de 10,11 euros par action.

A l'issue de ces opérations, les fonds d'investissement APOLLO et SVPGLOBAL deviendront les plus importants actionnaires de VALLOUREC. Il est précisé qu'il n'y aura pas d'action de concert. Ils disposeront de représentant(s)<sup>4</sup> au Conseil d'administration à la suite de la transformation de la gouvernance prévue par l'Accord de Principe et chacun d'un censeur.

Il est également prévu dans l'Accord de Principe un financement complémentaire consenti par les Banques Commerciales garanti par l'Etat et un refinancement des dettes non remboursées sous la forme d'Obligations cotées réinstallées et de RCF réinstallé.

La réalisation de ces opérations de restructuration financière est notamment soumise à (i) l'approbation des résolutions nécessaires par l'Assemblée générale extraordinaire des actionnaires de la Société qui devrait se tenir dans le courant du mois d'avril 2021, (ii) l'obtention du niveau requis de soutien des créanciers<sup>5</sup> dans le cadre de la procédure de sauvegarde qui devrait se tenir dans le courant du mois de mars 2021, (iii) l'obtention des autorisations gouvernementales préalables nécessaires à la mise en œuvre de l'Accord de Principe (en ce compris le visa de l'AMF sur le prospectus requis au titre de la restructuration financière), (iv) le cas échéant la dérogation par l'AMF de déposer une offre publique sur les actions VALLOUREC, et (v) l'approbation du plan de sauvegarde par le Tribunal de Commerce de Nanterre.

Compte tenu de la forte dilution<sup>6</sup> des actionnaires existants qui résultera des augmentations de capital précitées, le Conseil de surveillance de VALLOUREC a désigné sur une base volontaire, conformément à l'article 261-3 du Règlement général de l'AMF, FINEXSI en qualité d'Expert indépendant avec pour mission de se prononcer sur les conditions de la restructuration financière et d'émettre un rapport comprenant une attestation d'équité.

---

<sup>4</sup> 2 membres concernant APOLLO dont l'un sera le vice-président et 1 membre pour SVPGLOBAL.

<sup>5</sup> Comité des établissements de crédit et assemblée unique des obligataires avec une majorité minimale des 2/3 en valeur pour chacun de ces comités.

<sup>6</sup> Dans le cas d'une souscription à 100% à l'augmentation de capital ouverte aux actionnaires existants la participation de ceux-ci serait à l'issue de l'opération de restructuration financière et selon les documents communiqués de 28,1% avant exercice des BSA et 24,8% après exercice de ces BSA.



## 2. Principales diligences de FINEXSI à effectuer en qualité d'Expert Indépendant

Les diligences qui seront mises en œuvre par FINEXSI dans le cadre de cette mission comprendront notamment, conformément aux dispositions du Règlement Général de l'AMF susvisé et de son instruction d'application n°2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante, elle-même complétée de la recommandation DOC-2006-15<sup>7</sup> de l'AMF en date du 28 septembre 2006, modifiées les 19 octobre 2006, 27 juillet 2010 et 10 février 2020 :

- La prise de connaissance détaillée de l'opération de restructuration financière envisagée telle qu'elle sera présentée pour approbation à l'Assemblée générale extraordinaire, de ses modalités, de la séquence ayant conduit à cette restructuration et du contexte spécifique dans lequel elle se situe ;
- Des échanges avec les conseils de la Société en charge de la restructuration financière (accès à l'information, compréhension précise du processus, suivi des termes de la restructuration) ;
- La détermination et la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritère de VALLOUREC qui comprendra notamment :
  - L'analyse des risques et opportunités identifiés pour VALLOUREC, susceptibles d'affecter sa valorisation, dont la synthèse pourra être présentée sous la forme de matrice SWOT ;
  - L'analyse de l'information publique incluant la revue des notes d'analystes ;
  - Le choix motivé des critères d'évaluation (exclus/retenus) ;
  - L'analyse de l'évolution du cours de bourse sur une période pertinente à valider ;
  - L'examen de la performance financière historique de VALLOUREC notamment au cours de l'exercice 2020 ;
  - L'analyse des comptes, du budget de l'exercice 2021 et du plan d'affaires avec le management opérationnel, intégrant l'identification des hypothèses clés considérées et l'appréciation de leur pertinence ;
  - L'identification des comparables boursiers et transactionnels et l'exploitation de l'information disponible les concernant ;
  - L'analyse des objectifs de cours publiés par les analystes suivant le titre VALLOUREC ;
  - L'analyse de la politique de distribution de dividendes ;
  - Des tests de sensibilité sur les hypothèses structurantes considérées.

---

<sup>7</sup> Expertise dans le cadre d'opérations financières.



Afin d'apprécier le caractère équitable des modalités financières de la restructuration financière envisagée pour les actionnaires de la Société, nos travaux intégreront également les analyses suivantes :

- L'examen du positionnement des prix de souscription proposés dans le cadre des différentes augmentations de capital par rapport aux résultats des évaluations menées ;
- L'analyse de l'impact de l'opération sur la situation de l'émetteur et des actionnaires existants selon les différents scénarii possibles des souscriptions qui leur sont réservées ;
- L'examen de la dilution induite en fonction des modalités des souscriptions réservées à d'autres par l'opération pour les actionnaires existants selon les différents scénarii possibles de leur propre souscription ;
- L'analyse de la dilution/rection en valeur pour les actionnaires existants en conséquence de l'opération selon les scénarii de leurs souscriptions ;
- L'analyse des éventuels accords et opérations connexes susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix des augmentations de capital ;
- Des réunions avec le Comité *ad'hoc* en charge de la supervision du projet de restructuration financière ;
- Le cas échéant des échanges avec les actionnaires minoritaires et/ou créanciers qui souhaiteraient nous faire part de leur position sur l'opération envisagée, afin de les recueillir et les examiner ;
- Des échanges avec l'AMF dans le cadre de leur instruction du dossier ;
- L'établissement d'un rapport dont la conclusion sera présentée sous forme d'une attestation d'équité, à destination du Comité *ad'hoc* et du Conseil de Surveillance de VALLOUREC.

Dans le cadre de cette mission, VALLOUREC fournira à FINEXSI tous les documents nécessaires au bon accomplissement de ses travaux. Ces documents seront considérés comme exacts et exhaustifs et ne feront pas l'objet de vérification particulière.

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

Nous vous précisons qu'une confirmation par écrit sur l'exhaustivité des éléments recueillis utiles pour notre mission sera demandée auprès des représentants de VALLOUREC



## **3. Modalités pratiques et financières**

### **3.1 Calendrier d'intervention**

Notre intervention s'inscrira dans le calendrier que vous avez défini, qui prévoit une remise de notre rapport définitif 15 jours avant l'Assemblée générale extraordinaire des actionnaires appelée à se prononcer sur l'opération qui devrait se tenir au cours du mois d'avril 2021.

Il est rappelé que, conformément aux dispositions réglementaires, un délai minimum de 20 jours de bourse à compter de la réception des principaux documents que l'Expert estime nécessaires à l'élaboration de sa mission doit être respecté entre le démarrage effectif de ses travaux et la remise de son rapport.

Plusieurs réunions de travail seront nécessaires avec la direction et ses conseils.

L'intensité de notre intervention est fonction de plusieurs facteurs :

- La complexité de l'opération ;
- La qualité et l'accès à l'information ;
- L'accès au Management ;
- L'ampleur des échanges avec l'AMF et éventuellement avec des actionnaires minoritaires.

Nous mobiliserons en conséquence et de manière prioritaire une équipe d'évaluateurs expérimentés nous permettant de respecter le délai imparti.

Des points d'étape réguliers seront organisés avec le Comité *ad'hoc* en charge de la supervision du projet de restructuration financière, en fonction du calendrier de l'opération.

Il est également important que nous puissions travailler en coordination avec les différents intervenants le plus en amont possible. En particulier, nous aurons besoin d'échanger avec le management de VALLOUREC ET ses conseils.

### **3.2 Présentation de l'équipe dédiée à la mission**

Nous mobiliserons une équipe de professionnels spécialistes étant intervenus dans des contextes d'opérations comparables afin de respecter le délai imparti.

La mission sera placée sous la responsabilité des signataires de la présente, assistés par une équipe de collaborateurs expérimentés, dont le nombre variera en fonction des besoins de la mission.

Conformément aux bonnes pratiques, un contrôle qualité indépendant sera réalisé par un associé du cabinet.





### **3.3 Estimation de nos honoraires**

Nos honoraires sont fonction du temps passé et de la qualification professionnelle des collaborateurs affectés à la mission.

Compte tenu des caractéristiques des différentes composantes de la restructuration financière et des enjeux pour les actionnaires, nous mobiliserons de manière prioritaire une équipe d'évaluateurs expérimentés, avec une forte implication des associés signataires.

La mise en œuvre des diligences décrites ci-avant conduirait à un budget d'honoraires situé entre 130 et 180 K€.

Cette estimation d'honoraires est basée sur les seules informations limitées disponibles à ce jour, et correspond à des conditions de déroulement normales de notre mission ; il suppose que nous ayons un accès aux informations couvrant tous les aspects de la situation du Groupe, notamment les informations prévisionnelles ainsi que les éléments d'évaluation préparés par les conseils.

En cas de points de complexité ou de discussions spécifiques avec l'AMF, ou certains actionnaires minoritaires, nous vous informerons sans délai si ceux-ci impliquent un dépassement de ce budget.

Nos frais et débours seront facturés en sus et incluront notamment des consultations de bases de données et analyses sectorielles.

Une facture d'acompte de 20% sera transmise au démarrage de la mission. Des factures d'acompte ou de solde seront transmises au fur et à mesure de l'avancement de nos travaux. Nos factures sont payables à réception.

En cas de cessation anticipée de l'exécution des prestations pour quelque raison que ce soit, la Société réglera à FINEXSI les honoraires, frais et débours que FINEXSI aura engagés jusqu'à la date de cessation sur la base des temps passés selon la grille de taux ci-dessus.

## **4. Responsabilité et limite de notre mission**

FINEXSI, ses associés et collaborateurs n'encourent aucune responsabilité à l'égard de VALLOUREC à raison des éventuelles fautes commises à l'occasion de l'exécution de la mission, à l'exception des cas où il aura été jugé par une décision définitive qu'ils ont commis une faute lourde ou intentionnelle ne provenant pas d'informations ou de déclarations incomplètes ou inexactes communiquées par VALLOUREC ou leurs conseils.

Le présent mandat pourrait être résilié par FINEXSI si la poursuite de la mission nous plaçait dans une situation d'incompatibilité au regard de nos règles déontologiques et d'indépendance.

Nous attirons votre attention sur les points suivants :

Le succès de notre mission et le respect du budget associé reposent sur votre disponibilité ainsi que sur la qualité et la fiabilité des informations et documents que vous nous fournirez.



Nos diligences correspondent à la mise en œuvre des procédures décrites dans notre lettre de mission. Elles ne s'apparentent pas à une mission d'audit et nous ne délivrerons aucune opinion sur les données chiffrées que nous collecterons, et nous n'effectuerons aucune diligence d'ordre juridique, fiscal, social, etc., sans que cette liste soit limitative, qui restent de la responsabilité de ceux qui les ont élaborées (mandataires sociaux, dirigeants, conseils, auditeurs, etc.). En conséquence, notre responsabilité ne pourra être recherchée quant à l'exactitude ou l'exhaustivité des informations fournies dans le cadre de notre mission.

Notre mission comporte une obligation de moyens. Vous vous engagez, de votre côté, à nous communiquer toutes les informations en votre possession, quelle qu'en soit la source, utiles à la bonne réalisation de notre mission. A l'issue de la réalisation de nos travaux, une lettre d'affirmation couvrant certains points spécifiques vous sera demandée.

Les prestations fournies par FINEXSI dans le cadre de la mission qui lui est confiée sont destinées à VALLOUREC dans le contexte rappelé ci-dessus. Le rapport de FINEXSI pourra être reproduit librement par VALLOUREC dans tout document d'information du public dans le cadre de la procédure d'opération.

## 5. Déclaration

Sur la base des informations portées à notre connaissance, nous vous confirmons que le cabinet FINEXSI, ainsi que ses associés :

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



## 6. Confidentialité

En notre qualité d'Expert-comptable, nous sommes tenus au secret professionnel en application des dispositions de l'article 226-13 du Code pénal, ainsi qu'à une obligation de discrétion, distincte de l'obligation précédente, quant aux informations et documents recueillis et à la diffusion des documents que nous établirons.

Ainsi, les documents et les informations échangées dans le cadre de cette mission entre VALLOUREC et ses équipes, leurs Conseils et FINEXSI sont confidentiels. Leur divulgation ne sera possible qu'avec l'accord des parties, et en conformité avec les exigences requises, le cas échéant, par l'AMF. L'échange de ces informations sera réalisé dans les conditions prévues par l'accord de confidentialité signé entre FINEXSI et VALLOUREC.

## 7. Juridiction

Tout éventuel litige relatif au déroulement de la mission ou à ses conclusions sera de la compétence exclusive du Tribunal de Commerce de Paris.

Nos conditions générales de ventes figurent en annexe.

Nous vous remercions, pour la bonne forme, de nous communiquer votre accord sur les termes de la présente par retour du double visé.

Nous espérons que les termes de cette proposition vous agréent et restons à votre disposition pour les commenter, et vous prions de croire, Madame, Monsieur, à notre considération distinguée.

FINEXSI EXPERT ET CONSEIL FINANCIER

Errick UZZAN  
Associé

Olivier PERONNET  
Associé

Accepté, bon pour accord sur les termes et conditions de votre mission.

Date : 25 février 2021

*Nom et qualité du signataire* Olivier Mallet - Directeur Financier et Membre du Directoire