

# Arthaud & Associés

Rapport de l'Expert Indépendant

Augmentation de capital réservée à certains fonds gérés par

Kartesia

ORAPI



Arthaud & Associés Audit

## Sommaire

### 1. Introduction

- ↘ Cadre réglementaire de l'intervention de l'expert indépendant
- ↘ Présentation synthétique du cabinet et de l'équipe
- ↘ Déclaration d'indépendance
- ↘ Missions d'expertise indépendante réalisées au cours des 36 derniers mois
- ↘ Rémunération de l'expert
- ↘ Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'AMF
- ↘ Diligences effectuées par l'expert et étapes de la mission
- ↘ Rôle de la revue indépendante
- ↘ Affirmations obtenues et limites de la mission

### 2. Présentation de l'opération

- ↘ Genèse de l'opération
- ↘ Descriptif de l'opération
- ↘ Principales conditions à la réalisation de l'opération
- ↘ Actionnariat de la société

### 3. Présentation du groupe ORAPI

- ↘ Historique, activité et positionnement stratégique
- ↘ Analyse sectorielle
- ↘ Diagnostic stratégique
- ↘ Analyse historique des comptes consolidés
- ↘ Business Plan

### 4. Travaux d'évaluation

- ↘ Données financières servant de base aux méthodes d'évaluation
- ↘ Analyse de l'évaluation mise en œuvre par les Conseils de l'initiateur
- ↘ Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres au 31 décembre 2019
- ↘ Méthodes et références non retenues
- ↘ Référence du cours de bourse
- ↘ Méthodes et références retenues
- ↘ Proposition d'une fourchette de valeur des titres de la société ORAPI

### 5. Analyse financière de l'opération

- ↘ Analyse de la structure financière pré-opération
- ↘ Analyse de la structure financière post-opération
- ↘ Objectifs de l'opération
- ↘ Scénarios alternatifs de refinancement successivement envisagés
- ↘ Analyse financière de l'option d'achat
- ↘ Analyse financière de l'émission des ORA
- ↘ Incidence de l'opération sur la valeur de l'action ORAPI et la situation financière d'un actionnaire d'ORAPI
- ↘ Perspectives d'ORAPI en cas de non-réalisation de l'Opération
- ↘ Synthèse

### 6. Analyse du caractère équitable du traitement des parties prenantes à l'Opération

- ↘ Support de l'augmentation de capital réservée
- ↘ Eléments d'appréciation du prix de conversion
- ↘ Synthèse

### 7. Conclusion sur le caractère équitable du prix retenu pour l'augmentation de capital par incorporation de créances

### 8. Annexes

## **1. Introduction**

*Cadre réglementaire de l'intervention de l'expert indépendant*

*Présentation synthétique du cabinet et de l'équipe*

*Déclaration d'indépendance*

*Missions d'expertise indépendante réalisées au cours des 36 derniers mois*

*Rémunération de l'expert*

*Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'AMF*

*Diligences effectuées par l'expert et étapes de la mission*

*Rôle de la revue indépendante*

*Affirmations obtenues et limites de la mission*

## 1. Introduction

### 1.1 Cadre réglementaire de l'intervention de l'expert indépendant

Dans la perspective de l'augmentation de capital de la société ORAPI S.A. (la « **Société** ») réservée à des fonds gérés par Kartesia (« **KARTESIA** »), Arthaud & Associés Audit SAS (« **Arthaud & Associés** ») a été mandaté par le conseil d'administration de la Société du 17 mars 2020 (sur proposition d'un comité *ad hoc* désigné en son sein et composé de deux administrateurs indépendants), en qualité d'expert indépendant, afin de se prononcer sur le caractère équitable du prix de conversion de 5,20 € (le « **Prix de Conversion** ») de l'augmentation de capital réservée, souscrite par compensation de créances détenues par KARTESIA sur la Société (l'« **Augmentation de Capital Réservee** ») et plus généralement sur le caractère équitable des modalités de l'Opération (en ce compris l'émission des ORA et l'attribution conditionnée de l'Option d'Achat, tels que ces termes sont définis ci-après).

Le présent rapport d'expertise indépendante (le « **Rapport** ») porte sur l'Augmentation de Capital Réservee et le caractère équitable du Prix de Conversion et des modalités de l'Opération (tel que ce terme est défini ci-après) et comportera (i) une présentation de l'Opération (cf. section 2 du Rapport), (ii) une description du Groupe ORAPI (cf. section 3 du Rapport), (iii) nos travaux d'évaluation (cf. section 4 du Rapport), (iv) l'analyse financière de l'Opération (cf. section 5 du Rapport), (v) l'analyse du traitement en équité des acteurs et notre conclusion sur le caractère équitable du prix de conversion de l'Augmentation de Capital Réservee (cf. sections 5 et 6 du Rapport).

La désignation du cabinet Arthaud & Associés s'entend au titre de l'article 261-2 du règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (« **AMF** ») et de l'instruction d'application n°2006-08 du 25 juillet 2006 qui s'y rapporte, elle-même complétée des recommandations de l'AMF du 28 septembre 2006 telles que modifiées le 10 février 2020.

Notre mission d'expertise porte sur l'Augmentation de Capital Réservee, et consiste à apprécier le caractère équitable du prix d'émission dans le contexte de la recapitalisation et de la réduction de l'endettement du groupe ORAPI dont les modalités sont décrites en section 2 du Rapport (l'« **Opération** »). Elle doit nous conduire à exprimer un avis motivé sur les circonstances de l'Augmentation de Capital Réservee et de l'Opération, au travers notamment d'une analyse de la recherche et de la mise en concurrence des solutions alternatives de refinancement par la société, d'un examen de la situation actuelle de la Société et de ses perspectives, ainsi que d'un examen du caractère équitable du traitement de l'ensemble des parties prenantes. Pour autant, nos travaux ne consistent pas en une analyse d'opportunité de l'Opération. Nous décrivons dans quelle mesure celle-ci permet de répondre à un certain nombre de contraintes, au regard des scénarios alternatifs de refinancement successivement envisagés par la Société.

Dans la mesure où cette mission se rapporte au titre VI du livre II du règlement général de l'AMF qui définit les obligations des sociétés cotées en matière d'expertise indépendante, nos diligences ont été menées conformément aux dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF et de son instruction d'application n°2006-08 et des recommandations AMF du 28 septembre 2006, modifiées le 10 février 2020 déjà citées.

Le programme de travail mis en œuvre et le montant des honoraires perçus dans le cadre de la présente expertise indépendante sont indiqués ci-après. Le calendrier d'intervention est présenté en **annexe 8.2** et la base documentaire ayant servi de support à nos travaux figure en **annexe 8.4**.

Le Rapport s'entend au sens de l'article 262-2.I du règlement général de l'AMF.

## 1. Introduction

### 1.2 Présentation synthétique du cabinet et de l'équipe

Le cabinet Arthaud & Associés Audit est une société d'expertise comptable et de Commissariat aux comptes inscrite au tableau de l'Ordre des experts-comptables d'Auvergne Rhône-Alpes et à la Compagnie Régionale des Commissaires aux comptes de Lyon.

Arthaud & Associés Audit est une filiale à 100% de Arthaud & Associés Group, société faîtière du groupe Arthaud & Associés qui compte environ 100 collaborateurs. L'intégralité du capital de Arthaud & Associés Group est détenue directement ou indirectement par ses 11 associés, personnes physiques.

Arthaud & Associés Group est constitué sous forme de société par actions simplifiée au capital de 5 212 800€ ; son siège social est situé 73 rue François Mermet à Tassin 69160.

Le groupe Arthaud & Associés développe plusieurs activités : audit comptable et financier, évaluation financière et expertise indépendante, consolidation, transaction services, expertise comptable et conseil. Chaque activité, animée par un ou plusieurs associés, dispose d'une équipe dédiée, spécialisée dans son domaine.

Le groupe Arthaud & Associés jouit d'une expérience reconnue dans les missions d'évaluation et est membre de l'Association d'experts en Evaluation A3E reconnue par l'AMF (cf. section 1.6 du Rapport).

Olivier Arthaud, Président de Arthaud & Associés Group est diplômé en Évaluation & Transmission d'entreprise (Lyon 2), Expert de justice près la Cour d'appel de Lyon en Évaluation, Vice-Président de la Commission Evaluation de la CNCC depuis 2009. Il est également Co-concepteur du parcours formation CNCC en évaluation d'entreprise. Les missions d'évaluation sont réalisées par le département « Transaction Services » du cabinet composé de 6 personnes dont 4 Senior Managers (cf. **annexe 8.13**).

## 1. Introduction

### 1.3 Déclaration d'indépendance

En application de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF, nous attestons que notre cabinet et le signataire du présent rapport ne se trouvent pas, vis-à-vis de la Société, de ses créanciers et de KARTESIA, ainsi que de leurs conseils juridiques et financiers respectifs et de leurs actionnaires, dans une des situations de conflit d'intérêts au sens de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF et de l'instruction AMF n°2006-08 susmentionnée. En particulier, nous attestons que le cabinet et ses associés :

- n'entretiennent aucun lien juridique ou en capital avec les sociétés concernées par l'Opération, ou leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance ;
- n'ont procédé à aucune évaluation de la société visée par l'Opération ou qui réalise l'Opération au cours des 18 mois précédant la date de désignation ;
- ne détiennent aucun intérêt financier dans la réussite de l'Opération, ni créance ni dette envers l'une des sociétés concernées par l'Opération ou toute personne contrôlée par ces sociétés ;
- n'ont pas conseillé l'une des sociétés concernées par l'Opération ou toute personne que ces sociétés contrôlent au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce au cours des dix-huit derniers mois.

Par ailleurs, nous précisons que la déclaration d'indépendance a été effectuée par Christophe Velut, associé du cabinet ORFIS, Président de l'A3E et lui-même expert indépendant, qui n'est pas directement intervenu dans les travaux menés par l'équipe susmentionnée (cf. section 1.7 du Rapport).

Les compétences de l'équipe qui a réalisé l'expertise indépendante, ainsi que les moyens matériels mis à disposition sont présentés en **annexe 8.13** au présent rapport.

### 1.4 Missions d'expertise indépendante réalisées au cours des 12 derniers mois

Au cours des 12 derniers mois, le cabinet a produit les attestations d'équité et les rapports d'expertise indépendante suivants :

Date	Société
07/2019	Groupe MND

### 1.5 Rémunération de l'expert

Le montant total des honoraires aux termes de la lettre de mission (**cf. annexe 8.1**) de Arthaud & Associés s'élève à 50 000 € hors taxes et débours.

### 1.6 Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'AMF

Le groupe Arthaud & Associés est membre de l'Association d'experts en Evaluation (A3E). L'association A3E a été reconnue par l'AMF, dans le cadre d'une procédure spécifique concernant l'Expertise Indépendante de certain de ses membres. Le groupe Arthaud & Associés est signataire d'une charte déontologique propre aux missions d'expertise indépendante mise en place par l'A3E avec notamment la réalisation d'une revue indépendante des dossiers par un autre membre de l'A3E (**cf. annexe 8.14**).

## 1. Introduction

### 1.7 Diligences effectuées par l'expert

La présente mission est réalisée par Olivier Arthaud, Abderrahman Mekdad et Maxime Hedelius, senior managers spécialisés en évaluation financière des entreprises, conformément à la lettre de mission annexée (cf. **annexe 8.1**).

La revue indépendante a été effectuée par Christophe Velut, associé du cabinet ORFIS, Président de l'A3E et lui-même expert indépendant, qui n'est pas directement intervenu dans les travaux menés par l'équipe susmentionnée (cf. **annexe 8.14**).

Nous avons effectué nos diligences conformément aux dispositions des articles 262-1 et suivants du règlement général de l'AMF, de son instruction d'application du 25 juillet 2006 et des recommandations de l'AMF du 28 septembre 2006, modifiées le 10 février 2020.

Nous avons été informés de l'Opération envisagée le 17 février 2020. Notre intervention s'est effectivement déroulée du 20 février à la date de délivrance de notre rapport définitif.

Au cours de nos travaux, nous avons analysé les travaux d'un certain nombre d'intervenants externes mentionnés ci-dessous :

#### **Eight Advisory : Vendor Assistance Report**

- Xavier Mesguich
- Stéphane Paccard

#### **Advancy : Diagnostic stratégique**

Nous nous sommes également entretenus avec les personnes suivantes :

#### **ORAPI :**

- Guy Chiffлот : Président du groupe
- Henri Biscarrat : Directeur Général Délégué
- Marianne Goudot : Directrice Comptable et Finances France
- Aurélie Bachelard : Directrice du contrôle financier Groupe

#### **Cabinet Weil Gotshal & Manges (Paris) LLP, conseil juridique d'ORAPI :**

- Bruno Romagnoli
- Eugène Amri
- Yannick Piette
- Jean-Dominique Daudier de Cassini
- Maximilien Roland

#### **Comité ad hoc :**

- Céline Fantin
- René Perrin
- Henri Biscarrat

#### **Commissaires aux comptes :**

- Vincent Gros (Deloitte)
- Nicolas Perlier (EY)

## 1. Introduction

### 1.7 Diligences effectuées par l'expert

Nos travaux ont été réalisés sur la base (i) des documents communiqués par la Société et ses conseils et (ii) des informations transmises lors d'entretiens portant notamment sur les points suivants :

- la présentation de l'opération envisagée et son contexte,
- la description de l'activité de la Société, du Groupe ORAPI et de son marché,
- les comptes consolidés et les comptes sociaux audités de la Société mais non encore certifiés de l'exercice 2019, ces comptes ont été présentés lors du comité d'audit du 12 mars 2020, auquel l'expert indépendant a assisté,
- les éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres,
- le périmètre et l'incidence des opérations en cours,
- la constitution de l'échantillon de l'analyste et ses conséquences sur les flux retenus,
- l'identification des facteurs susceptibles de remettre en cause les hypothèses structurantes du business model.

Pour l'essentiel, nos diligences ont consisté en la prise de connaissance de l'activité et de l'environnement de la Société et de ses filiales et, au terme d'un diagnostic à partir de ces informations, en une analyse critique des hypothèses structurantes formalisées par ORAPI et ses conseils, ainsi qu'une valorisation multicritères du groupe ORAPI, et une analyse du positionnement du « **Prix de conversion** par rapport à la valeur fondamentale du titre ORAPI (« **titre ORAPI** ») découlant de la valorisation multicritères du Groupe ORAPI.

Nous avons également procédé à l'analyse financière de l'Opération et vérifié le caractère équitable du traitement de l'ensemble des parties prenantes à l'Opération. Ces diligences ont comporté notamment :

- Des contacts et réunions avec les personnes en charge de l'Opération au sein du Groupe ORAPI et ses conseils juridiques et financiers ; la liste de nos contacts figure en **annexe 8.5**.

- La prise de connaissance des supports de présentation de l'Opération et de la documentation juridique s'y rapportant, en particulier le Protocole de conciliation et ses annexes conclu le 27 février 2020 (et modifié par avenant le 4 juin 2020) entre les principaux créanciers financiers et la Société (et ses avenants successifs), en présence de Maître Eric Bauland et Maître Ludivine Sapin en leur qualité de conciliateurs, et sous l'égide du Comité Interministériel de Restructuration Industrielle (« **CIRI** ») ;
- L'exploitation des informations juridiques, comptables et financières d'ORAPI au titre de l'exercice clos le 31 décembre 2018, sur la base notamment du document de référence (« **DDR** ») 2018, ainsi qu'au titre du dernier exercice clos le 31 décembre 2019, audité mais non encore approuvé à la date de notre intervention et sur la base notamment du projet de document d'enregistrement universel de la Société pour l'exercice 2019. Nous avons notamment analysé la formation du chiffre d'affaires et des marges historiques de la Société et étudié l'évolution de sa situation financière ;
- L'examen de l'information publique et réglementée de la Société ;
- Le recensement des faits ayant marqué la vie sociale de la Société au cours des derniers exercices écoulés et de l'exercice en cours ;
- La lecture des notes de l'analyste, Ning Godement (Gilbert Dupont), en charge du suivi du titre ORAPI ;
- L'étude détaillée et contradictoire du plan d'affaires consolidé du Groupe ORAPI (le « **Business plan** »), par comparaison notamment entre les prévisions établies antérieurement à l'Opération et les réalisations des derniers exercices clos. Cette étude a été menée en relation avec les responsables opérationnels en charge de l'élaboration du Business plan ainsi que les conseils financiers de la Société, à l'appui des rapports de due diligences réalisés par le cabinet Eight Advisory et sur la base des prévisions des analystes financiers ;
- L'analyse des schémas de restructuration qui ont pu être envisagés avant que ne soient fixées les modalités de l'Opération ;
- L'appréciation du Prix de conversion au regard de la valorisation multicritères du titre ORAPI.

## 1. Introduction

### 1.7 Diligences effectuées par l'expert

Pour accomplir notre mission, nous avons notamment utilisé les documents et informations qui nous ont été communiqués par la Société et par ses conseils. Il s'agit principalement :

- des documents de référence de la Société des exercices 2017 à 2018 ;
- des rapports financiers semestriels de la Société au 30 juin 2018 et au 30 juin 2019 ;
- Du projet de document d'enregistrement universel de la Société pour l'exercice 2019 ;
- des comptes sociaux et consolidés 2019 de la Société pour l'exercice clos au 31 décembre 2019, audités mais non encore certifiés ;
- des notes de synthèse des Commissaires aux Comptes ;
- du document de présentation des résultats de la Société au 1er semestre 2019 en date du 3 septembre 2019 ;
- les communiqués de presse de la Société en lien avec l'Opération et notamment le communiqué de presse du 3 mars 2020 relatif à l'accord de financement pour la restructuration du bilan et la mise en place d'une nouvelle facilité et celui du 5 juin 2020 relatif à la modification des termes de la restructuration financière ;
- des documents de synthèse internes présentant le plan TINA ;
- du rapport d'Eight Advisory du 15 octobre 2019 « Vendor Assistance Report » ;
- du rapport de diagnostic stratégique du cabinet Advancy du 24 octobre 2019 ;
- de la présentation du Business Plan 2020-2023, établi par le management d'ORAPI ;
- des notes de l'analyste de la société ;
- le protocole de conciliation du 27 février 2020 ;
- l'avenant au protocole de conciliation en date du 4 juin 2020 ;
- le détail des Impairment Tests au 31 décembre 2019 validés par les Commissaires aux Comptes ;

- l'offre remise par KARTESIA ;
- les procès verbaux du Conseil d'administration du 17 mars 2020.

Nous avons principalement utilisé les bases de données financières Infront Analytics et Epsilon, ainsi que les outils développés par le cabinet en lien avec l'A3E et la Commission Evaluation de la CNCC.

Afin de compléter nos analyses, nous avons également collecté toute information de source publique dont l'exploitation nous a semblé pertinente, y compris les rapports annuels et les comptes consolidés de la Société.

Enfin, nous avons examiné les rapports annuels et les notes d'analyse disponibles relatifs aux sociétés que nous avons étudiées dans le cadre de la recherche des échantillons de sociétés comparables.

Nos travaux ne consistaient pas à réaliser un audit ou un examen limité des comptes annuels ou des situations comptables au sens des normes d'exercice professionnel de la CNCC ou des normes internationales de l'IFAC.

## 1. Introduction

### 1.8 Rôle de la revue indépendante

Conformément à la charte déontologique de l'A3E dont le cabinet Arthaud & Associés est signataire, une convention de revue indépendante a été signée entre le cabinet Arthaud & Associés et le cabinet ORFIS représenté par Christophe Velut, par ailleurs Président de l'A3E.

Cette convention définit les modalités d'exécution de la mission et les obligations des parties (cf. **annexe 8.14**).

### 1.9 Affirmations obtenues et limites de la mission

Nous avons obtenu des confirmations de la direction de la Société (la « **Direction** ») et, par voie d'entretien, avec les conseils juridiques et financiers de l'initiateur, des précisions sur des points relatifs à l'Opération.

Nous avons obtenu une lettre d'affirmation en date du 8 juin 2020.

Conformément à la pratique usuelle en matière d'expertise indépendante, nos travaux d'évaluation n'avaient pas pour objet de valider les informations historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence. A cet égard, nous avons considéré que l'ensemble des informations qui nous ont été communiquées par nos interlocuteurs dans le cadre de notre mission étaient fiables et transmises de bonne foi.

Le Rapport n'a pas valeur de recommandation à la réalisation de l'Augmentation de capital réservée, ni plus généralement à l'Opération considérée globalement. L'expert indépendant ne peut être tenu responsable du contenu intégral du prospectus dans lequel est inséré son rapport qui seul engage sa responsabilité.

## ***2. Présentation de l'opération***

*Genèse de l'opération*

*Description de l'opération*

*Principales conditions à la réalisation de l'opération*

*Actionnariat de la société*

## 2. Présentation de l'opération

### 2.1 Genèse de l'opération

ORAPI est une société anonyme à conseil d'administration ayant son siège social au 25, rue de l'Industrie – 69200 VENISSIEUX, France, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Lyon sous le numéro 682 031 224 (« **ORAPI** » ou la « **Société** »). Les actions d'ORAPI sont admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext Paris (compartiment C, code ISIN FR0000075392). La Société est aujourd'hui la société mère d'un groupe, spécialiste *leader* en France de produits d'hygiène professionnelle et de *process* industriel (le « **Groupe ORAPI** »).

Au 31 décembre 2019, la Société présentait un endettement financier brut significatif s'élevant à 52,7M€ (hors financement factor, CICE et retraitement IFRS16) pour un montant de capitaux propres de 40,1M€ à cette date. La Société connaît ainsi des difficultés importantes pour faire face aux échéances de remboursement des dettes bancaires et obligataires, le niveau élevé des échéances des emprunts bancaires et obligataires ayant créé une forte tension de trésorerie.

Ces difficultés financières sont principalement liées aux éléments suivants :

- La difficile intégration de deux sociétés acquises en 2015 ;
- L'augmentation de la concurrence sur les segments des loisirs, des collectivités et de la santé, entraînant une inflexion du chiffre d'affaires sur ces secteurs ;
- L'importance des coûts liés à la réorganisation structurelle du Groupe ORAPI (déménagement d'usine, fermeture de nombreux sites logistiques et rationalisation d'agences, frais de démarrage de l'usine de Lyon Saint-Vulbas) ;
- Le niveau élevé de la dette financière contractée depuis 2012 pour mener une politique d'acquisition.

Compte tenu des difficultés rencontrées depuis 2015, des tensions de trésorerie apparues à compter du mois d'avril 2018 et de la mise en œuvre du plan d'action, ORAPI a initié des discussions avec ses créanciers financiers au quatrième trimestre de l'année 2017 en vue d'envisager une opération de refinancement de la dette du Groupe ORAPI.

ORAPI n'ayant pas réussi à obtenir une réponse favorable avant le 31 décembre 2017 à sa demande de *waiver* portant sur le non-respect des ratios financiers au 31 décembre 2017, la majeure partie de la dette financière a été classée dans les dettes financières à moins d'un an selon les principes IFRS. A la suite de la publication de ses comptes au titre de l'exercice clos le 31 décembre 2017, le Groupe ORAPI a perdu au premier semestre de l'année 2018 la couverture des assureurs crédits.

Début 2018, une opération de refinancement a été proposée aux créanciers bancaires sans toutefois recueillir leur accord. De nouvelles négociations, menées de mai à septembre 2018, ont abouti à un accord de réaménagement des dettes financières d'ORAPI à hauteur de 47,2 millions d'euros permettant de regrouper les banques du *pool* au sein d'un même contrat, de consolider les découverts bancaires et de financer une partie des investissements de 2018. Le plan d'amortissement de ce financement et les ratios financiers à respecter nécessitant dès l'origine soit un renforcement des capitaux propres soit la cession d'actifs, un plan de cession d'actifs a été mis en œuvre dès le mois de septembre 2018.

Néanmoins, l'accord de réaménagement conclu en septembre 2018 s'est révélé insuffisant dans la mesure où le plan d'amortissement de cet endettement restructuré et les ratios financiers à respecter nécessitaient dès l'origine un renforcement des capitaux propres ou la cession d'actifs d'ORAPI, ce qui a conduit la Société à entrer en négociation avec ses principaux créanciers financiers dans le cadre des procédures confidentielles de mandat *ad hoc* puis de conciliation afin de réaménager sa dette financière pour disposer d'une plus grande souplesse financière. Dans ce contexte, un protocole de conciliation a été signé par l'ensemble des parties prenantes à la procédure de conciliation et a fait l'objet d'un avenant en date du 4 juin 2020 (le « **Protocole** »). L'annonce de l'Opération est intervenue dans un communiqué de presse de la Société en date du 3 mars 2020 et l'annonce de la conclusion de l'avenant et de la modification des termes de l'opération est intervenue le 5 juin 2020.

Si l'Opération n'est pas réalisée au plus tard le 31 juillet 2020, la Société serait probablement en état de cessation des paiements. Dès lors, la Société serait contrainte de solliciter l'ouverture d'une procédure de redressement judiciaire.

## 2. Présentation de l'opération

### 2.2 Descriptif de l'opération

#### 2.2.1 Économie générale de l'opération

ORAPI est en procédure de conciliation en vue de traiter son endettement structurellement trop important et de bénéficier d'un apport en new money afin de poursuivre la mise en œuvre initiée en septembre 2018 du plan d'action, établi par l'équipe dirigeante d'ORAPI basé sur (i) une amélioration de la rentabilité, de la performance financière et de l'efficacité industrielle et logistique et (ii) une refonte de la gouvernance et de l'organisation (le « **plan TINA** »).

Dans ce contexte, KARTESIA et la direction d'ORAPI ont discuté d'une structure (décrite ci-après) dont l'objectif est de permettre de faire face aux tensions de trésorerie d'ORAPI et de restructurer la dette du Groupe ORAPI.

L'Opération rétablira l'endettement du Groupe ORAPI à un niveau supportable, afin de rendre le service de la dette subsistante post Opération, compatible, à moyen terme, avec les prévisions d'EBIT économique du Groupe, son modèle économique et les aléas inhérents à la nature de ses activités. La mise en place d'une nouvelle facilité (à hauteur de 12M€ dans un premier temps, puis 5M€ (optionnel)) permettra à ORAPI (i) de réduire significativement la tension de son besoin en fonds de roulement et (ii) de mettre en œuvre son projet de redéploiement commercial et industriel.

#### 2.2.2 Modalités de l'opération (1/3)

L'Opération se décompose en plusieurs opérations qui interviendront de manière concomitante au plus tard le 31 juillet 2020 :

- Emission d'Obligations New Money : la Société émettra des obligations simples d'une valeur nominale d'un euro chacune, pour un montant total en principal de 12 millions d'euros. Ces obligations seront intégralement souscrites en numéraire par KARTESIA. Dans un délai de douze mois suivant la date de réalisation de l'Opération, ORAPI pourra décider d'émettre des obligations simples d'une valeur nominale d'un euro chacune, pour un montant total en principal de 5 millions d'euros dont l'intégralité sera souscrite par KARTESIA. Les Obligations New Money porteront des intérêts payables en numéraire au taux Euribor (avec un taux plancher de 0% l'an) auquel s'ajoutera une marge de 8% par an, payables trimestriellement.

#### 2.2.2 Modalités de l'opération (2/3)

Les Obligations New Money porteront en outre des intérêts capitalisés au sens de l'article 1343-2 du Code civil au taux de 7% par an, capitalisés à chaque date anniversaire de leur date d'émission. Le remboursement des obligations ainsi que le paiement des intérêts sont garantis par un nantissement de premier rang sur les actions d'ORAPI détenues par MG3F, les comptes courants d'associés et les comptes bancaires de MG3F, ainsi que sur les comptes bancaires et les comptes courants d'associés d'ORAPI et les titres des principales filiales d'ORAPI.

- Rachat de l'endettement bancaire et obligataire d'ORAPI : rachat de l'ensemble de l'endettement bancaire (hors dette hypothécaire CIC) (soit un montant de 47M€) et obligataire (soit un montant de 5M€) par KARTESIA pour un prix total de 21,69M€ (moyennant un prix décoté représentant respectivement 43% et 30% des endettements bancaire et obligataire).
- Réaménagement des créances bancaires et obligataires :
  - ↘ 76,26% de la valeur nominale de l'endettement bancaire et obligataire d'ORAPI racheté par KARTESIA, soit un montant de 39.616.700 € sera converti en obligations remboursables en actions nouvelles ORAPI, comprenant (i) des obligations remboursables émises pour un montant de 23M€ à échéance 2040 (les « **ORA 1** » et (ii) des obligations remboursables émises pour un montant de 16.616.700 € à échéance 2040 (les « **ORA 2** »). Les principaux termes et conditions des ORA 1 et ORA 2 figurent en **annexe 8.15** ;
  - ↘ 19,81% de l'endettement bancaire et obligataire d'ORAPI racheté par KARTESIA, soit un montant de 10.293.223,20 €, sera converti sur la base d'un prix de souscription par titre de 5,20€, en 1.979.466 nouvelles actions ordinaires d'ORAPI représentant 30% de son capital social dans le cadre d'une augmentation de capital en numéraire avec suppression du droit préférentiel de souscription réservée à KARTESIA. A l'issue de cette étape KARTESIA détiendra respectivement 30,00005% et 20,96% du capital social et des droits de vote de la Société ;
  - ↘ 3,93% de l'endettement bancaire et obligataire d'ORAPI racheté par KARTESIA, soit un montant de 2.040.559,64 € fera l'objet d'un abandon de créances de la part de KARTESIA.

## 2. Présentation de l'opération

### 2.2 Descriptif de l'opération

#### 2.2.2 Modalités de l'opération (3/3)

- Modification de la structure de gouvernance de la Société : il est également prévu des aménagements dans la gouvernance d'ORAPI, aux fins de mettre en place un directoire et un conseil de surveillance (cf. section 2.2.4 du Rapport).
- Attribution gratuite de bons de souscription d'actions : afin d'associer les actionnaires minoritaires à la restructuration de sa dette, ORAPI a décidé d'attribuer gratuitement des bons de souscription d'actions (« BSA ») auxquels MG3F et les membres de la famille Chiffлот renonceront. Kartesia prendra l'engagement de ne pas en acquérir ou détenir. Chaque actionnaire recevra 1 BSA à raison de 2 actions ORAPI. La maturité des BSA sera de 7 ans, et leur exercice conditionné au remboursement intégral (principal + intérêts) des obligations New Money et des ORA 1. Le prix d'exercice du BSA est fixé à 5,20€ (soit le prix de l'augmentation de capital réservée à Kartesia), et la parité d'exercice de 1 BSA pour 1 action nouvelle. En outre, MG3F et les membres de la Famille Chiffлот ont pris l'engagement de ne pas exercer et céder les BSA qui leur seront attribués à raison des actions qu'ils détiennent à l'exception d'un nombre maximum de 92.375 BSA que MG3F pourra transférer aux managers bénéficiaires du plan d'intéressement. Kartesia a pris l'engagement de ne pas acquérir de BSA. Les BSA qui auraient été attribués à la Société à raison des actions auto détenues seront immédiatement annulés.

#### 2.2.3 Incidence de l'opération sur la structure du capital (1/2)

##### Incidence de l'Augmentation de Capital Réservee

Au 22 avril 2020, le capital social de la Société est composé de 4.618.753 actions ordinaires et sera porté à 6.598.219 actions ordinaires au résultat de l'émission au profit de KARTESIA de 1 979 466 nouvelles actions ordinaires dans le cadre de l'Augmentation de Capital Réservee.

Au résultat de l'Augmentation de Capital Réservee, KARTESIA détiendra 1.979.466 actions ordinaires représentant 30,00005% et 20,99% des droits de vote de la Société et MG3F, actionnaire majoritaire détiendra 2.333.589 actions représentant 35,37% du capital social et 49,50% des droits de vote de la Société.

#### 2.2.3 Incidence de l'opération sur la structure du capital (2/2)

Concomitamment à la réalisation de l'augmentation de capital réservée, KARTESIA et MG3F concluront un pacte d'actionnaires. Au résultat de la signature de ce pacte, KARTESIA et MG3F agiront de concert (cf. section 2.2.4 du Rapport) et le concert composé de KARTESIA et MG3F détiendra 65,37% du capital et 70,49% des droits de vote d'ORAPI).

L'effet dilutif de l'Augmentation de Capital Réservee est présentée en **annexe 8.16**.

##### Incidence de l'émission des ORA 1 et ORA 2

La conversion de l'intégralité des ORA 1 et ORA 2 à la date d'échéance donnera lieu à l'émission de 19.810.656 actions nouvelles d'ORAPI au profit des titulaires d'ORA.

L'effet dilutif de la conversion des ORA 1 et ORA 2 à leur date d'échéance est présenté en **annexe 8.16**.

##### Incidence de l'attribution gratuite des BSA

Sous réserve des ajustements prévus par les termes et conditions des BSA, l'exercice de 100% des BSA (hors MG3F, membres de la famille Chiffлот et autocontrôle) donnera lieu à l'émission maximum de 1.215.379 actions nouvelles d'ORAPI sur la base de l'actionariat au 14/04/2020 présenté en section 2.4.1, et en tenant compte d'un transfert de 92.375 BSA de MG3F au profit des managers bénéficiant du plan d'intéressement et de l'exercice intégral de ces BSA par les maangers.

Ces BSA permettraient aux actionnaires, en cas d'exercice conformément à leurs termes (voir ci-dessous), de compenser la dilution induite par l'augmentation de capital réservée à hauteur de 62,2% et à hauteur de 28,5% dans l'hypothèse où les ORA 2 seraient également remboursées intégralement en actions en 2023.

L'effet relutif de l'exercice des BSA en cas de remboursement anticipé intégral en actions des ORA 2 en 2023 et l'exercice de l'Option d'Achat par MG3F est présenté en **annexe 8.16**.

## 2. Présentation de l'opération

### 2.2 Descriptif de l'opération

#### **Incidence de l'Opération sur la situation d'un actionnaire d'ORAPI**

L'incidence de l'Opération sur la valeur de l'action ORAPI et la situation financière d'un actionnaire d'ORAPI est présentée en Section 5.6.

A titre indicatif, l'incidence théorique de l'Opération sur la situation d'un actionnaire détenant 1% du capital de ORAPI en fonction des différentes modalités de remboursement des ORA est présentée ci-après :

Hypothèse 1 (remboursement intégral en actions des ORA 1 et ORA 2 à leur date d'échéance)	Participation de l'actionnaire en % du capital social
Avant l'Augmentation de Capital Réservee	1,00
Après l'émission de 1.979.466 actions au profit de Kartesia dans le cadre de l'Augmentation de Capital Réservee	0,7
Après le remboursement en actions ordinaires nouvelles d'ORAPI de l'intégralité des ORA 1 et des ORA 2 à la date d'échéance des ORA 1 et ORA 2	0,17

Hypothèse 2 (remboursement anticipé en numéraire des ORA 1 et conversion des ORA 2 en actions nouvelles, allocation de 100% des BSA la troisième année suivant la date de réalisation)	Participation de l'actionnaire en % du capital social
Avant l'Augmentation de Capital Réservee	1,00
Après l'émission de 1.979.466 actions au profit de Kartesia dans le cadre de l'Augmentation de Capital Réservee	0,7
Après le remboursement anticipé en numéraire des ORA 1 et la conversion de l'intégralité des ORA 2 en actions ordinaires nouvelles d'ORAPI au cours de la troisième année suivant la date de réalisation de l'Opération	0,46
Après l'exercice par leurs titulaires de l'intégralité des BSA (hors MG3F, membres de la famille Chifflet et autocontrôle), et dans le cas cas où les titulaires de BSA correspondent aux actionnaires à qui ils ont été attribués initialement	0,61
Après l'exercice par leurs titulaires de l'intégralité des BSA (hors MG3F, membres de la famille Chifflet et autocontrôle), et dans le cas cas où les titulaires de BSA ne correspondent plus aux actionnaires à qui ils ont été attribués initialement	0,41

## 2. Présentation de l'opération

### 2.2 Descriptif de l'opération

#### 2.2.4 Signature d'un pacte d'actionnaire

A la date de réalisation de l'Opération, Monsieur Guy Chiffnot, KARTESIA et MG3F concluront un pacte d'actionnaires relatif à la Société dont les principales stipulations sont les suivantes (le « **Pacte d'Actionnaires** ») :

- Modification de la gouvernance de la Société : mise en place d'un conseil de surveillance composé de 6 membres désignés pour une durée maximum de 6 ans, dont 3 membres désignés sur proposition de MG3F, 2 membres indépendants et 1 membre désigné sur proposition de KARTESIA. S'agissant des 2 membres indépendants, ils seront nommés sur proposition, pour l'un de MG3F, et pour l'autre de KARTESIA. Le président du conseil de surveillance sera nommé parmi les membres désignés par MG3F et disposera d'une voix prépondérante en cas de partage des voix.
- Tant que KARTESIA détient des actions de la Société, des ORA et/ou les Obligations *New Money*, KARTESIA bénéficiera également d'un poste de censeur (sans voix délibérative) ne percevant aucune rémunération au titre de ses fonctions et nommé par le conseil de surveillance à la majorité simple pour une durée maximum de 6 ans.
- Mise en place d'un directoire (composé de deux membres) désigné à la majorité simple du conseil de surveillance. A la date de réalisation de l'Opération, il sera proposé la désignation de Monsieur Henri Biscarrat (actuel directeur général délégué de la Société) et Monsieur Emile Mercier en qualité de premiers membres du directoire. Le président du directoire sera Monsieur Henri Biscarrat qui bénéficiera d'une voix prépondérante lors de l'adoption des décisions du directoire qui seront adoptées à la majorité simple ;
- Le Pacte d'Actionnaires prévoit un nombre limité de décisions significatives de nature patrimoniale intéressant ORAPI et/ou ses filiales qui ne peuvent être prises par le directoire de la Société sans décision préalable du conseil de surveillance de la Société, prises à la majorité simple et sous réserve du vote positif du membre désigné sur proposition de KARTESIA. La liste de ces décisions figureront dans le règlement intérieur du conseil de surveillance et du directoire de la Société ;

#### 2.2.5 Accords spécifiques relatifs à la direction du groupe

- ✎ Transfert de titres : le Pacte d'Actionnaires prévoit également des clauses encadrant les transferts d'actions et instruments financiers de la Société entre les parties au pacte (tels que des engagements d'inaliénabilité temporaire, des droits de cession conjointe ou de cession forcée) ;
- ✎ Mécanisme d'intéressement : le Pacte d'Actionnaires prévoit également la mise en place d'un mécanisme d'intéressement de certains salariés et/ou mandataires sociaux de la Société ou de ses filiales ;
- ✎ Option d'achat d'une quote-part des ORA 2 : sous réserve de la réalisation de certaines conditions, KARTESIA concèdera à MG3F une option d'achat d'une quote-part des ORA 2 qu'elle détient (cf. section 5.5 du Rapport) ;
- ✎ La conclusion entre KARTESIA, d'une part, et MG3F, d'autre part, du Pacte d'Actionnaires, sera constitutive d'une action de concert entre MG3F et KARTESIA. Cette mise en concert fera l'objet des déclarations appropriées auprès de l'AMF conformément à la réglementation applicable.

## 2. Présentation de l'opération

### 2.3 Principales conditions à la réalisation de l'opération

La réalisation de l'Opération est notamment conditionnée par :

- l'obtention auprès de l'AMF (i) d'une dérogation à l'obligation par KARTESIA de déposer un projet d'offre publique sur les actions ORAPI, conformément aux articles 234-9 2° et 234-10 du Règlement général de l'AMF et (ii) d'une décision de non-lieu à dépôt d'une offre publique sur les actions d'ORAPI, conformément aux articles 234 7 1° et 234-10 du Règlement général de l'AMF, dans le cadre de la mise en place des opérations de restructuration, étant précisé que KARTESIA et MG3F pourront collectivement renoncer à cette condition suspensive ;
- l'homologation du protocole de conciliation tel que modifié, par le Tribunal de commerce de Lyon, conformément aux dispositions de l'article L. 611-8-II du Code de commerce, purgé de tout recours, et l'octroi, aux termes du jugement d'homologation, du privilège de conciliation prévu à l'article L. 611-11 du Code de commerce, au titre de l'intégralité des sommes mises à la disposition d'ORAPI dans le cadre des obligations simples souscrites par KARTESIA étant précisé que KARTESIA pourra renoncer à cette condition suspensive ; et
- l'approbation par l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires d'ORAPI de l'Augmentation de Capital Réservee et de l'émission des ORA.

## 2. Présentation de l'opération

### 2.4 Actionnariat de la société

#### 2.4.1 Nombre d'actions et de droits de vote d'ORAPI

La Société est contrôlée par la société La Financière M.G.3.F (« **MG3F** »), holding contrôlée par Monsieur Guy Chiffлот et sa famille (la « **Famille Chiffлот** ») à hauteur de de 50,89% du capital et 63,10% des droits de vote.

Au 14 avril 2020, le capital social et les droits de vote d'ORAPI se répartissent comme suit :

	Nb d'actions	en %	Nb ddv	en %
Financière MG3F	2 333 589	50,52%	4 667 178	62,65%
GC Consult	7 845	0,17%	15 690	0,21%
CHIFFLOT Marie-France	3 882	0,08%	7 764	0,10%
CHIFFLOT Guy	2 649	0,06%	5 298	0,07%
CHIFFLOT Fabienne	847	0,02%	1 694	0,02%
CHIFFLOT Fabrice	1 845	0,04%	3 690	0,05%
<i>Total Famille CHIFFLOT</i>	<i>2 350 657</i>	<i>50,89%</i>	<i>4 701 314</i>	<i>63,10%</i>
Autocontrôle	22 087	0,48%	0	0%
Salariés	131 078	2,84%	228 428	3,07%
CM-CIC Investissement	692 010	14,98%	904 735	12,14%
Public	1 422 921	30,81%	1 615 622	21,69%
TOTAL	4 618 753	100,00%	7 450 099	100,00%

#### 2.4.2 Instruments donnant accès au capital

- **Plan de souscription d'actions**

L'assemblée Générale Mixte du 20 avril 2018 a autorisé le conseil d'administration pour une durée de 38 mois à consentir à des salariés ou mandataires sociaux de la société ou de sociétés liées, des options de souscription ou d'achat d'actions. Cette autorisation n'a jamais été utilisée.

- **Options de souscription et d'achat d'actions**

Néant.

- **Attribution gratuite d'actions**

L'assemblée Générale Mixte du 20 avril 2018 a autorisé le conseil d'Administration pour une durée de 26 mois à attribuer gratuitement des actions ordinaires de la société. Cette assemblée a privé d'effet l'autorisation du 21 avril 2017. Cette autorisation a été utilisée une seule fois le 20 avril 2018.

Le Conseil d'Administration du 20 avril 2018 a décidé d'attribuer 10 000 actions gratuites à un salarié du Groupe. Ces actions ont définitivement été transférées au salarié en 2019 et ont généré une charge sur l'exercice 2019 de (22)k€.

Il n'existe donc, à la date de nos travaux, aucun instrument dilutif.

### ***3. Présentation du groupe ORAPI***

*Historique, activité et positionnement stratégique*

*Analyse sectorielle*

*Diagnostic stratégique*

*Analyse historique des comptes consolidés*

*Business Plan*

### 3. Présentation du groupe ORAPI

#### 3.1 Historique, activité et positionnement stratégique

##### 3.1.1 Présentation générale du groupe ORAPI

ORAPI, dont les actions sont admises aux négociations sur le marché Euronext Paris sous le code ISIN FR0000075392, est la société faîtière du groupe ORAPI, fondé en 1968 (le « **Groupe ORAPI** »). MG3F est l'associée majoritaire d'ORAPI.

MG3F est représentée par son président, la société GC CONSULT, elle-même représentée par Monsieur Guy Chiffлот en qualité de gérant. Elle est une société holding contrôlée majoritairement par la Famille Chiffлот.

ORAPI est représentée par Monsieur Guy Chiffлот en qualité de président du conseil d'administration et directeur général.

Le Groupe ORAPI conçoit, fabrique et distribue des produits nécessitant un savoir-faire chimique pour l'hygiène professionnelle, les *process* industriels et la maintenance et ce, grâce à trois laboratoires de recherche à travers le monde, sept usines de production spécialisées par marché réparties sur trois zones géographiques (Europe, Asie et Canada) et 1 200 collaborateurs en charge de la distribution présents au niveau mondial. ORAPI détient, directement ou indirectement, des participations dans de nombreuses sociétés, situées en France et à l'étranger (Espagne, Italie, Singapour, Pays-Bas, Malaisie, Thaïlande, Canada).

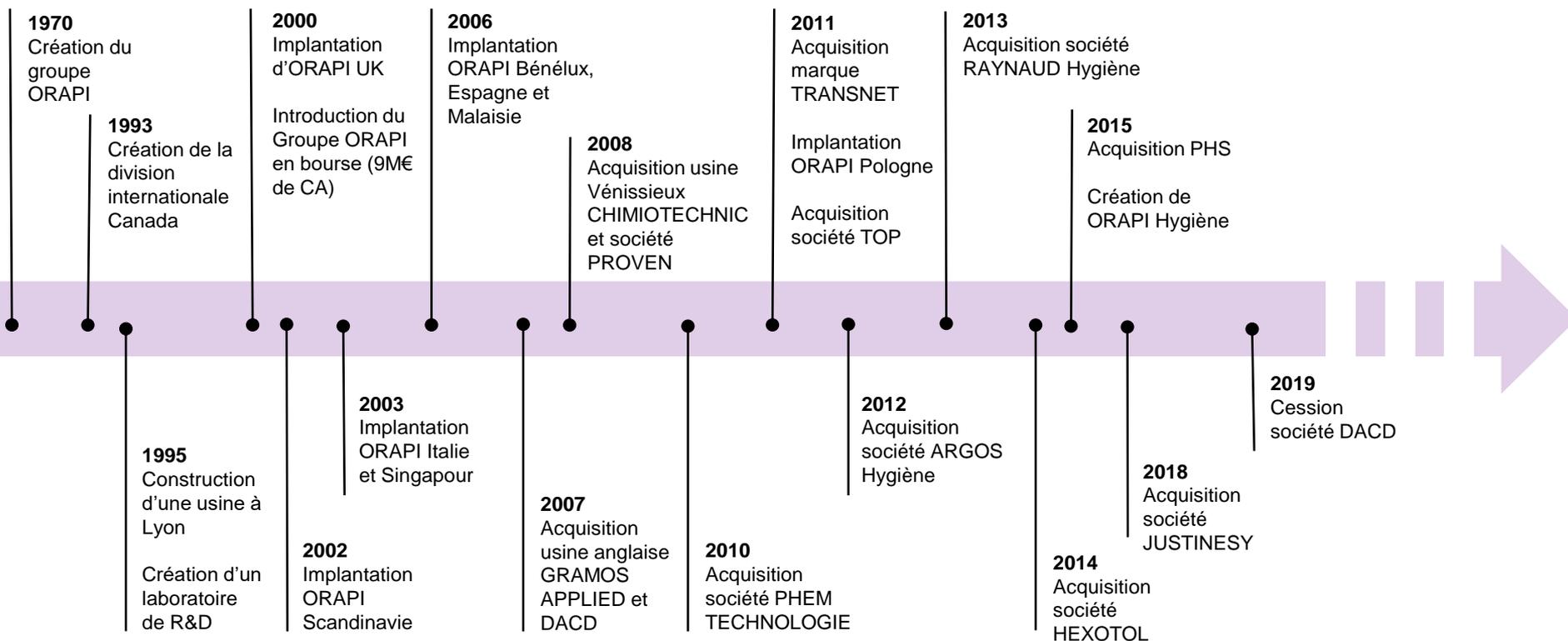
##### 3.1.2 Évolution de la répartition du capital depuis 4 ans

	Au 17/03/2017				Au 16/03/2018				Au 22/03/2019				Au 14/04/2020			
	Nb d'actions	en %	Nb ddv	en %	Nb d'actions	en %	Nb ddv	en %	Nb d'actions	en %	Nb ddv	en %	Nb d'actions	en %	Nb ddv	en %
Financière MG3F (1)	2 333 389	50,52%	4 151 315	60,13%	2 333 589	50,52%	4 666 978	62,73%	2 333 589	50,52%	4 666 978	62,40%	2 333 589	50,52%	4 667 178	62,65%
GC Consult	7 845	0,17%	14 530	0,21%	7 845	0,17%	15 690	0,21%	7 845	0,17%	15 690	0,21%	7 845	0,17%	15 690	0,21%
CHIFFLOT Marie-France	3 882	0,08%	7 764	0,11%	3 882	0,08%	7 764	0,10%	3 882	0,08%	7 764	0,10%	3 882	0,08%	7 764	0,10%
CHIFFLOT Guy	2 649	0,06%	4 908	0,07%	2 649	0,06%	5 298	0,07%	2 649	0,06%	5 298	0,07%	2 649	0,06%	5 298	0,07%
CHIFFLOT Fabienne	847	0,02%	1 654	0,02%	847	0,02%	1 694	0,02%	847	0,02%	1 694	0,02%	847	0,02%	1 694	0,02%
CHIFFLOT Fabrice	1 845	0,04%	3 290	0,05%	1 845	0,04%	3 490	0,05%	1 845	0,04%	3 690	0,05%	1 845	0,04%	3 690	0,05%
<i>Total Famille CHIFFLOT</i>	2 350 457	50,89%	4 183 461	60,59%	2 350 657	50,89%	4 700 914	63,18%	2 350 657	50,89%	4 701 114	62,86%	2 350 657	50,89%	4 701 314	63,10%
Autocontrôle	14 844	0,32%	0	0,00%	34 084	0,74%	0	0,00%	34 526	0,75%	0	0,00%	22 087	0,48%	0	0,00%
Salariés	162 529	3,52%	270 226	3,91%	154 031	3,33%	247 322	3,32%	141 256	3,06%	250 697	3,35%	131 078	2,84%	228 428	3,07%
CM-CIC Investissement	784 000	16,97%	996 725	14,44%	784 000	16,97%	996 725	13,40%	784 000	16,97%	996 725	13,33%	692 010	14,98%	904 735	12,14%
Public	1 306 923	28,30%	1 453 618	21,05%	1 295 981	28,06%	1 495 391	20,10%	1 308 314	28,33%	1 530 021	20,46%	1 422 921	30,81%	1 615 622	21,69%
<b>TOTAL</b>	<b>4 618 753</b>	<b>100,00%</b>	<b>6 904 030</b>	<b>100,00%</b>	<b>4 618 753</b>	<b>100,00%</b>	<b>7 440 352</b>	<b>100,00%</b>	<b>4 618 753</b>	<b>100,00%</b>	<b>7 478 557</b>	<b>100,00%</b>	<b>4 618 753</b>	<b>100,00%</b>	<b>7 450 099</b>	<b>100,00%</b>

### 3. Présentation du groupe ORAPI

#### 3.1 Historique, activité et positionnement stratégique

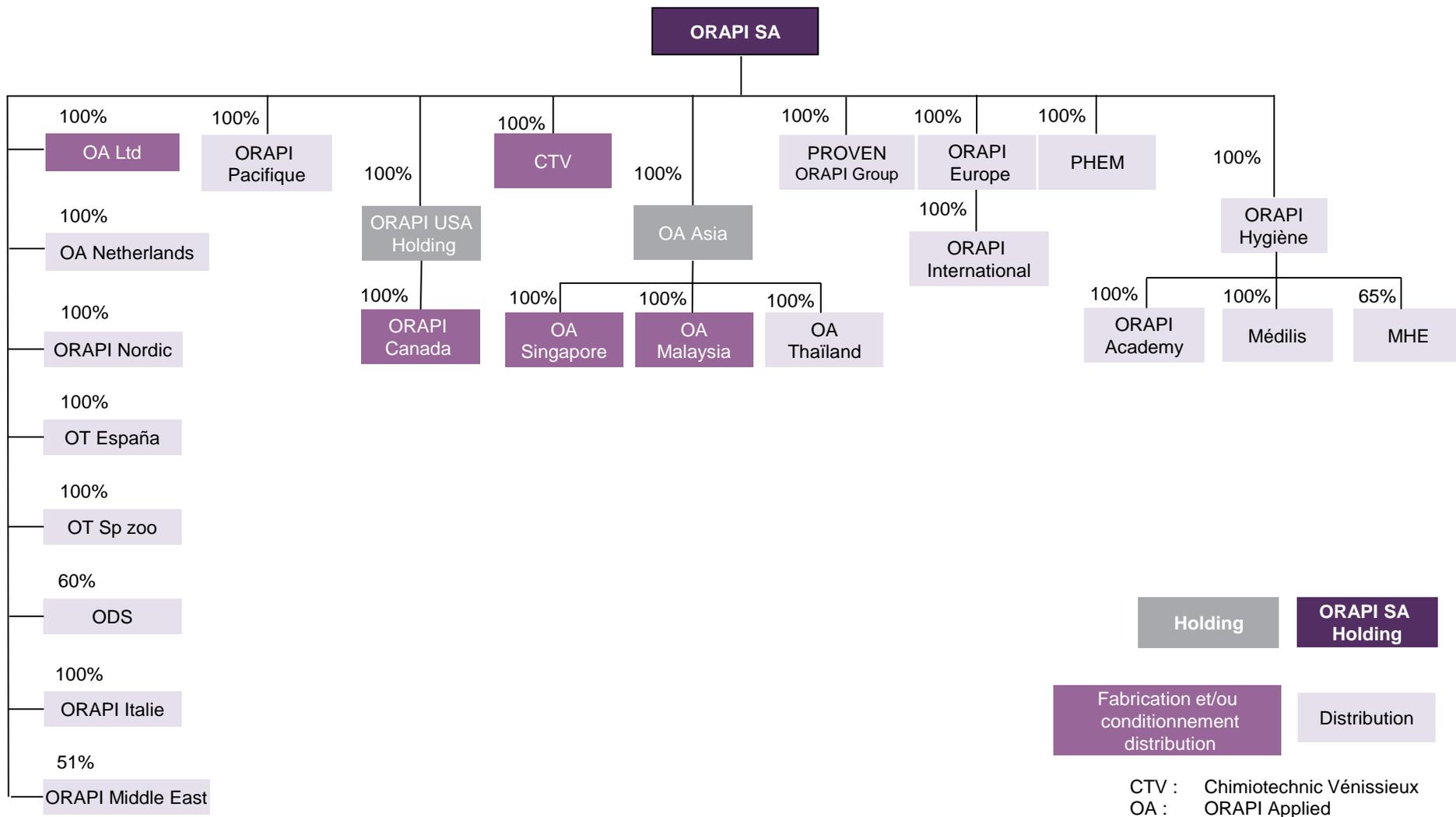
##### 3.1.3 Historique du groupe



### 3. Présentation du groupe ORAPI

#### 3.1 Historique, activité et positionnement stratégique

##### 3.1.4 Organigramme



### 3. Présentation du groupe ORAPI

#### 3.1 Historique, activité et positionnement stratégique

##### 3.1.5 Présentation générale de l'activité (1/3)

**Le Groupe ORAPI est fabricant et leader français de produits d'hygiène professionnelle et de process industriel divisé en deux catégories**

- **Produits de nettoyage et de désinfection**

Division professionnelle du Groupe ORAPI.

Représente 70% du chiffre d'affaires global du groupe.  
Présent dans l'ensemble des secteurs d'activité : transport, industrie, collectivité, santé, entreprise de propreté, commerce/loisirs.

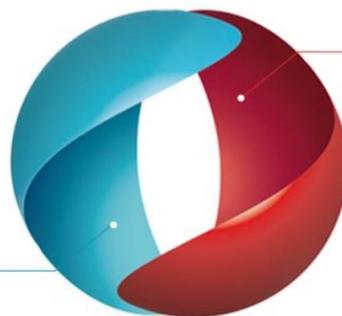
Leader français sur le marché de la fabrication et de la commercialisation de produits et matériels d'hygiène professionnelle.

**DIVISION HYGIENE**

Gamme couvrant les besoins en hygiène alimentaire, sanitaire, linge, sols, surfaces, mains...

Mais aussi en désinfection, traitement des déchets, brosseuse, chariots, matériel...

Gamme linge intégrant des détergents, des additifs, des agents de blanchiment, des désinfectants ainsi que des systèmes de dosage.



**DIVISION PROCESS**

- **Produits pour l'entretien du matériel et des machines**

Division historique du Groupe ORAPI.

Rassemble tous les produits consommables de haute technologie nécessaires à l'entretien et à la maintenance du matériel et des machines.

Présent dans toutes les activités liées à l'industrie (nucléaire, agroalimentaire, sidérurgie, raffinerie...), aux transports (aéronautique, ferroviaire, poids lourds, TP...), aux collectivités, à l'agriculture...

Cinq domaines :



DÉGRIPPER



NETTOYER



LUBRIFIER



ASSEMBLER



PROTÉGER

Trois marques fortes et complémentaires :



### 3. Présentation du groupe ORAPI

#### 3.1 Historique, activité et positionnement stratégique

##### 3.1.5 Présentation générale de l'activité (2/3)

Fabricant français de 1 200 collaborateurs intégrés verticalement, de la conception à la commercialisation



#### CONCEPTION

RECHERCHE ET DEVELOPPEMENT

3 laboratoires de recherche à travers le monde

La R&D est au cœur de l'organisation du groupe.



#### FABRICATION

USINE DE PRODUCTION

7 usines dans le monde dont 2 en France

Sur l'usine de St-Vulbas, un nouvel atelier entièrement automatisé a été construit.



#### LOGISTIQUE

ENTREPÔTS DE STOCKAGE

80 000 m2 de surface logistique en France  
15 000 lignes de livraison/jour

L'usine de St-Vulbas et sa plateforme logistique sont classées SEVESO.



#### COMMERCIALISATION

FILIALES DE DISTRIBUTION EN FRANCE ET À L'INTERNATIONAL

30 filiales de distribution Orapi et 150 distributeurs dans le monde

Vente directe avec les divisions : ORAPI HYGIENE, ORAPI PROCESS et ORAPI LAUNDRY.  
Vente indirecte avec la filiale PROVEN ORAPI.  
Vente de spécialités avec PHEM.



#### UTILISATEURS FINAUX

plus de 2 millions d'utilisateurs

Présence mondiale : 3 000 formules, dont environ 1 000 sont intégrées dans ses catalogues et gammes de produits en exploitation, représentant environ 7 500 références vendues.



### 3. Présentation du groupe ORAPI

#### 3.1 Historique, activité et positionnement stratégique

##### 3.1.5 Présentation générale de l'activité (3/3)

- **Circuits de commercialisation**

Le Groupe ORAPI est présent sur l'ensemble des circuits de commercialisation, à savoir :

##### La vente directe



- En France, les produits sont majoritairement commercialisés en vente directe par ORAPI auprès des grands comptes (industries et laboratoires, collectivités, établissements hospitaliers, entreprises de propreté).
- Les filiales du Groupe ORAPI présentent à l'étranger y assurent également de la vente directe.

##### La distribution



- Le Groupe ORAPI réalise également en France une partie significative de ses ventes via la distribution, en s'appuyant sur des distributeurs partenaires (grandes surfaces spécialisées, notamment de bricolage, enseignes de cash & carry pour les produits d'hygiène professionnelle, revendeurs de fournitures industrielles, etc.).
- La vente via la distribution est également très développée au Royaume-Uni et en Amérique du Nord où ce mode de commercialisation est majoritaire.

##### Les distributeurs à l'étranger

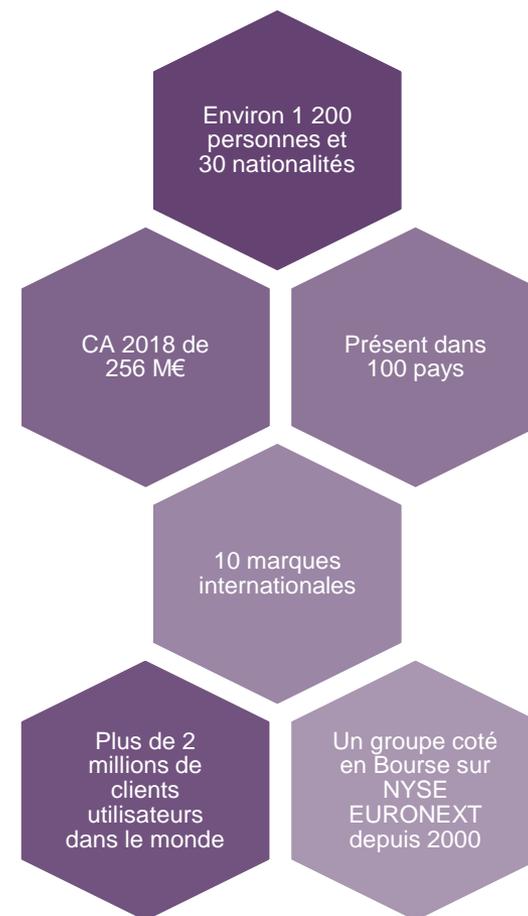


- Dans les zones où le Groupe ORAPI ne dispose pas encore de filiales (Afrique du Sud, Australie/Océanie, Pologne, pays émergents), le Groupe ORAPI s'appuie sur un réseau de distributeurs partenaires qui assurent la diffusion des produits.

- **Marques**

Des marques sont détenues en propre (ORAPI Hygiène, Fury, Spado, Gloss, Cresyl, Wyritol, Boldair) et commercialisées sous contrat de distribution exclusive ou professionnelle (Jex, Woolite, Calgonit, Eau Ecarlate, Cedar, Calgon, Air Wick, St Marc).

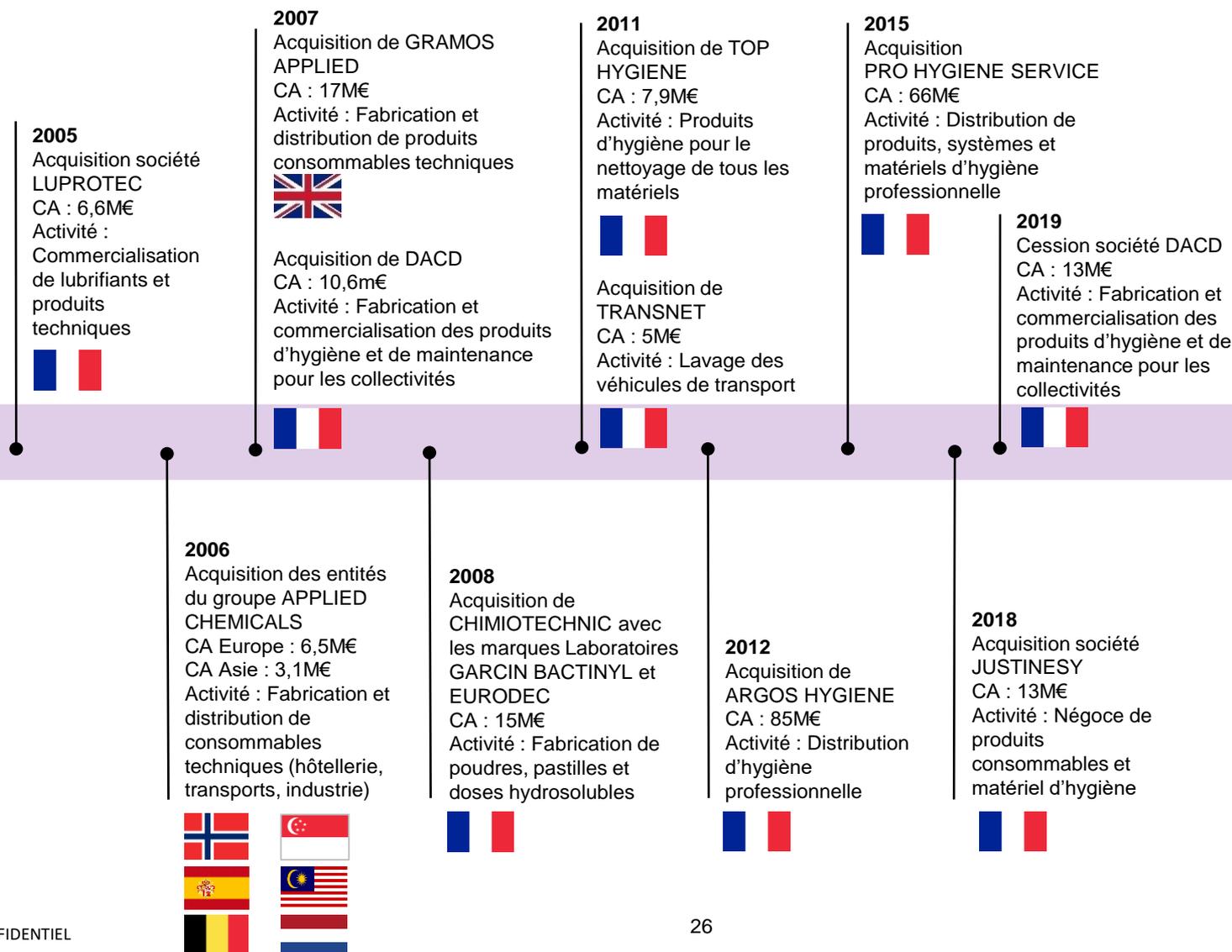
- **Chiffres clés**



### 3. Présentation du groupe ORAPI

#### 3.1 Historique, activité et positionnement stratégique

##### 3.1.6 Les principales acquisitions et cessions



### 3. Présentation du groupe ORAPI

#### 3.1 Historique, activité et positionnement stratégique

##### 3.1.7 Evolution des principaux agrégats du Groupe

en M€	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019 sans IFRS 16
Chiffre d'affaires	80,6	113,4	112,9	122,2	171,7	210,7	220,2	277,2	248,1	243,7	255,9	240,1
EBITDA	6,4	11,2	9,5	7,5	10,7	13,5	12,4	9,9	10,9	10,5	9,7	8,8
Taux d'EBITDA	8,0%	9,9%	8,4%	6,1%	6,3%	6,4%	5,6%	3,6%	4,4%	4,3%	3,8%	3,7%
Bénéfice	2,4	3,5	3,9	1,3	2,0	3,1	2,0	(5,6)	(1,1)	(2,1)	(3,7)	(2,7)
Capitaux propres	22,5	30,0	34,0	34,2	39,0	41,2	49,1	50,8	48,8	46,4	43,0	40,8
Dettes financières nettes	22,7	13,4	12,7	18,2	35,9	43,9	37,6	50,2	55,6	63,1	72,3	61,5

Source : Infront Analytics et Documents de référence

Nous constatons que la politique de croissance externe du Groupe a eu un impact significatif sur la croissance du chiffre d'affaires et de l'EBITDA jusqu'en 2015.

ORAPI rencontre des difficultés depuis 2015 du fait (i) de la difficile intégration de deux sociétés acquises cette année, (ii) l'augmentation de la concurrence, (iii) l'importance des coûts liés à la réorganisation structurelle du Groupe (déménagement d'usine, fermeture de nombreux sites logistiques et rationalisation d'agences, frais de démarrage de l'usine de Lyon Saint-Vulbas) et (iv) du niveau élevé de la dette financière contractée depuis 2012 pour mener une politique d'acquisition.

Compte tenu des difficultés rencontrées depuis 2015, des tensions de trésorerie apparues à compter du mois d'avril 2018 et de la mise en œuvre du plan d'action, ORAPI a initié des discussions avec ses créanciers financiers au quatrième trimestre de l'année 2017 en vue d'envisager une opération de refinancement de la dette du Groupe. Du fait de l'échec de négociations initiées fin 2017 entre ORAPI et ses créanciers financiers, la majeure partie de la dette financière d'ORAPI a été classée dans les dettes financières à moins d'un an dans les comptes arrêtés au 31 décembre 2017. Ainsi, à la suite de la publication de ses comptes 2017, le Groupe ORAPI a perdu au premier semestre de l'année 2018 la couverture des assureurs crédits, ce qui a entraîné une perte significative de crédit fournisseurs.

De nouvelles négociations, menées de mai à septembre 2018, ont abouti à un accord de réaménagement des dettes financières d'ORAPI permettant de regrouper les banques du pool au sein d'un même contrat, de consolider les découverts bancaires et de financer une partie des investissements de 2018.

Au cours de l'exercice 2019, le Groupe ORAPI a mis en œuvre un plan d'action, le plan TINA, basé sur (i) une amélioration de la rentabilité, de la performance financière et de l'efficacité industrielle et logistique et (ii) une refonte de la gouvernance et de l'organisation.

### 3. Présentation du groupe ORAPI

#### 3.2 Analyse sectorielle

Le groupe s'est développé essentiellement dans la fabrication de produits d'hygiène professionnelle et de process industriel. Deux analyses sectorielles permettent de couvrir les activités du groupe ORAPI. La première porte sur l'industrie des détergents et produits d'entretien et la seconde, plus spécifique, couvre le marché des produits d'entretien pour le nettoyage professionnel en France.

##### Étude Xerfi – L'industrie des détergents et produits d'entretien

- **Périmètre de l'étude** : L'étude est menée par Xerfi. Elle porte sur la fabrication de savons, de détergents et de produits d'entretien en France. En revanche, le champ de l'étude exclut la fabrication de produits d'hygiène corporelle.
- **Code NAF concerné** : 20.41Z : « Fabrication de savons, de détergents et de produits d'entretien ».
- **Les débouchés du secteur sont** :
  - ↳ Les entreprises, pour leur propre consommation (salariés) ou pour leurs clients (blanchisseries, entreprises de nettoyage, hôtels, restaurants, hôpitaux, établissements scolaires, etc.) ;
  - ↳ Les particuliers, par le biais des distributeurs de détail, à l'instar des GMS (grandes et moyennes surfaces).
- **Les industriels du secteur proposent quatre catégories de produits** :
  - ↳ Les détergents, destinés au nettoyage du linge, de la vaisselle ou de surfaces spécifiques ;
  - ↳ Les produits d'entretien : les désodorisants, les cires pour le soin des peaux animales, les produits à briller (peinture, métaux, bois, sols, etc...) ou à récurer (notamment pour salle de bains ou cuisine) ;
  - ↳ Les savons (liquides, solides ou en paillettes) pour le ménage ;
  - ↳ La glycérine, issue de la fabrication du savon, qui est utilisée pour la production de cosmétiques ou de biocarburants.
- **Les fondamentaux de l'activité** : Les préparations pour lessives et nettoyage sont les principaux produits facturés par les industriels français du secteur (34% en valeur). Cependant cette proportion a reculé de 7 points entre 2012 et 2017, à l'inverse notamment des agents de surface (+8 points). Les facturations concernant les opérations de sous-traitance sont également prises en compte. Elles ont représenté 17,7% des facturations totales du secteur en 2017 (en recul par rapport à 2012).

##### Étude MSI – Marché des produits d'entretien pour le nettoyage professionnel en France

- **Périmètre de l'étude** : L'étude couvre le marché français des produits d'entretien utilisés pour le nettoyage non résidentiel par les services externalisés de propreté et par les services de propreté internes aux établissements et institutions. La taille de marché exclut donc les ventes de produits d'entretien destinés à un usage individuel, par des particuliers. Il inclut par contre les produits utilisés par les entreprises de propreté ou les gardiens d'immeubles dans le cadre du nettoyage des parties communes d'immeubles.
- **Deux grandes familles de services** :
  - ↳ Les services externalisés de propreté et de services associés (quels que soient sa taille et son statut juridique)
  - ↳ Les services internes de propreté et de services associés, c'est-à-dire le personnel intégré dans l'effectif de l'entreprise, même de façon temporaire
- **L'étude couvre huit catégories de produits** :
  - ↳ Les produits d'entretien des sols
  - ↳ Les produits d'entretien des surfaces et des meubles
  - ↳ Les produits d'entretien du linge
  - ↳ Les produits d'entretien des sanitaires
  - ↳ Les produits d'entretien de la vaisselle et des cuisines
  - ↳ Les produits d'hygiène corporelle
  - ↳ Les produits pour la désinfection de l'air
  - ↳ Les produits de diffusion de parfum et de destruction des odeurs

En parallèle de cette analyse de marché, une étude a également été faite sur les modes de distribution de chaque produit d'entretien selon le secteur utilisateur et le mode de gestion des services de propreté (interne ou externe).

### 3. Présentation du groupe ORAPI

#### 3.2 Analyse sectorielle - XERFI

- Les principaux déterminants de l'activité et leurs impacts (1/2)

Principaux déterminants	2017	2018	2019 (e)	2020 (p)
La demande des ménages en détergents et produits d'entretien	--	+	+	=
La fréquentation dans l'hôtellerie, la restauration et les établissements de santé	++	+	+	+
L'activité des blanchisseries et des entreprises de nettoyage	+	+	+	+

Légende :

++ → très bien orienté

+ → bien orienté

= → stable

- → en baisse

-- → défavorable

Les exportations des industriels	+	++	+	+
La concurrence étrangère sur le marché français	--	--	-	-

#### ↳ Une demande intérieure dynamique

Les fabricants ont profité d'une hausse de la demande intérieure, principalement pour les grands formats et les produits premium. L'activité des industriels positionnés sur le segment BtoB a aussi été bien orientée. Ils ont pu profiter d'une hausse de la demande des professionnels de la restauration traditionnelle, de l'hôtellerie, des sociétés de nettoyage et des blanchisseries-teintureries. Les hôteliers et restaurateurs ont pu profiter du dynamisme des flux de touristes étrangers. Leur chiffre d'affaires a donc progressé respectivement de 2,3% et 5,1% en France en 2018. Les années 2019 et 2020 sont également bien orientées.

#### ■ Chiffre d'affaires des industriels du secteur (panel Xerfi)

Unité : indice de valeur base 100 en 2011



Traitement, estimations et prévision Xerfi / Source : Xerfi d'après Greffes des Tribunaux de Commerce

#### ↳ Une activité tournée vers l'international

Les exportations représentent en moyenne près du quart de l'activité des fabricants de savons, détergents et produits d'entretien implantés en France. Les fabricants de détergents et produits d'entretien, dont la production est destinée à l'ensemble du continent européen, ont pu s'appuyer sur une forte croissance de la demande étrangère en 2018 (+8,2% en valeur). Le dynamisme des exportations s'explique notamment par la progression des ventes au sein de l'Union Européenne. L'importance des exportations en direction de l'Europe s'explique par la stratégie des grands groupes consistant à spécialiser leurs usines dans un type de production afin de desservir l'ensemble du continent. Les exportations représentent une partie importante de leur chiffre d'affaires.

### 3. Présentation du groupe ORAPI

#### 3.2 Analyse sectorielle - XERFI

- Les principaux déterminants de l'activité et leurs impacts (2/3)

Principaux déterminants	2017	2018	2019 (e)	2020 (p)
Les rapports de forces avec les distributeurs	--	--	---	---
L'évolution des capacités de production	+	+	=	=

##### ↳ Intensification des pressions tarifaires

Après une année 2019 difficile, le chiffre d'affaires des fabricants de détergents et de produits d'entretien reculera encore en 2020 de 1%.

Les industriels devront concéder de nouvelles baisses de prix face aux pressions tarifaires exercées par les distributeurs. Ces pressions déflationnistes sont à l'œuvre depuis longtemps dans le secteur.

Par ailleurs, la promulgation de la loi Egalim début 2019, et ses mesures d'encadrement des promotions pour les produits alimentaires, intensifient cette dynamique.

Enfin, les fabricants français sont structurellement pénalisés par la concurrence étrangère, même si les flux entrants de détergents et produits d'entretien ont reculé de 2,3% au cours des 9 premiers mois de 2019.

##### ↳ Poursuite des investissements capacitaires

Dans le contexte de spécialisation des grands groupes et face à la concurrence, les grands groupes ont augmenté leurs capacités de production en 2019.

Les fabricants du secteur poursuivront en 2020 la modernisation de leur outil industriel. Début 2019, Procter & Gamble a par exemple annoncé un nouvel investissement de 50M€ dans son usine d'Amiens (80) qui dessert une cinquantaine de pays et qui est spécialisée dans la fabrication de lessives. Il sera consacré à la création d'une nouvelle ligne de production de lessive unidose et d'une autre ligne de fabrication destinée au conditionnement.

- Les principaux déterminants de l'activité et leurs impacts (3/3)

Principaux déterminants	2017	2018	2019 (e)	2020 (p)
Le cadre réglementaire	-	-	=	=
Les efforts d'innovation des fabricants	+	+	+	+

##### ↳ Les efforts d'innovation des fabricants

Pour répondre à la concurrence intense entre marques et fabricants étrangers, les industriels de produits d'entretien multiplient les innovations (composition chimique des produits, de senteurs, de packaging, de praticité, de conditionnement) dans le but de revaloriser leurs tarifs. Mais avec les nombreux textes réglementaires, les projets de R&D peuvent être retardés.

##### ↳ Les fabricants assainissent leurs compositions

Afin de satisfaire une demande croissante en détergents et produits d'entretien écologiques, les fabricants du secteur étendent de plus en plus leurs gammes en produits bio ou naturels.

Les produits « verts » font en effet partie des segments en plus forte croissance (+10,3% en valeur et +8,6% en volume au cumul annuel mobile à fin avril 2019).

Le positionnement à haute valeur ajoutée des produits écologiques constitue également un moyen pour les fabricants d'échapper aux pressions déflationnistes exercées par les distributeurs.

##### ↳ Les fabricants misent sur la croissance externe

Dans le but de proposer une offre de détergents et de produits d'entretien plus écologiques ou innovants, certains fabricants recourent aussi à de la croissance externe.

D'autres opérateurs choisissent d'innover en interne et misent sur la simplicité de leurs formulations.

### 3. Présentation du groupe ORAPI

#### 3.2 Analyse sectorielle - XERFI

##### ■ Chiffres clés des entreprises du secteur des détergents et produits d'entretien en 2016 (\*)

	2 016
Nombre d'entreprises	465
Effectifs salariés au 31/12	6 668
Nombre moyen de salariés par entreprise	14
Chiffre d'affaires HT (M€)	1 978,5
<i>dont chiffre d'affaires à l'export (M€)</i>	<i>644,1</i>
Chiffre d'affaires moyen par entreprise (k€)	4 248,4
Chiffre d'affaires moyen par salarié (k€)	296,3
Frais de personnel (M€) (% CA)	366,9
Taux de valeur ajoutée (valeur ajoutée / CA)	31,6%
Taux d'excédent brut d'exploitation (EBE / CA)	11,1%
Taux d'investissement (investissements corporels bruts hors apports / VA HT)	18,0%

(\*) Entreprises de toutes tailles / Traitement Xerfi / Source : INSEE-ESANE, données 2016

##### • Un secteur très concentré

L'industrie française des détergents et produits d'entretien est très concentrée. Les quatre premières entreprises du secteur, principalement des filiales de groupes mondiaux, réalisent en effet plus de la moitié du chiffre d'affaires du secteur (Reckitt Benckiser, McBride, Procter & Gamble et les Laboratoires Anios).

Par ailleurs, seules les 21 premières entreprises du secteur réalisent un chiffre d'affaires supérieur à 20M€.

Cette concentration s'explique par la forte intensité capitalistique de l'activité, elle-même liée à la nécessité de disposer de sites de production de taille élevée pour s'adresser à un marché de masse. Certaines de ces entreprises se positionnent sur différents segments d'activité, avec différentes marques, afin de couvrir l'ensemble des besoins, comme ORAPI.

La concentration est également géographique. La région Île-de-France rassemble près de 20% des effectifs du secteur en raison notamment de la présence de sièges sociaux des opérateurs ainsi que de centres de R&D. Les Hauts-de-France regroupent quant à eux d'importants sites industriels à l'image de l'usine de Procter & Gamble située à Amiens (80). Ce site de production est le plus grand du groupe en Europe (1 000 employés). Enfin, la région Auvergne-Rhône-Alpes est la 3<sup>ème</sup> en termes d'effectifs salariés. Les fabricants ORAPI et Unilever y possèdent notamment des usines.

##### ■ Concentration de l'industrie des détergents et produits d'entretien en France (\*)

Unité : part en % du chiffre d'affaires de l'ensemble du secteur

	Part du CA
4 premières entreprises	55,9%
8 premières entreprises	69,2%
15 premières entreprises	82,6%
25 premières entreprises	92,7%

(\*) Part du CA dans le secteur après correction de Xerfi des acteurs diversifiés

Source : Xerfi, d'après Greffes des Tribunaux de commerce

En m€	Chiffre d'affaires
4 premières entreprises	1 106
461 entreprises	873

### 3. Présentation du groupe ORAPI

#### 3.2 Analyse sectorielle - XERFI

- Les principaux faits marquants

Mois	Opérateurs	Commentaires
Avril 2018	Briochin	Le fabricant de produits d'entretien ménagers Briochin revoit les formules de sa gamme de soin du linge. Il bannit les allergènes de ses lessives dont certains ont été interdits dans les cosmétiques. L'identité visuelle des produits est également modifiée pour mettre en avant le positionnement « naturel » des produits.
Juillet 2018	McBride	Le groupe McBride annonce l'embauche de 30 personnes sur son site de production situé à Rosporden (29). Ces recrutements interviennent dans le cadre d'une augmentation de l'activité de l'usine.
Janvier 2019	Procter & Gamble	Procter & Gamble annonce un investissement de 50M€ dans son usine située à Amiens. Il sera destiné à la création d'une ligne de fabrication ainsi que d'une ligne liée au conditionnement.
Février 2019	ORAPI	Afin de se recentrer sur la fabrication de détergents et produits d'entretien, le groupe ORAPI commence une procédure de cession de sa filiale DACD. Cette opération contribuera également au désendettement de l'entreprise.
Juillet 2019	Eurotab Tableting	Eurotab Tableting, groupe spécialisé dans la fabrication de tablettes individuelles de produits détergents, est racheté par le fonds d'investissement LBO France. Le groupe, qui emploie 210 personnes, possède deux usines à Saint-Just-Saint-Rambert (42) et une dans la région d'Istanbul. Il détient également une participation majoritaire dans Spaintab, une société destinée à couvrir le marché ibérique.
Septembre 2019	Salveco	L'industriel de la chimie Salveco lance une marque de produits d'entretien, Osanis. Les formulations sont composées à 100% d'ingrédients naturels. La gamme est composée d'une lessive, d'un liquide vaisselle, d'un nettoyeur dégraissant pour la cuisine et d'un nettoyeur pour les vitres.

### 3. Présentation du groupe ORAPI

#### 3.2 Analyse sectorielle - XERFI

- **Les principaux acteurs et leur positionnement**

Les acteurs mondiaux produisent en France des gammes complètes de détergents et de produits d'entretien sous différentes marques. L'Anglais Reckitt Benckiser, au sein de son unité de Chartres (28), fabrique notamment 9 marques de produits ménagers à destination de la grande consommation (Finish, Cillit Bang, Calgon, etc.) et des professionnels (Jex). McBride s'impose quant à lui comme un acteur européen incontournable de la fabrication de produits d'entretien sous les marques de distributeurs.

Les leaders du secteur sont principalement des acteurs diversifiés proposant également d'autres produits de grande consommation et pour lesquels le segment des détergents et produits d'entretien représente au final une part assez faible de leur activité totale.

L'Américain Colgate-Palmolive réalise par exemple plus des trois quarts de son chiffre d'affaires dans les segments de l'hygiène corporelle et des soins bucco-dentaires.

Quant à Unilever, il tire près de la moitié de ses revenus des produits agroalimentaires.

Au sein d'un secteur dominé par des acteurs internationaux, le Français ORAPI tire son épingle du jeu. Basé à Vénissieux (69), il réalise près de 250M€ de chiffre d'affaires sur le segment de l'hygiène professionnelle et la maintenance industrielle. Le groupe s'est développé grâce à une stratégie de croissance externe en France et à l'international.

LaboJal, basé à Thizy-les-Bourgs (69), intervient aussi sur le segment de l'hygiène professionnelle. Le fabricant dispose notamment d'une offre innovante. Sa gamme comprend, par exemple, un produit permettant aux restaurateurs d'abaisser le temps de lavage d'une plaque de cuisson d'une heure à quinze minutes.

Le CA consolidé présenté ci-dessous correspond au CA global d'acteurs internationaux ayant une part de leur activité en France :

■ **Principaux acteurs intervenant en France dans le secteur (\*)**

	Acteurs	Pays d'origine	CA consolidé (année)	Poids dans le secteur en France
Spécialistes BroC	MCBRIDE	Royaume-Uni	852 M€ (30/06/2018)	●
	PROCTER & GAMBLE	États-Unis	56 000 M€ (30/06/2018)	●
	RECKITT BENCKISER	Royaume-Uni	13 139 M€ (2017)	●
	COLGATE-PALMOLIVE	États-Unis	13 685 M€ (2017)	●
	UNILEVER	Pays-Bas, Royaume-Uni	53 715 M€ (2017)	●
Spécialistes BroB	<b>ORAPI</b>	France	244 M€ (2017)	●
	LABORATOIRES ANIOS	France	230 M€ (2016)	●
	CHRISTEYNS	Belgique	320 M€ (2017)	●

(\*) Liste non exhaustive / Source : Xerfi d'après opérateurs et Greffes des Tribunaux de Commerce

### 3. Présentation du groupe ORAPI

#### 3.2 Analyse sectorielle - MSI

##### Un marché mature et concentré qui poursuit son développement

Le marché des produits d'entretien pour le nettoyage professionnel est un marché mature à forte inertie. Cela se traduit par une croissance en volume proche de zéro, et une croissance en valeur tirée par l'évolution des prix des produits et des surcoûts de production et de distribution.

Par ailleurs, l'évolution des dynamiques d'achat avec le groupement des acteurs hospitaliers, le développement des entreprises prestataires fait pression sur les prix et donc le marché en valeur. Les mouvements de concentration observés depuis plusieurs années chez les fabricants est une réponse à cette problématique. Les opérateurs du secteur cherchent à réaliser des économies d'échelle.

Le marché en volume souffre de plusieurs facteurs : (i) la concentration des produits, (ii) le développement technologique qui nécessite une moindre quantité de produits, (iii) le développement du nettoyage sans produit.

Néanmoins, le marché bénéficie du rebond de la demande observé depuis la reprise économique et également de la professionnalisation des achats, via l'externalisation croissante et les achats groupés. Les produits achetés et utilisés sont ainsi de plus en plus les produits dédiés aux professionnels.

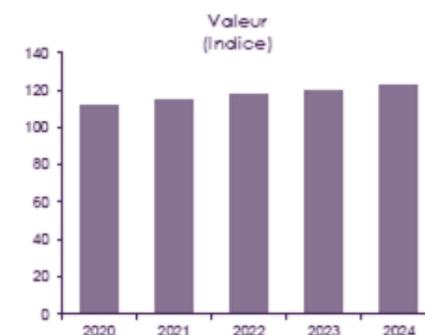
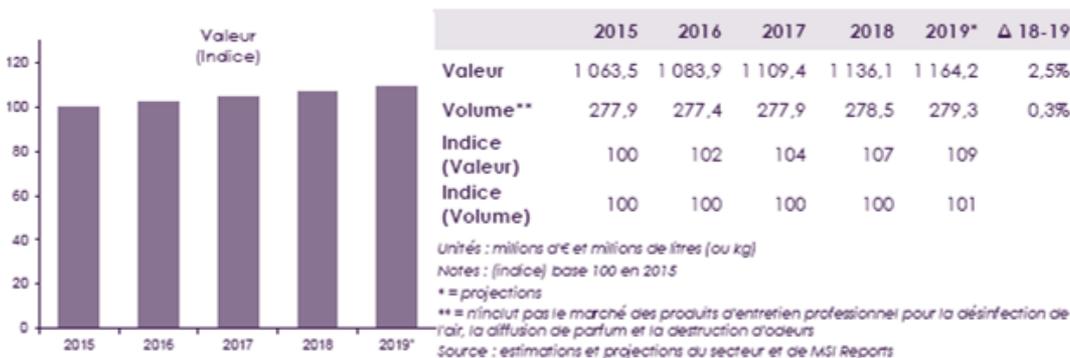
Si les fabricants innovent constamment en développant des produits et gammes plus écologiques, aux formules plus concentrées, les grandes dynamiques du secteur restent ainsi les mêmes depuis plusieurs années.

La responsabilité sociale des entreprises est un gage d'innovation. En effet, les entreprises utilisatrices sont de plus en plus en demande de produits pouvant être mis en avant dans leur propre politique RSE. Ainsi, les innovations du secteur visent à la limitation des risques utilisateurs via des formulations innovantes de chimie douce, à l'innovation des emballages permettant une moindre utilisation de plastique et une manutention plus sûre, etc. Cela vient donc de la demande des entreprises utilisatrices finales, mais entre dans un cadre sociétal bien plus large : celui de la prise de conscience des effets négatifs des produits d'entretien sur l'environnement ou encore la santé humaine.

A l'avenir, le marché continuera à augmenter en volume mais très faiblement et en valeur pour différentes raisons. Nous pouvons retenir :

- La professionnalisation des achats avec l'essor des centrales d'achat dans le public, le regroupement généralisé des acheteurs et l'externalisation croissante des services de propreté, comme vu précédemment ;
- L'axe du développement durable en plein essor avec le développement des produits éco-certifiés et écolabellisés, par nature plus onéreux, et la réduction des emballages ;
- L'augmentation des réglementations et des différents labels. Les professionnels, notamment dans le domaine de la santé, de l'agroalimentaire ou de la restauration collective, doivent se conformer à des règles nationales et européennes strictes en matière d'hygiène.

Evolution du marché des produits d'entretien pour le nettoyage professionnel en France (2015 – 2024)



### 3. Présentation du groupe ORAPI

#### 3.2 Analyse sectorielle - MSI

- **Un marché concentré entre les mains de quelques fabricants**

Le marché de la fabrication des produits d'entretien pour le nettoyage professionnel est concentré entre les mains de quelques opérateurs : Christeyns France, Diversy, Ecolab, Procter & Gamble Professionnel, Werner & Mertz, etc. Cela s'explique structurellement par une forte intensité capitalistique de l'activité, nécessitant des moyens importants.

Comme vu précédemment, le marché est mature. De ce fait, les prises de marché sur de la croissance interne sont limitées. Par ailleurs, les marges des fabricants se sont érodées au fur et à mesure de la concentration de la clientèle et de l'accroissement consécutif du pouvoir de négociation de ces derniers.

- **Des fabricants diversifiés à tous les secteurs clients et types d'application**

Les leaders du secteur sont des acteurs proposant un ensemble de gammes de produits, segmentées par secteur client (restauration, client, etc.) et types d'application (sols, surfaces et meubles, etc.).

- **Un marché dominé par des groupes étrangers... Mais une production régionalisée**

Les leaders du secteur sont détenus par des capitaux étrangers. En effet, même le Français Laboratoires Anios a été acquis récemment par l'Américain SC Johnson. Toutefois, les fabricants aux capitaux étrangers ont aussi des usines en France, comme l'illustrent Procter & Gamble (qui possède par exemple l'une de ses plus grandes usines mondiales à Amiens) ou encore Reckitt Benckiser (qui dispose d'une unité de production à Chartres).

Parmi les acteurs français de taille relativement importante, mentionnons ORAPI, Eyrin Industrie, ou encore Labojal et Hydrachim.

- **Un phénomène de concentration chez les distributeurs également**

Dans la distribution, les opérations de fusions-acquisitions ont également été nombreuses.

- **Principaux faits marquants des derniers mois (en plus de ceux décrits précédemment dans l'étude XERFI)**

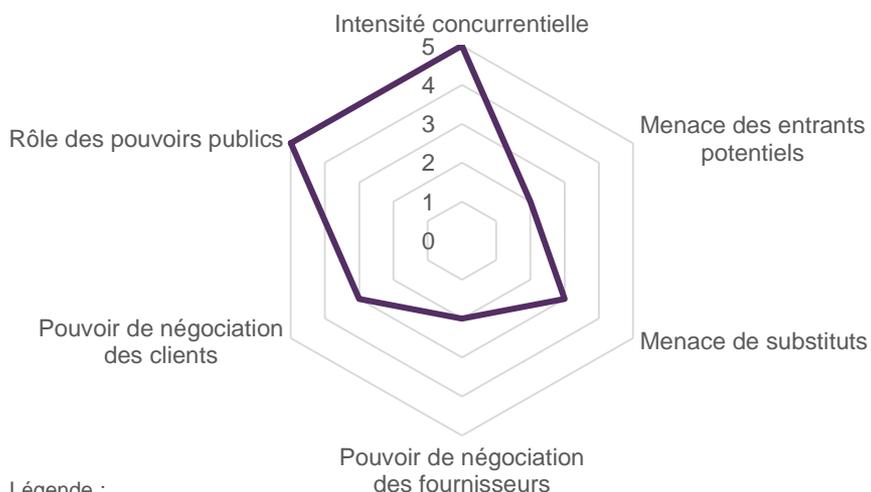
Mois	Commentaires
Juin 2018	Les sociétés Hypred, AG France, Medentech, LCB Food Safety G3, Kilco et Choisy Laboratories sont désormais regroupées sous la bannière unique « Kersia », totalisant environ 250M€ de CA.
Juillet 2018	ORAPI présente à la presse son « usine du futur » automatisée à Saint-Vulbas (investissement 8M€ sur 2 ans).
Octobre 2018	L'agence ORAPI Hygiène Rhône-Alpes ouvre son drive qui permet aux clients de récupérer leur commande 2 heures après l'avoir émise.
Décembre 2018	Christeyns France rachète la division Life Sciences d'Ecolab SNC en France suite à une décision de l'autorité de la Concurrence, afin de maîtriser une bonne compétitivité dans l'industrie pharmaceutique et cosmétique.
Janvier 2019	Le groupe Fournier, via Sodipep, membre du groupement Adisco, acquiert la société Établissement Bartholus (9,3M€ de chiffre d'affaires en 2017), spécialiste dans la distribution des produits d'hygiène et de nettoyage notamment auprès des collectivités, des entreprises de propreté, mais également de l'hôtellerie-restauration.
Avril 2019	Werner & Metz a remporté le 1 <sup>er</sup> prix d'innovation de la catégorie produits du salon Europropre pour les nouveaux détergents durables en poches souples KLIKS.
Juillet 2019	Le groupe Raja acquiert Bernard France au fonds américain Cerberus, détenant alors les activités européennes de Staples.
Septembre 2019	Eyrein Industrie innove en proposant une gamme complète de produits ultraconcentrés, permettant notamment l'économie de 70% de plastique.
Novembre 2019	Groupe Reso et Hygial fusionnent pour créer Heegeo. Ce nouvel acteur est présenté comme le « 1 <sup>er</sup> groupement d'indépendants » en nombre mais aussi en activité : il réunira 37 sociétés (48 agences) dès 2020 pour un chiffre d'affaires d'environ 130M€ et une force commerciale de 280 vendeurs. Le groupe vise les 150M€ de chiffre d'affaires d'ici 2 à 3 ans.

### 3. Présentation du groupe ORAPI

#### 3.3 Diagnostic stratégique – Analyse PORTER

La structure concurrentielle du groupe peut être analysée par le biais des forces (ou critères) de Porter.

##### 5+1 Forces de Porter



Légende :  
1 → Faible  
5 → Elevé

##### Intensité concurrentielle

- Avec la compétitivité des opérateurs sur la scène internationale (principalement européenne), notamment en termes de prix et de technologie, l'intensité concurrentielle est importante.
- L'externalisation croissante des performances et la pression des centrales d'achat fait tendre le marché vers une situation concurrentielle oligopolistique.
- ORAPI fait face à une concurrence forte sur le marché de la santé, de l'industrie et des loisirs avec la présence de leaders en termes de :
  - ↳ Fabrication : DIVERSEY, ECOLAB, ANIOS
  - ↳ Distribution : PLG, ADISIO
- Concernant la division Process, ORAPI se positionne en acteur de niche avec des produits à forte valeur ajoutée grâce à une forte technicité. Mais se retrouve, tout de même, face à des leaders internationaux comme HENKEL ou KLUBER.

→ Risque d'intensité concurrentielle élevé

##### Menace des entrants potentiels

- Le secteur est très concentré. Les quatre premières entreprises du secteur réalisent plus de la moitié du chiffre d'affaires du secteur. Effectivement, ce secteur nécessite de disposer de sites de production de taille importante pour s'adresser à un marché de masse.
- ORAPI dispose de la double casquette de fabricant en chimie et distributeur professionnel. Cette position le rend capable de servir directement les clients finaux sans avoir recours à des intermédiaires.
- De plus, le savoir-faire technique d'ORAPI lui permet de se prémunir face aux risques des nouveaux entrants.

→ Menace des entrants potentiels faible

### 3. Présentation du groupe ORAPI

#### 3.3 Diagnostic stratégique – Analyse PORTER

##### Menace de substituts

- Avec les innovations dans le secteur, des solutions ou produits alternatifs apparaissent :
  - ↳ Développement du nettoyage sans produit : l'électrolyse de l'eau ou encore l'eau ozonée
  - ↳ Produits concentrés, écologiques (plus respectueux de la santé humaine et de l'environnement)
  - ↳ Nouvelle composition chimique des produits (moins toxique, plus innovante)
- En se positionnant sur un marché de niche grâce à sa division Process, le groupe limite les menaces de produits alternatifs.

→ Menace des substituts moyenne

##### Pouvoir de négociation des clients

- Le secteur connaît une concentration de la clientèle du fait de l'externalisation croissante des services de propreté, du développement des groupements d'achats ou encore des diverses fusions-acquisitions au sein des distributeurs.
- Néanmoins chez ORAPI, il n'y a pas de concentration du nombre de clients. Leur pouvoir de négociation est faible dans la mesure où la clientèle est diverse (concerne aussi bien des ETI que des PME) et étendue (hors grands comptes).
- ORAPI dispose d'une distribution intégrée et est sur le segment BtoB. Ainsi, les clients sont généralement les utilisateurs finaux : entreprises et collectivités.

→ Pouvoir de négociation moyen

##### Pouvoir de négociation des fournisseurs

- La société dépend des fluctuations du cours des matières premières. Les tensioactifs, issus de la chimie pétrolière ou végétale, seront de plus en plus demandés. L'augmentation de la demande provoquera, ainsi, une augmentation des coûts.
- Son positionnement en tant que fabricant et distributeur permet de limiter le pouvoir de négociation des fournisseurs.

→ Pouvoir de négociation des fournisseurs faible

##### Rôle des pouvoirs publics

- Les entreprises de secteurs particuliers (santé, restauration, blanchisseries...) sont impactées par l'évolution des réglementations en matière d'hygiène.
- Dans l'industrie et le transport, les exigences réglementaires sont également élevées, notamment en ce qui concerne la maintenance et l'entretien des sites industriels. Ces domaines utilisent des produits certifiés à plus forte valeur ajoutée.

→ Rôle des pouvoirs publics élevé

### 3. Présentation du groupe ORAPI

#### 3.3 Diagnostic stratégique – Analyse PESTEL

##### Politique

- Il peut y avoir des impacts de textes de loi relatifs à la politique environnementale, technologique, santé publique, hygiène...
- Les lois politiques et fiscales favorisent le développement de l'activité (*baisse de l'impôt sur les sociétés, remplacement du CICE par un allègement des charges...*)
- L'exemple actuel de l'importance médiatique du Coronavirus met en évidence l'impact que la politique peut avoir sur l'activité du groupe.

##### Economique

- Il est à relever une sensibilité de l'activité de l'entreprise aux :
  - ↳ Évolutions technologiques
  - ↳ Évolutions des tendances de l'activité des entreprises de nettoyage, blanchisseries, teintureries
  - ↳ Fréquentations touristiques (hôtels, restaurants, etc.)
  - ↳ Risques de change

##### Social

- Les utilisateurs finaux prennent conscience des effets négatifs des produits d'entretien sur l'environnement ou la santé humaine (allergènes). Ils sont sensibles à la nature des détergents et produits d'entretien écologiques.
- Néanmoins, le lien entre l'activité de l'entreprise et le style de vie des consommateurs est relativement faible, car la société s'adresse à des professionnels essentiellement.

##### Technologique

- L'activité du groupe est au cœur même de l'évolution des normes environnementales (gérer de manière optimale la consommation d'eau et de produits) et de qualité (secteur de la santé, de l'agroalimentaire...)
- Les innovations du secteur visent à la limitation des risques des utilisateurs (formulation de chimie douce, l'innovation des emballages, des solutions de dosage permettant d'utiliser moins de produit, etc.)

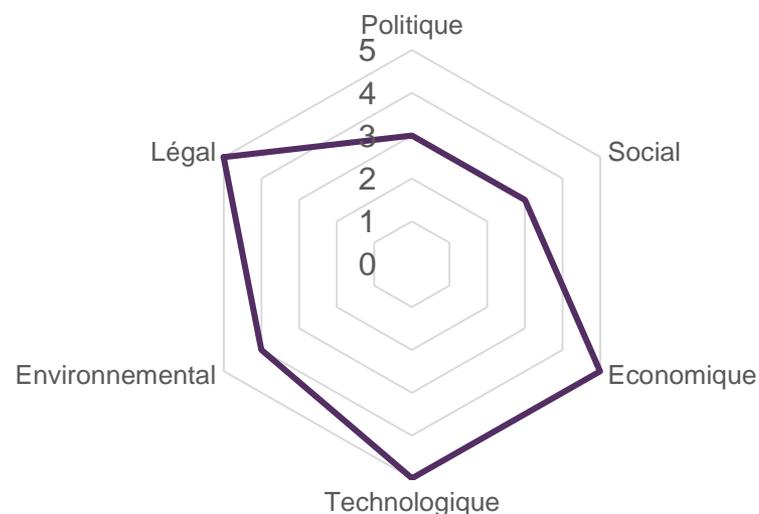
##### Environnemental

- L'activité du groupe est concernée par l'influence des problématiques énergétiques et environnementales mais également des risques épidémiques et de pandémies.

##### Légal

- La société est impactée par les différentes lois mises en place par le gouvernement (*Plan de Maîtrise Sanitaire, Loi Grenelle 2, charte AISE pour le nettoyage durable, certifications, Loi Egalim 2019...*) et par les réglementations européennes (*réglementation européenne sur les détergents, directive européenne sur les produits biocides, sur la sécurité générale des produits...*)

#### Analyse PESTEL

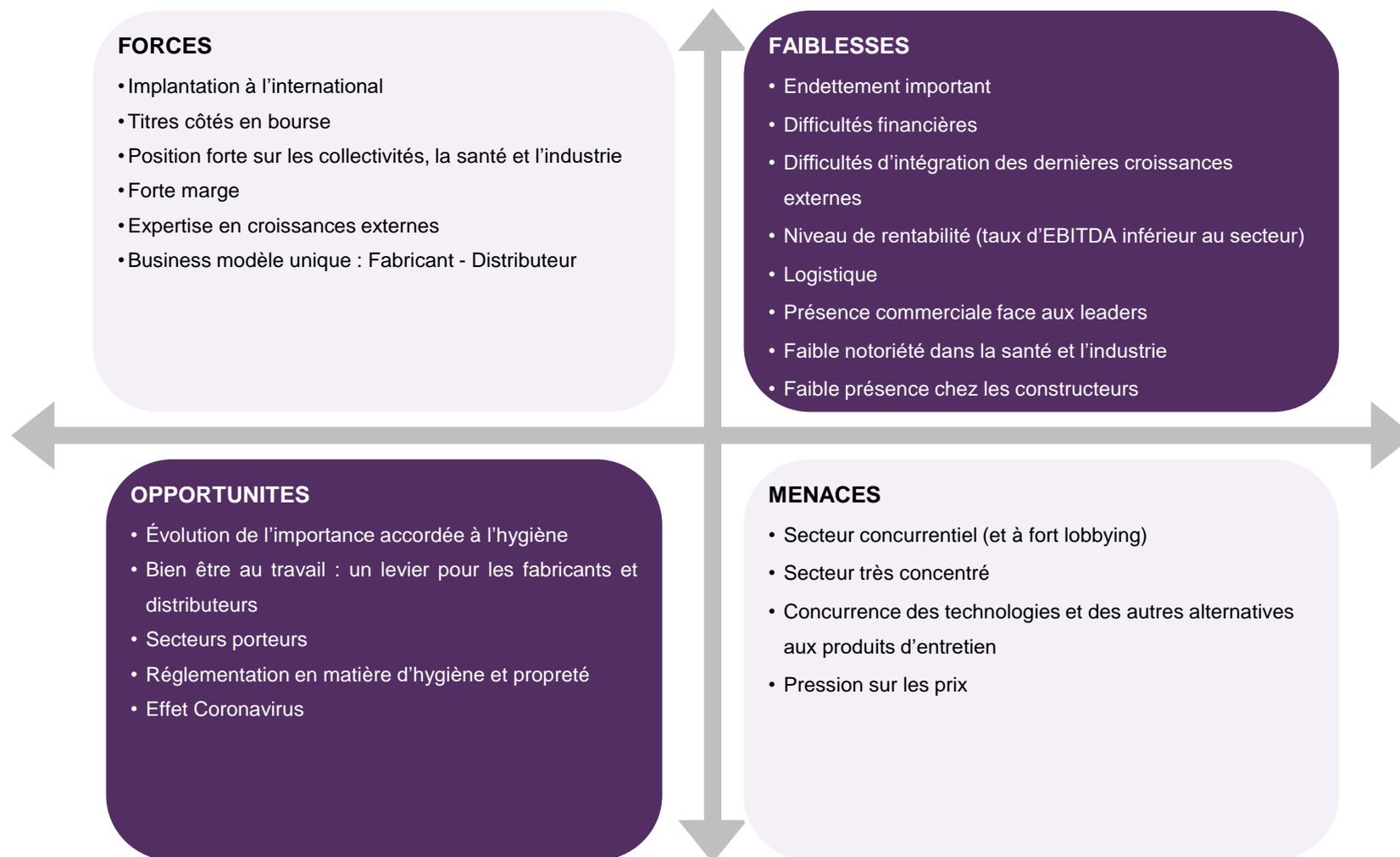


Légende :  
 1 → Faible  
 5 → Elevé

### 3. Présentation du groupe ORAPI

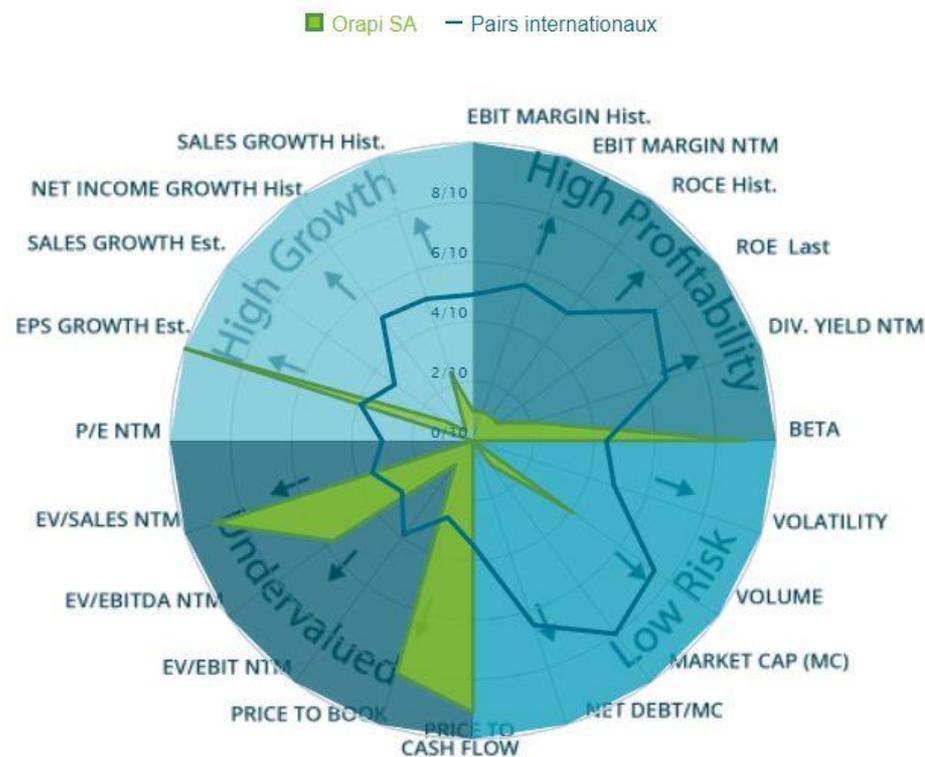
#### 3.3 Diagnostic stratégique – Matrice SWOT

La matrice SWOT permet d'obtenir une vision synthétique d'une entité en croisant l'analyse interne avec l'analyse de l'environnement de l'entreprise. Nos constatations se sont faites suite aux analyses sectorielles ainsi qu'avec l'analyse stratégique d'Advancy.



### 3. Présentation du groupe ORAPI

#### 3.3 Diagnostic stratégique – Matrice GPRV



Source : Infront Analytics, extraction faite le 16/03/2020

Les scores GPRV® mesurent l'attractivité d'ORAPI SA, ils sont relatifs à un univers de 561 sociétés internationales dans le secteur chimique.

Le graphique est divisé en quatre parties :

- Rentabilité :

La société ORAPI a une note moyenne de 1,2/10 au niveau de la rentabilité alors que la moyenne des pairs internationaux s'élève à 6,1/10.

Cette faible note est principalement due (i) au niveau d'EBIT historique de la société ORAPI qui est de 0,6% alors que la moyenne du niveau d'EBIT historique des pairs internationaux s'élève à 9,9%, (ii) au niveau d'EBIT des douze mois à venir de la société qui s'élève à 1,6% alors que la moyenne du niveau d'EBIT des douze mois à venir des pairs internationaux s'élève à 12,6%, (iii) au niveau de ROCE historique de 1,1% pour ORAPI et de 12,4% pour les pairs internationaux et (iv) au niveau de ROE qui est de -8,4% pour ORAPI et de 16,4% pour les pairs internationaux.

- Risque :

La société ORAPI a une note moyenne de 2,8/10 au niveau du risque contre 6,2/10 pour les pairs internationaux.

Cette faible note est principalement due (i) au niveau de volatilité très élevée, de 192,4% de la société ORAPI, contre une volatilité de 37,4% pour les pairs et (ii) un taux de dette nette sur capitalisation boursière de 2,8 pour ORAPI contre 0,2 pour les pairs.

- Croissance :

La société ORAPI a une note moyenne de 3,5/10 au niveau de la croissance alors que la moyenne des pairs internationaux s'élève à 4,3/10.

Cette note est principalement due (i) à la croissance des ventes nettes historiques de 2,9% pour ORAPI contre 8,3% pour les pairs et (ii) la croissance du revenu net historique pour ORAPI de (63,8)% contre 21,4% pour les pairs.

- Valeur :

La société ORAPI a une note moyenne de 5,5/10 au niveau de la valeur alors que la moyenne des pairs internationaux s'élève à 3,2/10.

Cette note est principalement expliquée par (i) un taux de valeur d'entreprise sur les ventes nettes de 0,4 pour ORAPI contre 1,6 pour les pairs, (ii) un taux de valeur d'entreprise sur l'EBITDA de 6 pour ORAPI contre 9,2 pour les pairs et (iii) un taux de prix sur la valeur comptable de 0,6 pour ORAPI contre 2,5 pour les pairs internationaux.

### 3. Présentation du Groupe ORAPI

#### 3.4 Analyse historique des comptes consolidés

##### 3.4.1 Évolution des résultats

**NB :** Les comptes au 31/12/2019 sont présentés sans le traitement d'IFRS 16 pour une homogénéisation de la lecture - cf. 3.4.4 pour l'impact de la norme.

En M€	31/12/2018	% CA	31/12/2019	% CA	Variation	
Chiffre d'affaires net	255,9		240,1		(15,8)	(6%)
<b>Production de l'exercice</b>	<b>255,9</b>	<b>100%</b>	<b>240,1</b>	<b>100%</b>	<b>(15,8)</b>	<b>(6%)</b>
Achats consommés	(133,5)	(52%)	(125,3)	(52%)	(8,2)	(6%)
<b>Marge brute globale</b>	<b>122,5</b>	<b>48%</b>	<b>114,8</b>	<b>48%</b>	<b>(7,7)</b>	<b>(6%)</b>
Charges externes	(45,6)	(18%)	(43,7)	(18%)	(1,9)	(4%)
Charges de personnel	(64,7)	(25%)	(60,1)	(25%)	(4,6)	(7%)
Impôts et taxes	(2,9)	(1%)	(2,7)	(1%)	(0,3)	(9%)
Autres produits d'exploitation nets de charges (courants)	0,4	0%	0,5	0%	0,0	7%
<b>EBITDA</b>	<b>9,7</b>	<b>4%</b>	<b>8,8</b>	<b>4%</b>	<b>(0,8)</b>	<b>(9%)</b>
Dotations d'exploitation nettes des reprises	(6,9)	(3%)	(6,3)	(3%)	(0,6)	(8%)
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>2,7</b>	<b>1%</b>	<b>2,5</b>	<b>1%</b>	<b>(0,3)</b>	<b>2%</b>
Autres produits d'exploitation nets de charges (non courants)	(2,5)	(1%)	(1,6)	(1%)	0,9	(37%)
Quote-part dans le résultat des entreprises associées	(0,0)	(0%)	0,0	0%	(0,0)	N/S
<b>Résultat opérationnel</b>	<b>0,2</b>	<b>0%</b>	<b>0,9</b>	<b>0%</b>	<b>0,7</b>	<b>N/S</b>
Coût de l'endettement financier net	(2,8)	(1%)	(2,8)	(1%)	(0,1)	2%
Autres produits et charges financières	(0,1)	(0%)	(0,0)	(0%)	0,0	(76%)
<b>Résultat avant impôts</b>	<b>(2,6)</b>		<b>(1,9)</b>			
Impôt sur les sociétés	(1,2)	(0%)	(0,8)	(0%)	(0,3)	(30%)
<b>Résultat Net</b>	<b>(3,7)</b>	<b>(1%)</b>	<b>(2,7)</b>	<b>(1%)</b>	<b>1,0</b>	<b>(27%)</b>
<b>Part du groupe</b>	<b>(3,8)</b>	<b>(1%)</b>	<b>(2,8)</b>	<b>(1%)</b>	<b>1,0</b>	
<b>Part des minoritaires</b>	<b>0,0</b>	<b>0%</b>	<b>0,0</b>	<b>0%</b>	<b>0,0</b>	

À l'issue de l'exercice 2019, le Groupe ORAPI a réalisé un chiffre d'affaires consolidé de 240M€, soit une diminution de 16M€ entre 2018 et 2019 essentiellement sur le secteur Europe du sud. Cette diminution s'explique au niveau global par la baisse du volume de ventes en raison des difficultés et des retards de livraison ainsi que la perte de grands comptes à cause d'un taux de service dégradé, en partie compensée par la hausse des prix de 2%.

Par ailleurs, la baisse du chiffre d'affaires provient principalement de la cession de la filiale DACD courant mars 2019, soit (9,6)M€. A périmètre constant, nous notons également une baisse du CA de (3,2)% entre 2018 et 2019 essentiellement due à une diminution sur le S2 de (6,4)% et plus précisément sur le Q4 avec (10)%, tandis que le S1 est plutôt stable.

La mise en œuvre du plan TINA qui a débuté en 2019 n'a pas encore totalement produit ses effets car malgré la diminution des achats consommés de 8 M€ entre 2018 et 2019, le taux de marge brute globale reste stable entre 2018 et 2019 et s'établit à 48 %.

Les charges externes sont en baisse de 2M€ pour s'établir à 43,7M€ au 31/12/2019, soit une variation de (4)%.

Les charges de personnel diminuent de 7 % entre 2018 et 2019 pour s'établir à 60 M€. Cette réduction s'explique par le plan de réduction des effectifs mis en place courant 2018.

Comme pour le taux de marge brute globale, le taux d'EBITDA reste stable entre 2018 et 2019 et s'établit à 4 %. L'EBITDA diminue de 9 % entre 2018 et 2019 pour s'élever à 8,8M€ en 2019.

Les autres produits nets de charges non courants diminuent de 0,9M€ pour s'élever à 1,58M€ en 2019 en raison de (i) la dépréciation du goodwill UGT Europe du sud pour (6,1)M€, (ii) la plus-value de cession consolidée DACD pour 6,4M€, (iii) frais et provisions liés à la mise en œuvre du plan TINA pour (2)M€.

Nous aboutissons à un résultat opérationnel de 0,9M€ contre 0,2M€ en 2018, soit une augmentation de 0,7M€.

Le coût de l'endettement est plutôt stable et s'élève à 2,8M€ alors que les autres produits nets de charges financières ne sont pas significatifs.

Le résultat avant impôts s'élève donc à 1,9M€ contre 2,6M€ en 2018.

L'impôt sur les bénéfices diminue de 0,3M€, pour s'élever à une charge de 0,8M€, ce qui impacte le résultat net qui ressort déficitaire à (2,7)M€ contre (3,7)M€ en 2018.

### 3. Présentation du Groupe ORAPI

#### 3.4 Analyse historique des comptes consolidés

##### 3.4.1 Évolution des résultats (suite)

**NB** : Les comptes au 31/12/2019 sont présentés sans le traitement d'IFRS 16 pour une homogénéisation de la lecture - cf. 3.4.4 pour l'impact de la norme.

En m€	CA		EBITDA	
	31/12/2018	31/12/2019p	31/12/2018	31/12/2019p
France (SA, Inter, CTV, Europe&Pacifique)	31,7	33,5	1,8	0,6
Ventes directes Spécialisées	21,0	11,1	3,1	1,4
Ventes indirectes Hygiène	23,5	23,6	3,0	3,2
Ventes directes Hygiène	144,4	136,9	0,8	0,4
France	220,7	205,0	5,1	4,4
Europe du Nord	16,2	15,8	0,8	0,7
Europe du Sud	5,4	6,0	0,6	0,7
Reste du monde	9,1	8,8	2,0	1,7
Autres	4,6	4,5	1,3	1,3
<b>Total</b>	<b>255,9</b>	<b>240,1</b>	<b>9,7</b>	<b>8,8</b>

Les atterrissages des années 2018 et 2019 sont en retrait par rapport aux budgets, tant en termes de CA que d'EBITDA, comme explicité en partie 3.5.1.

Nous précisons qu'ORAPI réalise près de 95% de son chiffre d'affaires en Europe. Ainsi, les effets de change sont non significatifs au niveau du Groupe.

Dans l'analyse du bilan qui suit, nous avons fait apparaître les actifs et passifs destinés à être cédés (cession de la filiale DACD intervenue en 03/2019). Cette distinction n'a pas été faite dans l'analyse du compte de résultat mais la contribution de la société DACD au chiffre d'affaires groupe s'élève à 12,9M€ en 2018 et 3,2M€ en 2019, et à l'EBITDA de 2,4M€ en 2018 et 0,6M€ en 2019.

### 3. Présentation du Groupe ORAPI

#### 3.4 Analyse historique des comptes consolidés

##### 3.4.2 Évolution de la situation bilancielle

**NB** : Les comptes au 31/12/2019 sont présentés sans le traitement d'IFRS 16 pour une homogénéisation de la lecture - cf. 3.4.4 pour l'impact de la norme.

En m€	31/12/2018	31/12/2019	Variation	
Ecart d'acquisition	50,6	44,6	(6,0)	(12%)
Immobilisations incorporelles	8,0	7,0	(1,0)	(13%)
Immobilisations corporelles	20,9	19,9	(1,0)	(5%)
Actifs financiers non courants	6,3	5,1	(1,2)	(20%)
Impôt différé	0,9	1,3	0,4	42%
<b>Actifs non courants</b>	<b>86,7</b>	<b>77,7</b>	<b>(9,0)</b>	<b>(10%)</b>
Stocks et encours	34,0	28,6	(5,4)	(16%)
Créances clients	47,8	42,4	(5,4)	(11%)
Autres créances	13,4	14,2	0,8	6%
Trésorerie et équivalents de trésorerie	8,6	9,4	0,8	10%
Actifs détenus en vue de la vente	11,3	0,0	(11,3)	(100%)
<b>Actifs courants</b>	<b>115,0</b>	<b>94,6</b>	<b>(20,5)</b>	<b>(18%)</b>
<b>Actif du bilan</b>	<b>201,7</b>	<b>172,3</b>	<b>(29,4)</b>	<b>(15%)</b>

L'actif non courant s'élève à 78M€ contre 87M€ en 2018, soit une variation négative de 9M€. Il se décompose comme suit :

- 45M€ d'écart d'acquisitions, soit 57% du total. L'écart d'acquisitions a diminué de 6M€ en raison de la hausse des dépréciations d'un montant de 6,1M€ concernant la dépréciation du goodwill UGT Europe du sud, compensé par une hausse des écarts d'acquisitions de 0,1M€. Le total des dépréciations du Goodwill est de 15M€ pour une valeur brute de 53,5M€.
- 7M€ d'actifs incorporels avec une baisse de 1M€. Ils sont principalement composés de fonds de commerce (contrat de distribution par PROVEN ORAPI, deux relations clients et un contrat de R&D) et de logiciels. Nous précisons que les relations clients sont amorties sur 9 à 20 ans.
- 20M€ d'actifs corporels, soit 26% du total. Ils sont en diminution de 1M€ et sont principalement composés de machines, d'équipements, de constructions et de terrains.
- Le montant global des investissements s'élève à 4,3M€ sur la période 2019.
- 5M€ d'actifs financiers non courants (comprenant des dépôts de garantie des locaux commerciaux et des créances de CICE et CIR) en baisse de 20% soit de 1,2M€ en raison de la baisse des crédits d'impôts.
- 1,3M€ d'impôt différé contre 0,9M€ en 2018.

Indicateurs clés	31/12/2018	31/12/2019
BFR / CA	0,12	0,13
EFN / CP	1,68	1,51
Goodwill / CP	1,18	1,09
Remboursements d'emprunts / EBITDA	3,64	0,95

### 3. Présentation du Groupe ORAPI

#### 3.4 Analyse historique des comptes consolidés

##### 3.4.2 Évolution de la situation bilancielle

**NB** : Les comptes au 31/12/2019 sont présentés sans le traitement d'IFRS 16 pour une homogénéisation de la lecture - cf. 3.4.4 pour l'impact de la norme.

En m€	31/12/2018	31/12/2019	Variation	
Ecart d'acquisition	50,6	44,6	(6,0)	(12%)
Immobilisations incorporelles	8,0	7,0	(1,0)	(13%)
Immobilisations corporelles	20,9	19,9	(1,0)	(5%)
Actifs financiers non courants	6,3	5,1	(1,2)	(20%)
Impôt différé	0,9	1,3	0,4	42%
<b>Actifs non courants</b>	<b>86,7</b>	<b>77,7</b>	<b>(9,0)</b>	<b>(10%)</b>
Stocks et encours	34,0	28,6	(5,4)	(16%)
Créances clients	47,8	42,4	(5,4)	(11%)
Autres créances	13,4	14,2	0,8	6%
Trésorerie et équivalents de trésorerie	8,6	9,4	0,8	10%
Actifs détenus en vue de la vente	11,3	0,0	(11,3)	(100%)
<b>Actifs courants</b>	<b>115,0</b>	<b>94,6</b>	<b>(20,5)</b>	<b>(18%)</b>
<b>Actif du bilan</b>	<b>201,7</b>	<b>172,3</b>	<b>(29,4)</b>	<b>(15%)</b>

L'actif courant est en diminution de 20M€ pour atteindre 95M€ et se décompose principalement comme suit :

- 29M€ de stocks et encours, soit une diminution de 5,4M€. Cette diminution est cohérente avec la mise en place du plan TINA : application de la méthode ABC et gestion centralisée des approvisionnements en fonction des besoins clients. De plus, les difficultés de trésorerie ont obligé la société à avoir des stocks bas et donc des ruptures. Les stocks sont principalement composés de produits finis pour 26 M€, de matières premières pour 6 M€ et d'en-cours pour 0,5M€. Les stocks sont dépréciés à hauteur de 4M€.
- 42 M€ de créances clients, soit une diminution de 5M€. De la même manière que pour les stocks, cette diminution est cohérente avec le plan TINA dans lequel le groupe prend la décision de durcir les procédures de blocage et de relance et d'accélérer le traitement des litiges.
- 14M€ d'autres créances, soit une augmentation de 1 M€.
- 9M€ de trésorerie et équivalents de trésorerie, soit une augmentation de 0,8M€.
- Les actifs détenus en vue de la vente s'élèvent à 11M€ en 2018 et sont liés à la filiale DACD.

Nous précisons que la société a recours à l'affacturage, et qu'il est non déconsolidant.

Indicateurs clés	31/12/2018	31/12/2019
BFR / CA	0,12	0,13
EFN / CP	1,68	1,51
Goodwill / CP	1,18	1,09
Remboursements d'emprunts / EBITDA	3,64	0,95

### 3. Présentation du Groupe ORAPI

#### 3.4 Analyse historique des comptes consolidés

##### 3.4.2 Évolution de la situation bilancielle

**NB** : Les comptes au 31/12/2019 sont présentés sans le traitement d'IFRS 16 pour une homogénéisation de la lecture - cf. 3.4.4 pour l'impact de la norme.

En m€	31/12/2018	31/12/2019	Variation	
<b>Capitaux propres</b>	<b>43,0</b>	<b>40,8</b>	<b>(2,2)</b>	<b>(5%)</b>
<b>Provisions</b>	<b>4,1</b>	<b>5,1</b>	<b>1,0</b>	<b>25%</b>
Emprunts et dettes financières	51,7	4,3	(47,4)	(92%)
Impôt différé	1,2	0,9	(0,2)	(18%)
Autres dettes non courantes	0,5	0,5	0,0	2%
<b>Passifs non courants</b>	<b>57,5</b>	<b>10,9</b>	<b>(46,6)</b>	<b>(81%)</b>
Emprunts et concours bancaires (moins d'un an)	29,2	66,6	37,4	128%
Dettes fournisseurs	52,8	38,4	(14,4)	(27%)
Dettes d'impôt	1,1	1,1	(0,1)	(5%)
Autres dettes courantes	15,7	14,5	(1,1)	(7%)
Passifs liés aux actifs détenus en vue de la vente	2,5	0,0	(2,5)	(100%)
<b>Passifs courants</b>	<b>101,2</b>	<b>120,6</b>	<b>19,3</b>	<b>19%</b>
<b>Passif du bilan</b>	<b>201,7</b>	<b>172,3</b>	<b>(29,4)</b>	<b>(15%)</b>

En m€	
<b>Capitaux propres au 31/12/2018</b>	<b>43,0</b>
(+/-) Ecart de conversion	0,5
(+/-) Résultat de l'exercice	(2,7)
(+/-) Effets des Variations de périmètre	0,3
(+/-) Autres mouvements	(0,3)
<b>Capitaux propres au 31/12/2019</b>	<b>40,8</b>

Le périmètre de consolidation a été modifié courant 2019 avec la sortie de DACD mais également avec deux fusions-absorptions (Quartz et Justinesy), deux liquidations (ORAPI Belgium et Argentina) et une augmentation de capital au niveau de MHE.

Au niveau des capitaux propres, nous remarquons une diminution de 2,2M€, soit une diminution de 5%. Cette diminution est principalement expliquée par la diminution d'un montant de 3,2M€ au niveau des réserves, dont 2,8M€ correspondant au résultat déficitaire de 2019, 55k€ liés à la variation du périmètre de la consolidation et 0,4M€ d'écart actuariel de la provision retraite.

Les provisions augmentent de 1M€ soit de 25 % pour s'élever à 5M€ et correspondent aux provisions liées aux engagements d'indemnité de retraite.

Les emprunts et dettes financières correspondent aux dettes supérieures à 1 an et sont en baisse de 47,4M€ notamment en raison d'un reclassement de dettes de 36,6M€ dans les dettes à moins d'un an.

Les emprunts et concours bancaires à moins d'un an augmentent de 37,4M€ soit de 128% dont 36,6M€ liés au reclassement de la dette. Ils correspondent principalement à des emprunts pour un montant de 53,8M€, à des dettes auprès des factors de 12,7M€ ainsi que des découverts bancaires pour un montant de 0,6M€. Les dettes financières ont été reclassées à moins d'un an compte tenu de la signature du protocole de conciliation en date du 27/02/2020 qui entraîne la restructuration financière de la dette.

En cohérence avec le plan TINA et les résolutions du groupe qui souhaite abaisser les prix d'achats et réduire le crédit fournisseurs, les dettes fournisseurs diminuent de 14M€, soit de 27% pour s'élever à 38M€. Nous n'avons pas relevé de retards significatifs sur les dettes fournisseurs.

Les autres dettes courantes diminuent de 1 M€ pour s'élever à 15 M€ en 2019. Elles sont principalement composées des dettes sociales de 8,1M€, en baisse de 1,4M€, des provisions courantes pour risques et charges de 3,8M€ (litiges pour risques commerciaux, coût de départ de salariés dans le cadre de la restructuration, déconstruction, ...) en baisse de 0,8M€ et des dettes fiscales de 2,5M€, en hausse de 1,1M€.

Les passifs liés aux actifs détenus en vue de la vente s'élevaient à 2,5M€ en 2018 et étaient liés à la filiale DACD.

### 3. Présentation du Groupe ORAPI

#### 3.4 Analyse historique des comptes consolidés

##### 3.4.3 Évolution des flux de trésorerie

En m€	31/12/2018	31/12/2019
Investissements	(7,6)	(1,3)
Cessions d'immobilisations	0,1	0,1
Variation nette des actifs financiers non courants	0,5	14,3
Variation des dettes sur immobilisations	(2,6)	0,0
Acquisition de filiales sous déduction de la trésorerie acquise	(1,7)	0,0
<b>Flux de trésorerie d'investissement</b>	<b>(11,2)</b>	<b>13,0</b>

En m€	31/12/2018	31/12/2019
Souscription d'emprunts	50,3	1,1
Remboursements d'emprunts	(37,0)	(8,4)
Variation dettes factor	(0,2)	(2,4)
<b>Flux de trésorerie de financement</b>	<b>13,1</b>	<b>(9,8)</b>

En m€	31/12/2018	31/12/2019
CAF	3,4	3,5
- Variation du besoin en fonds de roulement brut	(1,5)	(3,1)
<b>Flux de trésorerie d'exploitation</b>	<b>1,9</b>	<b>0,4</b>

En m€	31/12/2018	31/12/2019
Flux de trésorerie d'investissement	(11,2)	13,0
Flux de trésorerie de financement	13,1	(9,8)
Flux de trésorerie d'exploitation	1,9	0,4
<b>Variation de trésorerie</b>	<b>3,8</b>	<b>3,6</b>

Le TFT présenté ci-contre ne tient pas compte de la norme IFRS 16.

Les flux liés à l'investissement sont positifs et représentent 13M€. Ils sont liés à la cession de DACD sur l'exercice 2019 pour 14,3M€, compensés par les investissements de l'exercice de 1,3M€. Les investissements de 2018 concernaient principalement des équipements et travaux dans les usines.

Les flux de financement s'élèvent à (9,8)M€. Ils comprennent un nouvel emprunt pour 1,1M€, des remboursements d'emprunts à hauteur de 8,4M€, ainsi que la variation des dettes factor pour (2,4)M€.

En 2018, les remboursements d'emprunts et souscriptions d'emprunts sont significatifs suite à la conclusion de renégociations.

Les flux liés à l'exploitation, en raison d'une variation défavorable du BFR de (3,1)M€ compensée par une CAF positive de 3,5M€ s'élèvent à 0,4M€.

En conséquence, la trésorerie nette des découverts bancaires, est passée de 7,5M€ à 11,1M€, soit une variation positive de 3,6M€.

En synthèse, le groupe s'est désendetté grâce, notamment, à la cession de DACD.

### 3. Présentation du Groupe ORAPI

#### 3.4 Analyse historique des comptes consolidés

##### 3.4.4 Retraitements passage IFRS 16

en M€ - Bilan	31/12/2019
<b>Actif sans IFRS 16</b>	<b>172,3</b>
+/- Retraitements IFRS 16	20,6
+ Actifs au titre des droits d'utilisation	20,6
<b>Actif avec IFRS 16</b>	<b>192,8</b>

(a)

en M€ - Bilan	31/12/2019
<b>Passif sans IFRS 16</b>	<b>172,3</b>
+/- Retraitements IFRS 16	20,5
- Capitaux propres	(0,2)
+ Passifs de location non courants	15,2
+ Passifs de location courants	5,5
<b>Passif avec IFRS 16</b>	<b>192,8</b>

(b)

(c)

(c)

en M€ - P&L	31/12/2019
<b>EBITDA sans IFRS 16</b>	<b>8,8</b>
+/- Retraitements IFRS 16	7,0
+ Charge des loyers	7,0
<b>EBITDA avec IFRS 16</b>	<b>15,9</b>
<b>Résultat net sans IFRS 16</b>	<b>(2,7)</b>
+/- Retraitements IFRS 16	(7,2)
- Charge d'amortissements liée au droit d'utilisation	(6,6)
- Charge d'intérêts financiers liée à la dette de location	(0,6)
<b>Résultat net avec IFRS 16</b>	<b>(2,9)</b>

(d)

(e)

(f)

La norme IFRS 16 « Contrats de location », d'application obligatoire à compter du 1er janvier 2019 supprime la distinction entre les contrats de location simple et les contrats de location financement et impose aux preneurs de comptabiliser, pour les contrats éligibles à la norme, l'ensemble des loyers restant à payer sous forme : (i) d'actifs au titre des droits d'utilisation, à l'actif du bilan et (ii) de passifs financiers représentatifs des loyers futurs actualisés (passifs de location), au passif du bilan.

En IFRS, la charge des loyers de location auparavant intégralement comptabilisée au sein de l'EBITDA, est remplacée par une charge d'amortissements liée au droit d'utilisation, dans le résultat opérationnel, et par une charge d'intérêts financiers liée à la dette de location.

##### Retraitements passage IFRS 16

(a) Ajout d'un actif au titre des droits d'utilisation concernant les contrats de location d'un montant de 20,6M€

(b) Différence liée au résultat net qui diminue de 0,2M€ après application de l'IFRS 16

(c) Ajout des passifs de location courants et non courants correspondant aux loyers futurs actualisés, respectivement d'un montant de 5,5M€ et de 15,2M€

(d) Suppression de la charge de loyer de 7,0M€ du montant des charges externes

(e) Remplacement d'une partie de la charge de loyer par une charge d'amortissement de 6,6M€

(f) Remplacement d'une partie de la charge de loyer par une charge d'intérêts financiers de 0,6M€.

### 3. Présentation du Groupe ORAPI

#### 3.5 Business Plan

##### 3.5.1 Appréciation du processus budgétaire

En m€	31/12/2017		Variation 2017		31/12/2018		Variation 2018		31/12/2019		Variation 2019	
	Budget	Réalisé			Budget	Réalisé			Budget	Réalisé		
<b>Chiffre d'affaires</b>	258,5	243,7	(14,8)	(5,7%)	269,8	255,9	(13,9)	(5,1%)	246,2	240,1	(6,1)	(2,5%)
<b>Marge brute globale</b>	130,5	121,9	(8,6)	(6,6%)	132,9	122,5	(10,4)	(7,8%)	117,3	114,8	(2,5)	(2,1%)
<b>EBITDA</b>	16,0	10,5	(5,6)	(34,7%)	15,5	9,7	(5,9)	(37,8%)	10,3	8,8	(1,5)	(14,5%)
<b>EBIT</b>	7,8	3,9	(3,8)	(49,2%)	7,1	2,7	(4,4)	(61,6%)	3,8	2,5	(1,4)	(35,2%)
<b>Résultat Net</b>	3,2	(2,1)	(5,2)	N/S	3,9	(3,7)	(7,6)	N/S	2,6	(2,7)	(5,4)	N/S

En comparant le budget avec les chiffres réalisés en 2017, nous remarquons des écarts plus ou moins importants sur les différents postes du compte de résultat :

- Le chiffre d'affaires réalisé est inférieur de 14,8 M€ à celui budgété. Malgré des nouvelles prises de parts de marchés sur les marchés les plus dynamiques, le groupe, en particulier en France, a été impacté par les effets de mises aux normes et la différence de culture des entités.
- La marge brute globale dégagée est inférieure à celle attendue de 8,6M€. De la même manière, le taux de marge brute globale réalisé est inférieur à celui attendu de 0,5% et s'élève à 50%.
- L'EBITDA est de 10,5M€ contre 16,0M€ prévu dans l'atterrissage. Le redémarrage commercial visible sur la 2<sup>ème</sup> partie de l'année 2017 ne permet pas au groupe de compenser, sur l'exercice, une première partie d'année fortement concentrée sur l'efficacité organisationnelle et la finalisation des restructurations, et ainsi limite l'EBITDA. Néanmoins, les charges externes sont inférieures à celles attendues de 1,7M€.
- Ainsi, le résultat au 31 décembre 2017 est de (2,1)M€ contre une estimation de 3,2M€ soit (5,2)M€ d'écart qui s'explique principalement par une non atteinte du budget de chiffre d'affaires.

En comparant le budget avec les chiffres réalisés en 2018, nous remarquons des écarts plus ou moins importants sur les différents postes du compte de résultat :

- Le chiffre d'affaires réalisé est inférieur de 13,9M€ à celui déterminé par le budget. Cet écart provient notamment (i) des aléas de démarrage de l'unité de production 4.0 à Saint-Vulbas ; (ii) des marchés moins porteurs au Royaume-Uni, Pologne et Scandinavie qui limitent le chiffre d'affaires malgré la dynamique soutenue par l'Europe du Sud ; (iii) de la météorologie défavorable et la concurrence accrue en Amérique du nord. L'exercice est marqué par la sortie du périmètre d'Orapi Dry Shine en mai 2018.
- La marge brute globale dégagée est inférieure à celle attendue de 10,4M€. De la même manière, le taux de marge brute globale réalisé est inférieur à celui attendu de 1,4% et s'élève à 47,8 %.
- L'EBITDA est de 9,7M€ contre 15,5M€ attendus dans l'atterrissage, soit un écart de 5,9M€, compte tenu des contraintes et des coûts de démarrage supportés au 1<sup>er</sup> semestre.
- Ainsi, l'écart obtenu sur le résultat au 31/12/2018 est de 7,6M€ car il ressort négatif à (3,7)M€ au lieu de +3,9M€ prévus.

### 3. Présentation du Groupe ORAPI

#### 3.5 Business Plan

##### 3.5.1 Appréciation du processus budgétaire

En m€	31/12/2017		Variation 2017		31/12/2018		Variation 2018		31/12/2019		Variation 2019	
	Budget	Réalisé			Budget	Réalisé			Budget	Réalisé		
<b>Chiffre d'affaires</b>	258,5	243,7	(14,8)	(5,7%)	269,8	255,9	(13,9)	(5,1%)	246,2	240,1	(6,1)	(2,5%)
<b>Marge brute globale</b>	130,5	121,9	(8,6)	(6,6%)	132,9	122,5	(10,4)	(7,8%)	117,3	114,8	(2,5)	(2,1%)
<b>EBITDA</b>	16,0	10,5	(5,6)	(34,7%)	15,5	9,7	(5,9)	(37,8%)	10,3	8,8	(1,5)	(14,5%)
<b>EBIT</b>	7,8	3,9	(3,8)	(49,2%)	7,1	2,7	(4,4)	(61,6%)	3,8	2,5	(1,4)	(35,2%)
<b>Résultat Net</b>	3,2	(2,1)	(5,2)	N/S	3,9	(3,7)	(7,6)	N/S	2,6	(2,7)	(5,4)	N/S

En comparant le budget avec les chiffres réalisés en 2019, nous remarquons des écarts plus ou moins importants sur les différents postes du compte de résultat :

- Le chiffre d'affaires réalisé est inférieur de 6,1M€ à celui prévu par le budget, notamment en raison du second semestre 2019. Cela s'explique principalement par la société Justinesy tupée au 30 juin 2019, où une perte importante de chiffre d'affaires a été constatée, soit (4,5)M€ par rapport au CA budgété. En effet, cet écart de chiffre d'affaires est lié à des difficultés de livraisons en termes de logistique et également des difficultés de trésorerie pour les approvisionnements.
- La marge brute globale dégagée est également inférieure à celle attendue de 2,5M€. Le taux de marge brute globale réalisé est, quant à lui, plus élevé que le budget de 0,3% et s'élève à 47,9%.
- L'EBITDA réel ressort à 8,8M€ contre 10,3M€ prévus, soit (1,5)M€ essentiellement dû à l'écart du chiffre d'affaires budgété/réalisé ainsi que les charges de personnel qui sont en hausse de 2,5 M€ par rapport au budget. La société a embauché plus de personnes sur 2019 mais n'a pas réalisé tous les gains prévus, notamment au niveau des usines de production et au niveau de la logistique.
- Ainsi, le résultat au 31 décembre 2019 est de (2,7)M€ contre une estimation de 2,6M€ soit (5,4)M€ de différence qui s'explique essentiellement par l'écart du résultat exceptionnel de (4,3)M€.

En effet, ce dernier était budgété à 2,7M€ en raison de la plus-value de cession DACD avec un produit de 6,3M€. Cependant, la dépréciation du goodwill UGT Europe du Sud de (6,1)M€ n'était pas budgétée. Le résultat exceptionnel réel s'élève à (1,6)M€.

#### Conclusion

Les budgets des trois exercices sont optimistes. Le réalisé se retrouve bien en dessous des données budgétées au niveau des principaux agrégats que sont le chiffre d'affaires, la marge brute, l'EBITDA, l'EBIT et le résultat net.

Néanmoins, nous notons une nette « amélioration » dans le processus budgétaire concernant l'exercice 2019 avec une variation de 15% au niveau de l'EBITDA tandis qu'elle était entre 35% et 38% en 2017 et 2018. L'écart reste élevé sur l'EBIT.

Ainsi, la qualité du processus budgétaire nous semble perfectible mais en progression sur 2019.

### 3. Présentation du Groupe ORAPI

#### 3.5 Business Plan

##### 3.5.2 Hypothèses structurantes & Orientations stratégiques

Sur les deux métiers (hygiène professionnelle, produits consommables techniques pour le Process et la maintenance), l'année 2019 pourrait voir se poursuivre la concentration observée ces dernières années. Ce phénomène auquel ORAPI participe résulte notamment de contraintes réglementaires croissantes (notamment directives REACH, Biocides) générant des investissements lourds constituant une barrière à l'entrée de nouveaux acteurs.

Dans ce contexte, le Groupe ORAPI s'appuyant sur son modèle d'intégration verticale, va redessiner les contours de son périmètre (business, organisation) et restaurer une dynamique de croissance rentable grâce aux axes suivants :

- Accroître la part du CA réalisé sur des produits fabriqués par le Groupe
- Accroître la part du CA réalisé avec des produits nouveaux
- Développer le cross-selling entre les métiers Hygiène et Process
- Développer les offres à valeur ajoutée associant ses produits à une expertise technique et/ou de services (formation via Orapi Academy, matériels associés aux consommables)
- Déployer des outils digitaux auprès de nos techniciens et forces de ventes
- Rationaliser les gammes de produits finis et de composants
- Optimiser la rentabilité des segments de clientèle insuffisamment contributifs
- Optimiser ses coûts de structure
- Cibler ses investissements en privilégiant des ROI courts (hors sécurité et investissements stratégiques,

Tout en continuant à adapter les produits existants aux évolutions réglementaires actuelles et futures, et développer des produits à moindre impact sur l'environnement.

Le groupe a mis en place en 2019 un plan stratégique dénommé TINA, validé par le Conseil d'administration et construit avec Eight Advisory, ayant pour principal objectif une amélioration de la rentabilité d'exploitation comme présenté ci-après :

En m€	Objectifs 2020	Objectifs 2021
Hausse de prix	1,60	1,60
Gains sur achats usine	0,40	0,30
Gains sur achats négoce	1,88	1,00
Performance achats	2,28	1,30
Productivité matière	0,37	0,00
<b>Total plan d'actions Marge brute</b>	<b>4,25</b>	<b>2,90</b>
Productivité usine SV	0,58	0,00
Productivité usine CTV	0,83	0,00
Logistique	0,83	1,08
Transports	0,50	0,80
Commerce	1,86	0,76
RH (autres)	0,53	0,13
Frais généraux	0,26	0,07
<b>Total Plans d'actions</b>	<b>9,66</b>	<b>5,73</b>

Dans le plan TINA, l'amélioration de l'EBITDA 2020 serait principalement due aux gains sur les achats de négoce (+1,88 m€ en 2020), à la hausse des prix (+1,60 m€ en 2020), à l'amélioration des frais de commerce (+1,86 m€) et à l'amélioration des frais de logistiques (+0,83 m€). Ces objectifs ont été retenus avec des sensibilités dans le BP.

L'amélioration au niveau de la logistique est notamment, due à la réorganisation logistique qui consiste en la réduction de l'effectif, la fermeture de plateformes et la restructuration logistique. En effet, l'objectif 2020 serait d'avoir une diminution des frais de logistique d'un montant de 0,86 m€. Cette diminution serait, notamment, liée à la réduction de l'effectif qui induit une augmentation de l'EBITDA d'un montant de 0,44 m€, à la fermeture des plateformes de Beychac, Toulouse et Roche de Glun courant 2019 et des plateformes de Coignieres et Avignon courant 2020, ce qui permettrait à la société d'économiser 0,50 m€ de loyer.

Au niveau de la productivité, les objectifs sont (i) l'augmentation globale de la productivité du personnel (+ 8 % soit 17 k€ / mois / personne), (ii) la réduction de l'absentéisme (4,8 % à 2,5 %), (iii) l'augmentation la cadence de production.

Concernant les objectifs 2021, l'amélioration de l'EBITDA serait notamment due aux frais de logistique (+1,08 m€), aux gains sur les achats de négoce (+1 m€) et aux frais de logistique (+0,8 m€).

### 3. Présentation du Groupe ORAPI

#### 3.5 Business Plan

##### 3.5.2 Hypothèses structurantes & Orientations stratégiques (suite)

Les hypothèses structurantes retenues par le management dans l'élaboration du BP sont les suivantes :

	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025	31/12/2026
Hausse du chiffre d'affaires		2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Hausse des charges d'exploitation		2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Hausse des charges de production	Budget 2020 de chaque entité, avec cession de Medilis	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	2,0%	2,0%
Hausse des charges commerciales		2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Hausse des charges administratives		1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	2,0%	2,0%
Taux d'IS moyen		25%	25%	25%	25%	25%	25%
CVAE (m€)		(1,1)	(1,1)	(1,1)	(1,1)	(1,1)	(1,1)
Récupération impôts sur déficits		1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	0,0

- Le budget de l'année 2020 a été réalisé pour l'ensemble des sociétés au dernier trimestre 2019. Il tient compte des pertes de grands comptes intervenues en 2019 et des hypothèses de gain de nouveaux clients. Les pertes de grands comptes font notamment suite à des problèmes de taux de service, de livraisons retardées suite à des fermetures de plateformes. Ce budget tient également compte de la sortie de périmètre de Medilis en 2020.
- La perte de chiffre d'affaires devrait se poursuivre en 2020 avec la perte de grands comptes. A périmètre constant, cette baisse de chiffre d'affaires est de l'ordre de 1,3%.
- A partir de 2021 et à périmètre constant, les hypothèses retenues sont les suivantes :
  - 2% de croissance du chiffre d'affaires, des charges d'exploitation, des charges commerciales ;
  - les charges de production tiennent compte d'un gain de productivité et augmentent quant à elles de 1,5% par an jusqu'en 2024 puis de 2% à partir de 2025. Les charges administratives suivent la même tendance ;
  - Le taux d'IS moyen retenu est de 25%, la CVAE de 1,1M€ et la récupération d'impôts sur déficits fiscaux de 1,5M€ de 2021 à 2025.
- Les objectifs du Plan TINA ont également été pris en compte dans le BP en complément des évolutions décrites ci-dessus. Ils correspondent principalement à (i) (1,8)M€ de contingences marges en 2020 et 2021 pour prévenir des délais ou frottements dans la mise en place du plan TINA, (ii) 2,3M€ de gains sur achats en 2020 et 2021, (iii) 1,1M€ de charges de production en moins liées à la fermeture des sites d'Avignon et Lézennes en 2021, (iv) 0,7M€ de réduction de l'effectif commercial en 2021, (v) 1,8M€ d'économies sur transport entre 2021 et 2023 et (vi) des charges exceptionnelles liées à la restructuration du Groupe pour 3,8M€ en 2020, 1,1M€ en 2021 et 0,3M€ en 2022.

### 3. Présentation du Groupe ORAPI

#### 3.5 Business Plan

##### 3.5.3 Analyse des prévisions d'activité

- **Prévisions d'activité 2020 des études sectorielles**

D'après l'étude Xerfi sur l'Industrie des détergents et produits d'entretien, le chiffre d'affaires des industriels du secteur devrait se replier d'environ 1% en 2020:

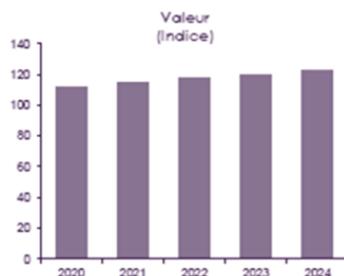
■ Chiffre d'affaires des industriels du secteur (panel Xerfi)

Unité : % des variations annuelles en valeur



Traitement, estimations et prévision Xerfi / Source : Xerfi d'après Greffes des Tribunaux de Commerce

D'après l'étude MSI sur le marché des produits d'entretien pour le nettoyage professionnel en France, le marché devrait connaître une croissance de près de 2,6% en 2020, principalement tirée par une augmentation des prix. Cette croissance devrait se poursuivre sur les années suivantes :



- **Prévision de l'analyste financier Gilbert Dupont**

Dans son analyse du 30 janvier 2020, l'analyste Gilbert Dupont prévoit une légère croissance du chiffre d'affaires en 2020 de l'ordre de 0,3% et 1,7% à périmètre constant. Ces prévisions sont plus optimistes que celles du BP retenu pour 2020, le BP semble donc réaliste.

COMPTE DE RESULTAT (M€)	12/16	12/17	12/18	12/19e	12/20e	12/21e
Chiffre d'affaires	248,1	243,7	255,9	240,1	240,9	244,5
Var.	-10,5%	-1,8%	5,0%	-6,2%	0,3%	1,5%
Var. organique	-10,5%	-1,8%	-0,3%	-3,3%	1,7%	nd

Dans la partie 4 « Travaux d'évaluation » de ce rapport, nous avons analysé les prévisions de l'analyste. Sur la période étudiée, ses prévisions se sont rarement réalisées.

- **Effet Coronavirus sur les prévisions**

Il est pour le moment difficile de chiffrer l'impact de la crise sanitaire du Coronavirus sur le chiffre d'affaires d'ORAPI. D'après le management, les commandes en cours sur les produits type gel hydro alcoolique sont de l'ordre de 5M€ début mars 2020 alors que le chiffre d'affaires de ces produits en 2019 était de 1,3M€. Il y a cependant un risque d'annulation (si les délais ne sont pas tenus ou en cas de sortie de crise rapide). Pour rappel, lors de la crise liée à la grippe H1N1 de 2009, la société avait enregistré un chiffre d'affaires additionnel de 5 à 6M€.

### 3. Présentation du Groupe ORAPI

#### 3.5 Business Plan

##### 3.5.3 Analyse des prévisions d'activité (suite)

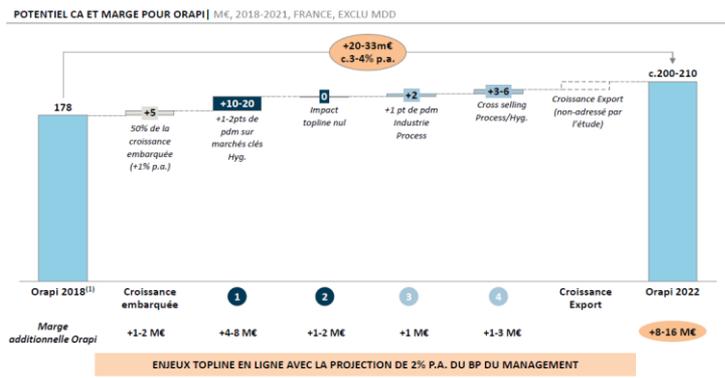
- **Prévisions selon les travaux de Eight Advisory (mandaté par la Société)**

Dans son rapport « Vendor Assistance Report », daté du 15 octobre 2019, le cabinet Eight Advisory a retenu le taux de croissance des ventes de 2% à partir de 2020. Les prévisions diffèrent légèrement de celles du BP qui nous a été communiqué car elles se basaient sur des comptes au 30 juin 2019.

Group – P&L – FY17A-FY23BP							
In €m	Actual			Business plan			
	FY17A	FY18A	FY19F	FY20BP	FY21BP	FY22BP	FY23BP
Net sales	243,7	255,9	246,2	235,9	240,6	245,4	250,3

- **Prévisions selon les travaux du Conseil Advancy (mandaté par la Société)**

Dans son rapport « Valider le potentiel de la société en France », daté du 24 octobre 2019, la société Advancy conclut, qu'après revue du marché, l'objectif de croissance de 2% retenu par le management lui paraît atteignable en France (hors MDD).



Source: Rapport Advancy

- **Conclusion sur la tendance de l'activité retenue dans le BP**

Au regard (i) des analyses effectuées par les Conseils Eight Advisory et Advancy, (ii) des prévisions de l'analyste financier, (iii) de l'impact de la crise du Coronavirus qui, même s'il est difficilement chiffrable, ne pourra qu'être bénéfique pour ORAPI, (iv) des prévisions sectorielles selon l'étude MSI sur le marché des produits d'entretien pour le nettoyage professionnel en France, l'hypothèse de croissance de 2% par an retenue par le management dans son BP à partir de 2021 nous paraît réaliste.

Les prévisions de chiffre d'affaires selon le BP sont donc les suivantes:

En m€	31/12/2019p	31/12/2020e	31/12/2021e	31/12/2022e
Produits des activités ordinaires	240,1	229,4	234,0	238,7
Taux de croissance	(6,2%)	(4,4%)	2,0%	2,0%

Le taux de croissance retenu est de 2% jusqu'en 2026, date à laquelle le chiffre d'affaires d'ORAPI devrait atteindre 258,4M€.

Les prévisions de chiffre d'affaires tablent sur une baisse de 10,6M€ en 2020 pour atteindre 229,4M€. Cette variation peut se décomposer de la façon suivante (i) l'impact de la sortie de l'entité DACD en mars 2019 pour (3,2)M€, (ii) l'impact de la sortie de Medilis en 2020 pour (4,5)M€, (iii) une baisse de l'activité à périmètre constant de 1,3% soit (2,9)M€ (principalement liée à la perte de grands comptes intervenues en 2019).

Nous précisons que la prévision de croissance de 2% par an à partir de 2021 ne nécessitera pas d'investissements de capacité.

### 3. Présentation du Groupe ORAPI

#### 3.5 Business Plan

##### 3.5.4 Prévisions du taux de marge et d'EBITDA

Le taux de marge brute passe de 47,9% en 2019 à 49,6% en 2020, puis se stabilise autour de 50,2% à partir de 2022. Les hypothèses retenues sont celles détaillées dans la section 3.5.2 Hypothèses structurantes. Cette amélioration notable de la marge entre 2019 et 2020 est principalement liée à l'application du plan TINA, ainsi qu'à la perte de certains grands comptes à plus faible marge. L'EBITDA 2019 tient compte de DACD jusqu'à sa cession (mars 2019), soit un contributif de 0,6M€.

Dans son rapport « Vendor Assistance Report », daté du 15 octobre 2019, le cabinet Eight Advisory obtenait un taux de marge brute de 47,7% en 2020, pour atteindre 48,6% en 2023. Les hypothèses qu'il avait retenues étaient (i) la croissance du chiffre d'affaires à périmètre constant de 2%, (ii) l'impact de sortie de périmètre de DACD, Medilis, Nordic, Netherlands, TNT Poland pour (16,6)M€ de chiffre d'affaires, et (iii) une optimisation de Ma marge brute pour 6,5M€ entre 2019 et 2023 liée à l'application du plan TINA. Cette dernière correspondant à une augmentation des prix de vente pour 2,8m€, une réduction des coûts pour 3,7M€, et des contingences pour (2)M€.

Le taux d'EBITDA dans le rapport de Eight Advisory passe de 5,4% en 2020 à 7,6% en 2023.

Les données du rapport de Eight Advisory diffèrent légèrement de celles du BP qui nous a été communiqué par le management, car le BP a été actualisé en janvier 2020 en prenant compte les chiffres de 2019. Le management prévoit une baisse de chiffre d'affaires en 2020 liée à l'impact des pertes de grands comptes avant de retrouver une croissance à partir de 2021. L'amélioration du taux d'EBITDA est essentiellement liée à l'application du plan TINA et le faible taux de marge des grands comptes perdus en 2019.

Le BP ne tient pas compte des impacts de la crise sanitaire liée au COVID 19. Dans son communiqué du 24 mars 2020, la société indique ne pas être en mesure de déterminer de façon certaine cet impact à court et moyen terme sur son activité, sa performance et ses perspectives, du fait des impacts potentiels des mesures de confinement sur l'activité de ses clients, des incertitudes sur l'environnement économique mondial, des modifications des rythmes de production et des modifications des modes de vie et de consommation.

Les taux de marge du BP qui nous a été communiqué nous paraissent donc cohérents et réalistes au vu des informations dont nous disposons.

### 3. Présentation du Groupe ORAPI

#### 3.5 Business Plan

##### 3.5.5 CAPEX et dotations aux amortissements

La société a mené depuis plus de cinq ans une politique d'investissement significative soit au travers d'investissements directs soit au travers d'opérations de croissances externes. La société a ainsi régulièrement investi dans ses installations industrielles, et ce en parallèle d'acquisitions de sociétés ou d'actifs lui ayant permis de prendre une position de premier plan dans les métiers de l'Hygiène professionnelle. Hors opération de croissances externes, les CAPEX annuels des six derniers exercices sont de l'ordre de 4,5 à 8M€.

Les CAPEX prévisionnels du BP sont de l'ordre de 5 à 6M€ et ne correspondent qu'à du renouvellement de machines. Il n'y a pas d'investissements de capacités prévus.

La croissance prévue dans le BP de 2% à partir de 2021 ne nécessite pas d'investissements de capacité, en conséquence les CAPEX prévisionnels sont en adéquation avec l'activité compte tenu des efforts de rationalisation industrielle en cours.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Immobilisations incorporelles (*)	0,9	23,9	0,5	0,7	1,8	0,1
Immobilisations corporelles	5,9	6,3	4,6	8,2	7,1	4,2
<b>Total Investissements</b>	<b>6,8</b>	<b>30,2</b>	<b>5,1</b>	<b>8,9</b>	<b>8,9</b>	<b>4,3</b>

(\*) dont impact des acquisitions (hors goodwill mais dont les relations clientèles peu significatives).

##### 3.5.6 Rationalisation des hypothèses

- Au regard de (i) l'analyse critique du processus budgétaire dans lequel nous avons constaté que, bien qu'il soit perfectible, le processus budgétaire s'était amélioré au cours des 3 derniers exercices, (ii) du plan TINA mis en place dans la société, (iii) des prévisions d'activités du secteur, de l'analyste financier, de Advancy, nous estimons que les hypothèses de croissance de CA retenues par le management dans son BP sont réalistes et atteignables.
- Par ailleurs, le taux de marge en amélioration de 3% en 3 ans nous semble conforme au plan TINA mis en œuvre et cohérent par rapport aux comparables sectoriels.
- De la même manière, le taux d'EBITDA qui passe de 3,7% en 2019 à 7% en 2024 nous semble réaliste compte tenu des mesures du plan TINA. Nous notons par ailleurs que ce taux reste largement inférieur aux principaux concurrents.

##### 3.5.7 Plan d'affaires retenu pour l'évaluation (sans retraitement IFRS 16)

Au regard des éléments présentés dans notre analyse du BP, nous avons retenu le plan d'affaires élaboré par le management pour notre expertise. Les tendances sont confirmées par les rapports d' Eight Advisory et Accuracy.

Le plan d'affaires est bien évidemment conditionné au succès de la restructuration de la dette en cours et à la mise en place du plan de développement.

## ***4. Travaux d'évaluation***

*Données financières servant de base aux méthodes d'évaluation*

*Analyse de l'évaluation mise en œuvre par les Conseils de l'initiateur*

*Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres au 31 décembre 2019*

*Méthodes ou références non retenues*

*Référence du cours de bourse*

*Méthodes et références retenues*

*Proposition d'une fourchette de valeur des titres de la société ORAPI*

## 4. Travaux d'évaluation

### 4.1 Données financières servant de base aux méthodes d'évaluation

Conformément aux recommandations de l'AMF, nous avons mis en œuvre une approche d'évaluation multicritères. Ainsi, après avoir recensé les principales caractéristiques comptables, financières et fiscales du Groupe (cf. section 4.1 du Rapport), nous exposons ci-après les méthodes d'évaluation écartées (cf. section 4.4 du Rapport) puis les approches de valorisation qui nous sont apparues les plus pertinentes dans le contexte de l'Opération afin d'apprécier le caractère équitable du Prix de conversion (cf. sections 4.5 et suivantes du Rapport).

Les données de marché utilisées pour l'évaluation multicritères du titre ORAPI, tels que les multiples des comparables (cf. section 4.6.2 du Rapport) et le taux d'actualisation du plan d'affaires (cf. section 4.6.1) sont arrêtées au 28 février 2020.

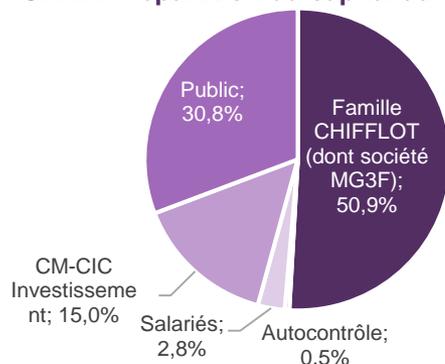
#### 4.1.1 Nombre de titres

Au 14/04/2020, le capital de la société ORAPI se compose d'un total de 4 618 753 actions ordinaires. Le nombre d'actions auto-détenues à cette même date s'élève à 22 087 titres, soit 0,50% du capital.

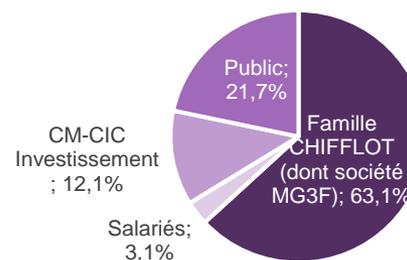
Le Conseil d'Administration du 20 avril 2018 a décidé d'attribuer 10 000 actions gratuites à un salarié du Groupe. Ces actions ont définitivement été transférées au salarié en 2019 et ont généré une charge sur l'exercice 2019 de (22)k€.

La répartition du capital est la suivante :

ORAPI - répartition du capital au 14/04/2020



ORAPI - répartition des droits de vote au 14/04/2020



#### 4.1.2 Date d'évaluation

L'évaluation multicritères du titre ORAPI a été réalisée en date du 31 décembre 2019.

#### 4.1.3 Référentiel comptable

La Société fait état de l'application du référentiel IFRS pour l'établissement de ses comptes consolidés et de la référence au coût historique, à l'exception des actifs et passifs suivants, évalués à leur juste valeur : instruments financiers dérivés, instruments financiers détenus à des fins de transaction, actifs et passifs financiers désignés à la juste valeur par le biais du compte de résultat.

Compte tenu des impacts significatifs de la mise en œuvre d'IFRS 16 au 1<sup>er</sup> janvier 2019, une note spécifique est présentée en annexe 8.11. L'évaluation est faite en ne tenant pas compte de la norme IFRS 16.

## 4. Travaux d'évaluation

### 4.1 Données financières servant de base aux méthodes d'évaluation

#### 4.1.4 Tests d'impairment

Le Groupe procède, conformément à la norme IAS 36 – Dépréciation d'actifs, à l'évaluation de la recouvrabilité de ses actifs long terme selon le processus suivant :

- Pour les actifs corporels et incorporels amortis, le Groupe évalue à chaque clôture s'il existe un indice de perte de valeur sur ces immobilisations. Ces indices sont identifiés par rapport à des critères internes et externes. Le cas échéant, un test de dépréciation est réalisé en comparant la valeur nette comptable à la valeur recouvrable qui correspond à la plus élevée des deux valeurs suivantes : prix de vente diminué du coût de cession ou valeur d'utilité.
- Pour les actifs incorporels dont la durée de vie n'est pas définie et les goodwill, un test de dépréciation de chaque unité génératrice de trésorerie (UGT) est effectué au minimum une fois par an, ou lorsqu'un indice de perte de valeur est identifié. Les goodwill sont rattachés à l'UGT à laquelle ils se rapportent.

Le Groupe a défini 4 UGT :

- L'Europe du Nord et l'unité de production anglaise
- L'Europe du Sud et les unités de production françaises
- L'Amérique du Nord et l'unité de production de Montréal
- L'Asie et l'unité de production de Singapour.

Synthèse des hypothèses actuarielles retenues pour les Impairment Tests

UGT	Taux d'actualisation 2018	Taux d'actualisation 2019
Europe du Nord	9,9%	9,2%
Europe du Sud	9,6%	8,9%
Amérique du Nord	9,4%	9,1%
Asie	9,9%	9,9%
Reste du Monde	9,9%	9,9%

Les taux d'actualisation et les impairment tests ne tiennent pas compte de la norme IFRS 16.

La valeur d'utilité estimée par la méthode des flux de trésorerie futurs actualisés est déterminée selon les principes suivants :

- Les flux de trésorerie (avant impôt) sont issus de budgets et prévisions à moyen terme (5 ans) élaborés par le contrôle financier du Groupe, approuvés par la Direction et présentés au Conseil d'Administration
- Le taux d'actualisation est déterminé en incluant des hypothèses de taux d'intérêt et de risque répondant à la définition du coût moyen pondéré du capital ; ce taux est un taux après impôts appliqué à des flux de trésorerie après impôts. Des taux d'actualisation différents sont utilisés pour certaines UGT afin de refléter les risques spécifiques à certaines zones géographiques
- La valeur terminale est calculée par actualisation à l'infini du flux de trésorerie normatif, déterminé sur la base d'un taux de croissance perpétuelle
- La progression du chiffre d'affaires retenue est en accord avec l'organisation et les investissements actuels. Elle ne tient donc compte que des restructurations engagées à la date des tests et se base sur les investissements de renouvellement et non sur ceux de croissance
- Des taux individuels de croissance sont retenus, si nécessaire, en fonction des spécificités des différents marchés.

Les impairment tests effectués ont entraîné pour les comptes clos le 31 décembre 2019 une dépréciation sur l'UGT Europe du sud d'un montant de 6,1M€.

Les dépréciations cumulées du Goodwill, dont la valeur brute est de 53,5M€, s'élèvent à 8,9M€.

## 4. Travaux d'évaluation

### 4.1 Données financières servant de base aux méthodes d'évaluation

#### 4.1.5 Immobilier

	Occupant			Superficie (m <sup>2</sup> )
	Locataire	Sous contrat de crédit-bail	Propriétaire	Bâtiments
ORAPI France (St Vulbas)	•			9 000
	•			17 086
		•		2 550
ORAPI France (Vaulx-en-Velin)			•	5 125
ORAPI Applied Asia				
ORAPI Applied Singapore (1)			•	2 948
ORAPI Applied Malaysia	•			2 100
ORAPI Applied Thailand	•			160
ORAPI Canada	•			2 500
ORAPI Applied LTD	•			11 150
Chimiotechnic (Vénissieux)			•	24 000
Proven ORAPI (Villeneuve-Loubert)	•			160
Proven ORAPI (Nanterre)	•			328
PHEM (Villepinte)	•			1 500
ORAPI Hygiène (Angers)	•			6 500
ORAPI Hygiène (Limoges)	•			2 500
ORAPI Hygiène (Rennes)	•			1 500
ORAPI Hygiène (Lisieux)	•			2 562
ORAPI Hygiène (Lieuxaint)	•			7 039
ORAPI Hygiène (Lille)	•			5 463
ORAPI Hygiène (Bordeaux)	•			725
ORAPI Hygiène (Vitrolles)	•			4 146
ORAPI Hygiène (La Roche de Glum)	•			2 150
ORAPI Hygiène (Strasbourg)	•			3 607
Martinique Hygiène Emballage	•			1 300
Hexotol (Coignièrès)	•			1 870
Justinesy (Avignon)	•			8 840

(1) : Conformément à la législation de Singapour, ORAPI Applied Singapore n'est pas propriétaire du terrain qui est soumis à un bail de longue durée, venant à échéance en 2042.

La société ORAPI est propriétaire de trois sites : le site de Vaulx-en-Velin, le site de Singapour et le site de Vénissieux.

Aucune plus-value latente n'a été identifiée sur ces trois sites nécessaires à l'exploitation et pour lesquels il n'y a pas de projet de cession. Nous précisons que les loyers sont en adéquation avec les prix de marché. Nous n'avons noté aucun actif hors exploitation.

En conséquence, l'Endettement Financier Net ne sera pas impacté par ce sujet.

## 4. Travaux d'évaluation

### 4.1 Données financières servant de base aux méthodes d'évaluation

#### 4.1.6 Affacturage

Le groupe a souscrit des contrats d'affacturage lui permettant, en fonction de ses besoins de trésorerie, de procéder à la cession financière de ses créances commerciales. Les clauses de ces contrats n'assurant pas un transfert complet au factor des risques et avantages relatifs à ces actifs financiers, les créances cédées sont maintenues à l'actif du bilan consolidé en créances, la contrepartie financière à la cession reçue du factor, est enregistrée nette de la partie non mobilisable (retenues, garanties, ...) parmi les passifs financiers courants. Dans notre évaluation, nous retenons ces éléments dans le BFR.

#### 4.1.7 R&D

Les frais de recherche et développement du Groupe ORAPI se sont élevés à environ 1,5M€ au 31/12/2018 et 1,1M€ au 31/12/2019, intégralement comptabilisés en charges de l'exercice.

#### 4.1.8 Intérêts minoritaires

Société	Part des minoritaires	Capitaux propres, parts des minoritaires (m€)*	Valorisation part des minoritaires (m€)*
MHE	35%	1,3	1,5
ORAPI Middle East Trading LLC	49%	0,2	0,4

\* Source : Comptes prévisionnels des filiales 2019, taux de conversion du 31/12/2019 utilisé si devises.

#### 4.1.9 Engagements hors bilan et passifs éventuels

L'ensemble des engagements hors bilan est synthétisé ci-dessous :

en M€	2019
Engagements résiduels de crédit-bail	0,2
Cautions	0,7
Nantissements, hypothèques et sûretés réelles	44,3
<b>Total</b>	<b>45,2</b>

Les nantissements ont été octroyés aux établissements bancaires auprès desquels le Groupe ORAPI a souscrit des emprunts. Les montants nantis évoluent proportionnellement aux nouveaux emprunts contractés et aux remboursements effectués.

## 4. Travaux d'évaluation

### 4.1 Données financières servant de base aux méthodes d'évaluation

#### 4.1.10 Impôt sur les sociétés

##### Ventilation de la charge d'impôt :

	2017	2018	2019
Impôts exigibles	1 142	1 197	1 396
Impôts différés	(115)	(46)	(590)
<b>Total</b>	<b>1 027</b>	<b>1 151</b>	<b>806</b>

La différence entre l'impôt comptabilisé et l'impôt théorique qui serait constaté avec application du taux d'IS en vigueur s'analyse comme suit :

	2018	2019
<b>Impôt théorique ((-) = produit)</b>	<b>(744)</b>	<b>(610)</b>
Impôts différés non reconnus sur pertes fiscales	1 883	323
Impôts différés non reconnus sur dépréciation du Goodwill	0	1 718
CVAE (net)	655	441
Différences permanentes (net) (inclus effet IS du CICE)	(172)	(136)
Part de la plus value de cession DACD déductible		(1 556)
Effet des taux d'imposition à l'étranger	(205)	(191)
Profit non taxé sur perte passée non activée	(74)	971
Crédits d'impôts	(192)	(154)
<b>Impôt réel</b>	<b>1 151</b>	<b>806</b>

Les bases d'impôt différé s'analysent comme suit :

Actif (+), Passif (-)	2017	2018	2019
Impôt différé sur crédit-bail	(431)	(255)	(261)
Impôts différés sur avantages sociaux	1 376	1 164	1 456
Impôts différés liés à la fiscalité locale française (net)	(107)	(115)	(31)
Impôts différés liés à des retraitements de consolidation	(3 112)	(2 988)	(2 787)
Impôts différés actifs sur déficits fiscaux reportables	1 869	1 869	1 869
Impôts différés liés à la fiscalité locale étrangère (net)	46	58	70
<b>Total impôt différé net</b>	<b>(359)</b>	<b>(267)</b>	<b>316</b>

#### 4.1.11 Déficits fiscaux

La société a obtenu sur 2018 des agréments fiscaux pour 2,6M€ relatifs au transfert des déficits fiscaux issus des opérations de fusion-absorption des sociétés PHS dans sa filiale ORAPI Hygiène.

Au 31/12/2018, les sociétés françaises présentent des déficits reportables non activés à hauteur de 35,1M€ (en base), dont 6,9M€ correspondent à des déficits antérieurs à l'entrée des sociétés concernées dans le périmètre d'intégration fiscale. 21,1M€ ont été générés dans le périmètre de l'intégration fiscale et 7,2M€ sont en cours d'agrément.

Au 31/12/2019, les sociétés françaises présentent des déficits reportables non activés à hauteur de 36,3M€, dont 6,3M€ correspondent à des déficits antérieurs à l'entrée des sociétés concernées dans le périmètre d'intégration fiscale. 22,2m€ ont été générés dans le périmètre de l'intégration fiscale et 7,7m€ sont en cours d'agrément.

Nous avons donc considéré que seuls les 30m€ de déficits reportables constituaient un impôt différé actif à prendre en compte soit dans l'EFN, soit dans les flux du DCF. L'impôt différé actif retenu est donc :  $30M€ \times 25\% = 7,5M€$ .

Il est précisé que dans le BP, l'économie d'IS est bien intégrée sur les exercices 2021 à 2025. En revanche, dans les comptes consolidés l'activation des impôts différés a été plafonnée à 1,9M€.

## 4. Travaux d'évaluation

### 4.1 Données financières servant de base aux méthodes d'évaluation

#### 4.1.12 IFRS 16

**Conformément à la pratique habituelle des évaluateurs, et en l'absence d'historique modifié dans les bases de données, l'évaluation est faite hors IFRS 16.**

Les options, interprétations ou normes dont l'application est obligatoire après le 31 décembre 2018 sont :

*Adoptées par l'Union Européenne : 1er janvier 2019 : IFRS 16 – Locations*

La norme IFRS 16 qui remplace la norme IAS 17 et les interprétations y afférentes à partir du 1er janvier 2019 supprime la distinction entre les contrats de location simple et les contrats de location-financement ; elle exige la reconnaissance d'un actif (le droit d'utilisation du bien loué) et un passif financier représentatif des loyers futurs actualisés pour pratiquement tous les contrats de location. La charge de loyer est remplacée par une charge d'amortissement liée au droit d'utilisation et une charge d'intérêt financier liée à la dette de location.

Auparavant, le Groupe comptabilisait principalement les charges de location simple sur une base linéaire, sur la durée du contrat de location. Ainsi, le résultat opérationnel sera positivement impacté ; en sens inverse, le résultat financier sera négativement impacté. Par ailleurs, les flux de trésorerie d'exploitation seront plus élevés dans la mesure où les paiements relatifs à la composante principale du passif financier seront présentés dans les activités de financement.

Les contrats de location pour lesquels le Groupe est preneur relèvent des catégories suivantes :

- Des baux commerciaux de bureaux
- Des contrats de location de voiture
- Des contrats de location de matériel informatique.

Le Groupe a décidé d'adopter au 1er janvier 2019 l'approche rétrospective simplifiée comme méthode de transition. En conséquence, les comptes 2018 ne seront pas retraités.

Les loyers non inclus dans l'évaluation initiale du passif telles que les charges relatives aux contrats de location à court terme et de faible valeur à neuf resteront classés en charges opérationnelles.

La durée de location correspondra à la période exécutoire du contrat et tiendra compte des options de résiliation et de renouvellement dont l'utilisation par le Groupe est raisonnablement certaine.

Le taux d'actualisation utilisé pour calculer le droit d'utilisation et la dette de loyer sera déterminé par zone géographique.

L'impact estimé sur le bilan d'ouverture au 1er janvier 2019 conduirait à une augmentation des actifs (constatation d'un droit d'utilisation) de 20,6M€ et à la constatation d'une dette de location du même montant.

en m€ - Bilan	31/12/2019
<b>Actif sans IFRS 16</b>	<b>172,3</b>
+/- Retraitements IFRS 16	20,6
<i>+ Actifs au titre des droits d'utilisation</i>	<i>20,6</i>
<b>Actif avec IFRS 16</b>	<b>192,8</b>

en m€ - Bilan	31/12/2019
<b>Passif sans IFRS 16</b>	<b>172,3</b>
+/- Retraitements IFRS 16	20,5
<i>- Capitaux propres</i>	<i>(0,2)</i>
<i>+ Passifs de location non courants</i>	<i>15,2</i>
<i>+ Passifs de location courants</i>	<i>5,5</i>
<b>Passif avec IFRS 16</b>	<b>192,8</b>

en m€ - P&L	31/12/2019
<b>EBITDA sans IFRS 16</b>	<b>8,8</b>
+/- Retraitements IFRS 16	7,0
<i>+ Charge des loyers</i>	<i>7,0</i>
<b>EBITDA avec IFRS 16</b>	<b>15,9</b>
<b>Résultat net sans IFRS 16</b>	<b>(2,7)</b>
+/- Retraitements IFRS 16	(7,2)
<i>- Charge d'amortissements liée au droit d'utilisation</i>	<i>(6,6)</i>
<i>- Charge d'intérêts financiers liée à la dette de location</i>	<i>(0,6)</i>
<b>Résultat net avec IFRS 16</b>	<b>(2,9)</b>

## 4. Travaux d'évaluation

### 4.1 Données financières servant de base aux méthodes d'évaluation

#### 4.1.13 Indemnité de fin de carrière

Le poste de provision pour retraite (avantages postérieurs à l'emploi dans le cadre des régimes à prestations définies) évolue de la manière suivante :

	2017	Coût des services rendus 2018	Coût financier net	Reprise ou Paiement	Ecarts actuariels et autres *	Variation périmètre	2018
Dettes actuarielles indemnités de départ en retraite	4 699	442	95	(406)	(825)	123	4 128

	2018	Coût des services rendus 2019	Coût financier net	Reprise ou Paiement	Ecarts actuariels et autres *	Variation périmètre	2019
Dettes actuarielles indemnités de départ en retraite	4 128	379	67	60	509	0	5 143

#### Actifs de couverture

La société ORAPI Hygiène a placé ses actifs de couverture sur un support financier souscrit auprès de la Compagnie Allianz et investi à 60% en fonds euros et 40% en fonds en unité de compte. Par avenant établi en 2015 avec la Compagnie Allianz, il a été décidé que la société ORAPI Hygiène agit tant pour son compte, que pour le compte de sa société mère ORAPI SA et de ses filiales françaises, en ce qui concerne le règlement des prestations d'indemnités de fin de carrière de ses salariés lors de leur départ en retraite.

Au 31/12/2018, le poste de provision pour retraite des filiales françaises se solde par une provision pour retraite nette de 4 128K€ issus de l'engagement IDR estimé à 4 841K€ par rapport à la valeur du fonds de 713K€.

Au 31/12/2019, le poste de provision pour retraite des filiales françaises se solde par une provision pour retraite nette de 5 143K€ issus de l'engagement IDR estimé à 5 252K€ par rapport à la valeur du fonds de 109K€.

Les indemnités de départ en retraite des sociétés du Groupe sont déterminées par différentes conventions collectives. Les conventions applicables au Groupe sont : Commerce de Gros, Chimie et VRP.

#### Description du régime

Le Groupe est tenu de verser une indemnité lors du départ à la retraite d'un salarié. L'indemnité versée est un multiple du salaire mensuel de fin de carrière. Le nombre de mois dépend de l'ancienneté du salarié dans le Groupe au moment de son départ à la retraite, de la convention collective et du statut du salarié.

Les droits ont été calculés sur une base linéaire entre la date à laquelle les services rendus par les membres du personnel ont commencé à générer des droits à prestation en vertu du régime (généralement date d'entrée dans le Groupe) et la date à laquelle les services supplémentaires rendus par les membres du personnel ne généreront pas un montant significatif de droit à prestations supplémentaires en vertu du régime (soit la date de départ en retraite).

#### Hypothèses de calcul

Les évaluations actuarielles reposent sur un certain nombre d'hypothèses à long terme fournies par l'entreprise.

Ces hypothèses sont revues annuellement.

Hypothèses retenues pour les calculs	2017	2018	2019
Taux de croissance des salaires (1)	2%	2%	2%
Taux d'actualisation	1,20%	1,60%	0,70%
Taux de charges sociales (suivant catégories)	de 37% à 56%	de 28% à 55%	de 28% à 53%
Age de départ à la retraite	65 ans	65 ans	65 ans
Table de mortalité	Insee 2017	Insee 2017	Insee 2018

(1) y compris toutes les hypothèses d'évolution de carrière, promotions, ancienneté et autres, sur l'ensemble de la carrière et inflation comprise.

## 4. Travaux d'évaluation

### 4.1 Données financières servant de base aux méthodes d'évaluation

Le turnover est déterminé par tranches d'âge et par catégories socio-professionnelles (CSP : VRP, ouvriers / ETAM, cadres). Concernant l'estimation de ses taux de turnover, le Groupe effectue ses calculs sur la base de statistiques moyennes de départ observées (par tranche d'âge et CSP) au niveau du groupe sur une période rétrospective glissante de 6 ans.

La méthode de détermination des taux d'actualisation est restée inchangée par rapport aux années précédentes.

Le taux retenu à la clôture est le taux Iboxx à 10 ans des obligations d'entreprises de première catégorie. Ce taux respecte les dispositions d'IAS 19.

La règle de calcul IFRS selon laquelle on retient un taux spot fin d'année conduit à majorer l'engagement. Cependant, nous n'avons pas de visibilité à ce jour pour retraiter la dette en utilisant un taux normatif.

### Bilan

En k€	2017	2018	2019
	Total	Total	Total
<b>Solde de l'exercice précédent</b>	<b>4 738</b>	<b>4 699</b>	<b>4 128</b>
Ecarts actuariels enregistrés par capitaux propres	(31)	(279)	509
Charges ou reprises de l'exercice	184	104	515
Cotisations payées au régime	0	0	0
Rendement du fonds	(20)	27	-9
Prestations payées nettes de remboursements du fonds	(172)	0	0
Variation de périmètre	0	123	0
Autres (1)	0	(546)	0
<b>Solde de clôture de l'exercice</b>	<b>4 699</b>	<b>4 128</b>	<b>5 143</b>

(1) reclassement de provisions en passifs directement liés aux actifs détenus en vue de la vente pour un montant de (546)k€ de provision pour retraite.

## 4. Travaux d'évaluation

### 4.2 Analyse de l'évaluation mise en œuvre par les Conseils de l'initiateur

Le groupe ORAPI et ses Conseils n'ont pas mis en œuvre d'évaluation préalablement à notre intervention. Le prix de souscription a été déterminé par rapport à une moyenne du cours de bourse des derniers mois. Le prix de souscription a été déterminé avec une décote par rapport à la moyenne du cours de bourse des 3 derniers mois et une prime par rapport à la moyenne des 6 et 12 derniers mois.

Les décotes retenues sont les suivantes :

- décote par rapport au cours du 18 mars 2020 : -14,8%
- décote par rapport au VWAP 3 mois : -4,9%
- prime par rapport au VWAP 6 mois : 11,8%
- prime par rapport au VWAP 12 mois : 7,3%

Par ailleurs, il nous a été transmis un certain nombre d'hypothèses sous-jacentes à l'évaluation que nous avons présentées au comité ad hoc du 12 mars 2020.

Il s'agit notamment :

- de la référence au cours de bourse et à l'analyste financier qui suit la valeur ORAPI,
- des hypothèses du BP,
- du calcul de l'EFN.

## 4. Travaux d'évaluation

### 4.3 Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres au 31 décembre 2019

#### 4.3.1 Endettement net comptable publié

##### EFN comptable avec IFRS 16

En m€	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019
(-) Trésorerie	(9,8)	(8,8)	(9,4)
(+) Emprunts CT et LT	51,2	64,6	57,4
(+) Découvert bancaire	5,9	1,0	0,6
(+) Dette sur crédit-bail	0,3	0,2	0,1
(+) Dettes auprès des factors	15,4	15,2	12,7
(+) Autres dettes financières	0,1	0,0	0,0
(+) Passifs de location (IFRS 16)	NC	25,1	20,7
<b>(-/+) Endettement Financier Net</b>	<b>63,1</b>	<b>97,2</b>	<b>82,2</b>

Sources: DDR 2018, Annexes 2019 et travaux A&A

##### EFN comptable sans IFRS 16

En m€	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019
(-) Trésorerie	(9,8)	(8,8)	(9,4)
(+) Emprunts CT et LT	51,2	64,6	57,4
(+) Découvert bancaire	5,9	1,0	0,6
(+) Dette sur crédit-bail	0,3	0,2	0,1
(+) Dettes auprès des factors	15,4	15,2	12,7
(+) Autres dettes financières	0,1	0,0	0,0
<b>(-/+) Endettement Financier Net</b>	<b>63,1</b>	<b>72,1</b>	<b>61,5</b>

Sources: DDR 2018, Annexes 2019 et travaux A&A

## 4. Travaux d'évaluation

### 4.3 Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres au 31 décembre 2019

#### 4.3.2 Endettement net financier avec IFRS 16

##### EFN retraité avec IFRS 16

En m€	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019
(-) Trésorerie	(9,8)	(8,8)	(9,4)
(+) Emprunts CT et LT	51,2	64,6	57,4
(+) Découvert bancaire	5,9	1,0	0,6
(+) Dette sur crédit-bail	0,3	0,2	0,1
(+) Dettes auprès des factors	15,4	15,2	12,7
(+) Autres dettes financières	0,1	0,0	0,0
(+) Passifs de location (IFRS 16)	NC	25,1	20,7
<b>(-/+ Endettement Financier Net</b>	<b>63,1</b>	<b>97,2</b>	<b>82,2</b>
Intérêts minoritaires			1,9 (A)
Eléments de factor à retraiter			N/A (B)
Provisions Indémnités de fin de carrière (IFC)			3,9 (C)
PRC			3,8 (D)
Dettes & créances d'IS			(5,3) (E)
Plus value de cession Medilis			(1,0) (F)
Décalage échéance fournisseurs			8,7 (G)
PCA			N/A
IDA/IDP			N/A
Comptes courants d'associés			N/A
Titres de sociétés mises en équivalence			N/A
Actifs détenus en vue de la vente			N/A
<b>(-/+ Endettement Financier Net retraité</b>	<b>63,1</b>	<b>97,2</b>	<b>94,2</b>

Sources: DDR 2018, Annexes 2019 et travaux A&A

(A) Les intérêts des minoritaires correspondent aux filiales MHE et ORAPI Middle East Trading LLC qui sont détenues par le Groupe, respectivement à hauteur de 65% et 51%.

Pour calculer les intérêts minoritaires nous avons effectué les évaluations suivantes sur la base des comptes 2019, sachant qu'aucun pacte d'actionnaires ne nous a été transmis.

Société	EBITDA 19 (m€)	Multiple retenu	Valeur d'entreprise (m€)	EFN 19 (m€)	Valeur des titres (m€)	% intérêts minoritaires	Valeur intérêts minoritaires (m€)
MHE	0,5	8,0	4,2	0,2	4,0	35%	1,4
Orapi Middle East Trading LLC	0,1	8,0	0,9	0,0	1,0	49%	0,5
<b>Total</b>							<b>1,9</b>

(B) Factor non déconsolidant, il n'y a donc pas de retraitement à opérer. D'après l'annexe des comptes 2019 "le groupe a souscrit des contrats d'affacturage lui permettant, en fonction de ses besoins de trésorerie, de procéder à la cession financière de ses créances commerciales. Les clauses de ces contrats n'assurant pas un transfert complet au factor des risques et avantages relatifs à ces actifs financiers, les créances cédées sont maintenues à l'actif du bilan consolidé, la contrepartie financière à la cession reçue du factor est enregistrée nette de la partie non mobilisable (retenues, garanties, ...) parmi les passifs financiers courants".

(C) Les provisions IFC s'élèvent à 5,1 M€ au 31/12/2019. Nous retenons la valeur nette d'impôts différés calculés au taux de 25% (taux moyen utilisé dans le BP).

Provision IFC 19	IDA (m€)	Provision IFC 19 nette (m€)
5,1	(1,3)	3,9

## 4. Travaux d'évaluation

### 4.3 Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres au 31 décembre 2019

#### 4.3.2 Endettement net financier avec IFRS 16

##### EFN retraité avec IFRS 16

En m€	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019
(-) Trésorerie	(9,8)	(8,8)	(9,4)
(+) Emprunts CT et LT	51,2	64,6	57,4
(+) Découvert bancaire	5,9	1,0	0,6
(+) Dette sur crédit-bail	0,3	0,2	0,1
(+) Dettes auprès des factors	15,4	15,2	12,7
(+) Autres dettes financières	0,1	0,0	0,0
(+) Passifs de location (IFRS 16)	NC	25,1	20,7
<b>(-/+ Endettement Financier Net</b>	<b>63,1</b>	<b>97,2</b>	<b>82,2</b>
Intérêts minoritaires			1,9 (A)
Eléments de factor à retraiter			N/A (B)
Provisions Indemnités de fin de carrière (IFC)			3,9 (C)
PRC			3,8 (D)
Dettes & créances d'IS			(5,3) (E)
Plus value de cession Medilis			(1,0) (F)
Décalage échéance fournisseurs			8,7 (G)
PCA			N/A
IDA/IDP			N/A
Comptes courants d'associés			N/A
Titres de sociétés mises en équivalence			N/A
Actifs détenus en vue de la vente			N/A
<b>(-/+ Endettement Financier Net retraité</b>	<b>63,1</b>	<b>97,2</b>	<b>94,2</b>

Sources: DDR 2018, Annexes 2019 et travaux A&A

(D) Les PRC s'élèvent à 3,8 M€ au 31/12/2019 et correspondent essentiellement à des provisions pour litiges commerciaux, coûts de départ de salariés, déconstruction, démantèlement et remise en état de sites industriels, destruction de stocks.

(E) Ce poste correspond aux impôts différés actifs sur déficits fiscaux reportables. Au 31/12/2019, les déficits reportables non activés s'élèvent à 36,3M€, dont 6,3 M€ correspondent à des déficits antérieurs à l'entrée des sociétés concernées dans le périmètre d'intégration fiscale, 22,2M€ générés dans le périmètre de l'intégration fiscale et 7,7M€ en cours d'agrément.

Nous avons considéré que seuls les 30M€ de déficits reportables constituaient un impôt différé actif à prendre en compte dans l'EFN, soit dans les flux du DCF (cf. 4.6.1). L'impôt différé actif retenu est donc 30M€ x 25% = 7,5M€.

Par cohérence avec la méthode des DCF, nous avons actualisé cet impôt différé actif avec le WACC (soit 9,7%).

(F) Nous tenons compte dans l'EFN d'une plus value de cession estimée de la filiale Medilis. La cession étant prévue en 2020 sa contribution à l'EBITDA a été retirée du BP (4,5M€ de CA et 0,3M€ d'EBITDA).

(G) Le décalage d'échéances fournisseurs s'établit à 8,7M€ au 31/12/2019. Il convient donc d'en tenir compte dans le calcul de l'EFN retraité.

Nous n'avons pas noté de saisonnalité de l'activité ayant un impact significatif sur le BFR et donc sur la trésorerie normative.

## 4. Travaux d'évaluation

### 4.3 Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres au 31 décembre 2019

#### 4.3.3 Endettement net financier sans IFRS 16

##### EFN retraité sans IFRS 16

En m€	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019
(-) Trésorerie	(9,8)	(8,8)	(9,4)
(+) Emprunts CT et LT	51,2	64,6	57,4
(+) Découvert bancaire	5,9	1,0	0,6
(+) Dette sur crédit-bail	0,3	0,2	0,1
(+) Dettes auprès des factors	15,4	15,2	12,7
(+) Autres dettes financières	0,1	0,0	0,0
<b>(-/+) Endettement Financier Net</b>	<b>63,1</b>	<b>72,1</b>	<b>61,5</b>
Intérêts minoritaires			1,9 (A)
Eléments de factor à retraiter			N/A (B)
Provisions Indémnités de fin de carrière (IFC)			3,9 (C)
PRC			3,8 (D)
Dettes & créances d'IS			(5,3) (E)
Plus value de cession Medilis			(1,0) (F)
Décalage échéance fournisseurs			8,7 (G)
PCA			N/A
IDA/IDP			N/A
Comptes courants d'associés			N/A
Titres de sociétés mises en équivalence			N/A
Actifs détenus en vue de la vente			N/A
<b>(-/+) Endettement Financier Net retraité</b>	<b>63,1</b>	<b>72,1</b>	<b>73,4</b>

Sources: DDR 2018, Annexes 2019 et travaux A&A

(A) Les intérêts des minoritaires correspondent aux filiales MHE et ORAPI Middle East Trading LLC qui sont détenues par le Groupe, respectivement à hauteur de 65% et 51%.

Pour calculer les intérêts minoritaires nous avons effectué les évaluations suivantes sur la base des comptes 2019, sachant qu'aucun pacte d'actionnaires ne nous a été transmis.

Société	EBITDA 19 (m€)	Multiple retenu	Valeur d'entreprise (m€)	EFN 19 (m€)	Valeur des titres (m€)	% intérêts minoritaires	Valeur intérêts minoritaires (m€)
MHE	0,5	8,0	4,2	0,2	4,0	35%	1,4
Orapi Middle East Trading LLC	0,1	8,0	0,9	0,0	1,0	49%	0,5
<b>Total</b>							<b>1,9</b>

(B) Factor non déconsolidant, il n'y a donc pas de retraitement à opérer. D'après l'annexe des comptes 2019 "le groupe a souscrit des contrats d'affacturage lui permettant, en fonction de ses besoins de trésorerie, de procéder à la cession financière de ses créances commerciales. Les clauses de ces contrats n'assurant pas un transfert complet au factor des risques et avantages relatifs à ces actifs financiers, les créances cédées sont maintenues à l'actif du bilan consolidé, la contrepartie financière à la cession reçue du factor est enregistrée nette de la partie non mobilisable (retenues, garanties, ...) parmi les passifs financiers courants".

(C) Les provisions IFC s'élèvent à 5,1 M€ au 31/12/2019. Nous retenons la valeur nette d'impôts différés calculés au taux de 25% (taux moyen utilisé dans le BP).

Provision IFC 19	IDA (m€)	Provision IFC 19 nette (m€)
5,1	(1,3)	3,9

## 4. Travaux d'évaluation

### 4.3 Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres au 31 décembre 2019

#### 4.3.3 Endettement net financier sans IFRS 16

##### EFN retraité sans IFRS 16

En m€	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019
(-) Trésorerie	(9,8)	(8,8)	(9,4)
(+) Emprunts CT et LT	51,2	64,6	57,4
(+) Découvert bancaire	5,9	1,0	0,6
(+) Dette sur crédit-bail	0,3	0,2	0,1
(+) Dettes auprès des factors	15,4	15,2	12,7
(+) Autres dettes financières	0,1	0,0	0,0
<b>(-/+ Endettement Financier Net</b>	<b>63,1</b>	<b>72,1</b>	<b>61,5</b>
Intérêts minoritaires			1,9 (A)
Eléments de factor à retraiter			N/A (B)
Provisions Indémnités de fin de carrière (IFC)			3,9 (C)
PRC			3,8 (D)
Dettes & créances d'IS			(5,3) (E)
Plus value de cession Medilis			(1,0) (F)
Décalage échéance fournisseurs			8,7 (G)
PCA			N/A
IDA/IDP			N/A
Comptes courants d'associés			N/A
Titres de sociétés mises en équivalence			N/A
Actifs détenus en vue de la vente			N/A
<b>(-/+ Endettement Financier Net retraité</b>	<b>63,1</b>	<b>72,1</b>	<b>73,4</b>

Sources: DDR 2018, Annexes 2019 et travaux A&A

(D) Les PRC s'élèvent à 3,8 M€ au 31/12/2019 et correspondent essentiellement à des provisions pour litiges commerciaux, coûts de départ de salariés, déconstruction, démantèlement et remise en état de sites industriels, destruction de stocks.

(E) Ce poste correspond aux impôts différés actifs sur déficits fiscaux reportables. Au 31/12/2019, les déficits reportables non activés s'élèvent à 36,3M€, dont 6,3 M€ correspondent à des déficits antérieurs à l'entrée des sociétés concernées dans le périmètre d'intégration fiscale. 22,2M€ générés dans le périmètre de l'intégration fiscale et 7,7M€ en cours d'agrément.

Nous avons considéré que seuls les 30M€ de déficits reportables constituaient un impôt différé actif à prendre en compte dans l'EFN, soit dans les flux du DCF (cf. 4.6.1). L'impôt différé actif retenu est donc 30M€ x 25% = 7,5M€.

Par cohérence avec la méthode des DCF, nous avons actualisé cet impôt différé actif avec le WACC (soit 9,7%).

(F) Nous tenons compte dans l'EFN d'une plus value de cession estimée de la filiale Medilis. La cession étant prévue en 2020 sa contribution à l'EBITDA a été retirée du BP (4,5M€ de CA et 0,3M€ d'EBITDA).

(G) Le décalage d'échéances fournisseurs s'établit à 8,7M€ au 31/12/2019. Il convient donc d'en tenir compte dans le calcul de l'EFN retraité.

Nous n'avons pas noté de saisonnalité de l'activité ayant un impact significatif sur le BFR et donc sur la trésorerie normative.

## 4. Travaux d'évaluation

### 4.4 Méthodes ou références non retenues

#### 4.4.1 Actif net comptable

La prise en compte de l'actif net comptable n'est appropriée que dans l'hypothèse où les valeurs comptables des actifs et des passifs sont identiques à leurs valeurs vénales, pour autant que l'arrêté de compte soit suffisamment proche de la date d'évaluation et/ou que l'évaluation séparée desdits actifs et passifs soit préférable à une évaluation globale fondée sur la combinaison des facteurs de production.

En l'absence d'actifs hors exploitation, en particulier en ce qui concerne l'immobilier, nous n'avons pas envisagé de procéder à la réévaluation de l'ANC, et avons postulé la poursuite de l'exploitation eu égard aux objectifs de l'opération.

Pour mémoire, les capitaux propres consolidés, part du Groupe au 31 décembre 2019, s'établissent à 40M€, soit 8,67€ par action.

Le prix de souscription est inférieur à l'actif net comptable de la société. Cette situation pourrait mettre en évidence le fait que certains actifs incorporels et notamment les écarts d'acquisition ont une valeur comptable supérieure à la valeur réelle nécessitant des dépréciations comptables. Cette conclusion ne nous semble pas appropriée dans le sens où les impairments tests sont réalisés d'une part non globalement mais par UGT (4 UGT : Europe du Nord, Europe du Sud, Amérique du Nord, Asie) et d'autre part que les valeurs économiques des goodwill sont déterminées en valeur d'utilité (conformément à la norme IAS 36) et non en valeur de transaction (cf. section 4.1.4 du rapport). Les impairments tests effectués en 2019 ont entraîné la comptabilisation d'une dotation pour dépréciation de l'UGT Europe du Sud de 6,1M€. Cette approche méthodologique différente explique cette situation. L'approche globale de l'évaluation de l'entité est différente de l'approche d'évaluation des goodwill des UGT pouvant conduire à une distorsion.

#### 4.4.2 Méthodes basées sur le dividende

Nous envisagerons ici deux méthodes basées exclusivement sur le dividende. La première consiste à déterminer la valeur d'une entreprise par capitalisation du bénéfice distribué, la seconde se fondant sur l'actualisation des dividendes prévisionnels.

La méthode du rendement est un multiple inversé basé sur le dividende. Elle suppose (i) que l'historique du dividende présente un certain pouvoir prédictif quant aux capacités bénéficiaires futures des sociétés et (ii) une certaine homogénéité des taux de distribution au sein des sociétés comparables.

La société n'ayant pas distribué de dividendes sur les 2 derniers exercices, la méthode de valorisation du titre par l'actualisation des dividendes ne nous paraît pas appropriée.

#### 4.4.3 Transactions sur le capital de la Société

Aucune transaction significative n'a été relevée sur les 3 dernières années.

Il n'existe pas de bourse interne.

## 4. Travaux d'évaluation

### 4.5 Référence du cours de bourse

#### 4.5.1 Analyse du cours de bourse (1/3)

Les actions de ORAPI ont été admises aux négociations sur le marché libre d'Euronext Paris en mars 2000. ORAPI s'est transférée au second marché en août 2002.

Les actions portent le code ISIN FR0000075392 et sont cotées sur le compartiment C d'Euronext Paris.

Pour rappel, le flottant représente 29% du capital de la société (cf. 2.4.1).

La valeur est une composante des indices CAC All-Share, CAC All-Tradable, CAC Mid & Small, CAC Small.

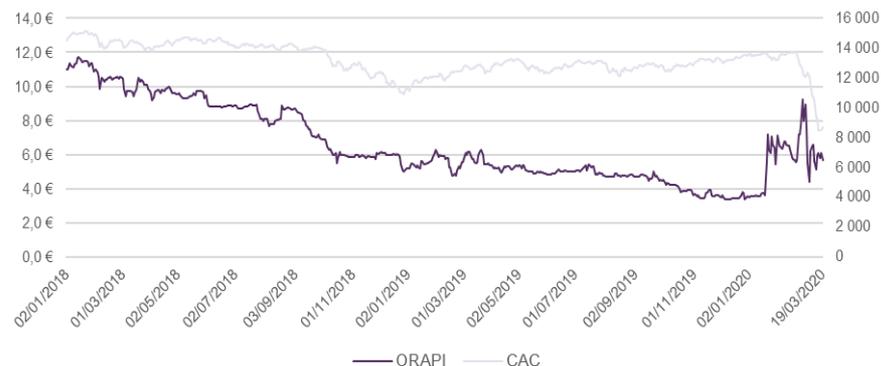
L'analyse du cours de l'action, réalisée au 19 mars 2020, depuis le début de l'exercice 2018, est présentée ci-après par rapport à l'indice SBF120.

Evolution du cours de l'action ORAPI depuis le début de l'exercice 2018 sur le marché Euronext C



Source : Euronext

Evolution du cours de l'action ORAPI depuis le début de l'exercice 2018 sur le marché Euronext C vs. Evolution du CAC Mid & Small



Source : Euronext

N°	Date	Commentaires
1	14/03/2018	Résultats annuel 2017 : doublement de la perte nette part du groupe qui passe de 1,1 m€ en 2016 à 2,1 m€ en 2017. EBITDA stable et léger recul du CA.
2	25/09/2018	Hausse de 2,4% du CA au 1er semestre 2018 à 130,6 m€, à périmètre et change courants.
3	18/02/2019	Recentrage stratégique avec la signature d'un protocole de cession de DACD.
4	18/03/2019	Cession de DACD confirmée.
5	19/03/2019	Résultats annuel 2018 : augmentation du CA de 5%, l'EBITDA diminue de 7,6% pour s'établir à 9,7 m€. Le résultat net (part du Groupe) passe de -2,1 m€ en 2017 à -3,7 m€ en 2018.
6	20/03/2019	Nominatin de Fabrice Chiffot au poste de Directeur Général Délégué.
7	18/09/2019	Résultat du 1er semestre 2019: le CA passe de 130,6 m€ en 2018 à 128,7 m€ en 2019. Stable à périmètre comparable (cession de DACD). Amélioration de l'EBITDA et du résultat.
8	29/01/2020	CA 2019 de 240,1 m€, en baisse de 6,2% et 3,3% à périmètre et change comparable.
9	T1 2020	Hausse du cours liée à l'effet "coronavirus".

## 4. Travaux d'évaluation

### 4.5 Référence du cours de bourse

#### 4.5.1 Analyse du cours de bourse (2/3)

Nous notons une tendance baissière depuis le début de l'exercice 2018 liée aux problématiques financières du Groupe. ORAPI rencontre des difficultés depuis 2015 (difficile intégration de deux sociétés, augmentation de la concurrence, importance des coûts liés à la réorganisation structurelle, niveau élevé de dette) qui ont engendré des tensions de trésorerie à compter du mois d'avril 2018 (cf. section 2 du Rapport).

Depuis le 21 janvier 2020, le cours de l'action a connu une amélioration significative liée à la crise du Coronavirus. En effet, le cours de clôture de l'action est passé de 3,6€ le 20 janvier 2020 à 9,2€ le 27 février 2020.

Sur la période étudiée (hors effet « coronavirus ») l'action ORAPI a fortement sous-performé en comparaison à l'indice CAC Mid & Small.

A noter que suite à la communication du Groupe sur l'accord de financement pour la restructuration du bilan et la mise en place d'une nouvelle facilité le 3 mars 2020, le cours de bourse a significativement rehaussé (5,7€ le 19 mars 2020).

- **Problématiques de liquidité et de forte volatilité**

- ↳ **Liquidité du titre analysée au 19 mars 2020**

La liquidité du titre de la société constitue un élément important dans le cadre de l'évaluation de l'équité financière de l'opération. En effet, lorsqu'un titre est liquide, la valeur déterminée par le marché est un paramètre important à prendre en compte dans notre contexte d'intervention car elle correspond à la valeur des dernières transactions effectuées sur le marché.

Les moyennes des cours arrêtées au 19 mars 2020, ainsi que les volumes échangés sont résumés dans le tableau ci-après :

Prix et volume quotidien	Haut	Bas	Moyenne pondérée*	Volume échangé	Volume moyen quotidien	% capital échangé	% flottant échangé
36 mois	13,12	3,21	7,46	5 044 886	6 586	109,2%	375,3%
24 mois	10,65	3,21	6,86	4 295 469	8 390	93,0%	319,6%
12 mois	9,92	3,21	6,87	3 928 434	15 286	85,1%	292,3%
<b>6 mois</b>	<b>9,92</b>	<b>3,21</b>	<b>6,95</b>	<b>3 778 313</b>	<b>29 518</b>	<b>81,8%</b>	<b>281,1%</b>
<b>60 jours de bourse</b>	<b>9,92</b>	<b>3,21</b>	<b>7,10</b>	<b>3 591 981</b>	<b>59 866</b>	<b>77,8%</b>	<b>267,2%</b>
20 jours de bourse	9,92	4,33	7,34	2 659 312	132 966	57,6%	197,9%

\* Cours de clôture pondérés par les volumes

La cotation de l'action montre une liquidité globalement satisfaisante, au cours des 12 derniers mois, des échanges équivalents à 85,1% du capital, soit 292,3% du flottant (sur la base d'un pourcentage de flottant représentant 29,1% du capital). La proportion moyenne du flottant échangée quotidiennement sur les marchés sur les 12 derniers mois s'élève à 1,14%.

## 4. Travaux d'évaluation

### 4.5 Référence du cours de bourse

#### 4.5.1 Analyse du cours de bourse (3/3)

La société ORAPI est considérée comme une valeur « coronavirus » car elle vend notamment des gels hydro alcooliques et des masques de protection. Les volumes échangés sont donc anormalement élevés depuis le début de la crise du coronavirus. Ainsi, si nous effectuons la même analyse en date du 20 janvier 2020, nous avons les données suivantes :

Prix et volume quotidien	Haut	Bas	Moyenne pondérée*	Volume échangé	Volume moyen quotidien	% capital échangé	% flottant échangé
36 mois	13,12	3,21	8,22	1 589 351	2 080	34,4%	118,3%
24 mois	11,55	3,21	5,94	835 841	1 639	18,1%	62,2%
12 mois	6,80	3,21	4,56	477 838	1 874	10,3%	35,6%
<b>6 mois</b>	<b>5,36</b>	<b>3,21</b>	<b>4,08</b>	<b>304 547</b>	<b>2 361</b>	<b>6,6%</b>	<b>22,7%</b>
<b>60 jours de bourse</b>	<b>4,00</b>	<b>3,21</b>	<b>3,54</b>	<b>146 743</b>	<b>2 446</b>	<b>3,2%</b>	<b>10,9%</b>
20 jours de bourse	3,80	3,21	3,53	66 877	3 344	1,4%	5,0%

\* Cours de clôture pondérés par les volumes

La cotation de l'action montre alors une liquidité peu satisfaisante, au cours des 12 derniers mois (en date du 20/01/2020), des échanges équivalents à 10,3% du capital, soit 35,6% du flottant (sur la base d'un pourcentage de flottant représentant 29,1% du capital). La proportion moyenne du flottant échangée quotidiennement sur les marchés, sur les 12 derniers mois, s'élève à 0,14%.

Nous avons également effectué une analyse de la liquidité en suivant les recommandations de Rashid Bahr, professeur de l'Université de Genève, dans son article « Circulaire COPA n°2 – Liquidité au sens du droit des OPA » du 31 mars 2010 (**annexe 8.12**)\*\*. Il recommande, sur une base mensuelle, de « déterminer le volume médian (et non moyen) pendant chacun des douze mois précédant l'offre. Si la médiane mensuelle du volume quotidien est égale ou supérieure à 0,04% pendant dix des douze derniers mois, le titre est réputé liquide ». En effectuant cette analyse sur le cours d'ORAPI au 19/03/2020, il ressort que la médiane mensuelle du volume quotidien d'échanges est inférieure à 0,04% du flottant sur 3 des 12 derniers mois. Le titre n'est alors pas considéré comme liquide.

ORAPI a signé un contrat de liquidité avec Gilbert Dupont, sur l'exercice 2019 les volumes échangés par ce dernier représentent 34,6% des volumes totaux de la période.

Ainsi, nous ne considérons pas la liquidité de l'action ORAPI satisfaisante.

#### 📌 Forte volatilité du cours sur l'exercice 2020

Nous constatons une forte volatilité du cours de l'action ORAPI depuis le début de l'exercice 2020 avec l'impact de l'épidémie de coronavirus, et la communication du Groupe sur l'accord de financement pour la restructuration du bilan.

#### 📌 Le cours de bourse n'est pas retenu comme méthode principale

La conjugaison de la liquidité insatisfaisante et de la forte volatilité du cours nous amène à ne pas retenir le cours de bourse comme méthode principale.

\*\* Pratique doctrinale de droit suisse utilisée à titre illustratif dans notre appréciation de la liquidité du titre. Cette pratique n'a pas de valeur juridique.

## 4. Travaux d'évaluation

### 4.5 Référence du cours de bourse

#### 4.5.2 Recommandations de l'analyste (1/2)

L'action ORAPI est suivie par la société d'analyse financière Gilbert Dupont qui publie régulièrement des recommandations, objectifs de cours et comptes prévisionnels.

Nous avons analysé ces notes, depuis le 13/09/2016, en comparant les objectifs de cours et les comptes prévisionnels avec le réalisé à posteriori. L'objectif de cette analyse est de juger de la pertinence de retenir cette méthode d'évaluation dans notre approche, étant donné que la société n'est suivie que par un seul analyste.

Comme le récapitule le tableau ci-dessous, les prévisions de l'analyste financier ne se sont que rarement réalisées. Nous n'avons donc pas retenu cette méthode dans notre approche.

Date de l'analyse	Analyste	Cours à la date de l'analyse	Objectif de cours	Cours 6 mois plus tard	Cohérence de l'analyse	Prévisions de CA et ROC (m€)	Réalisation de CA et ROC (m€)	Cohérence des prévisions
13/09/2016	Gilbert Dupont - Ning Godement	8,77 €	10,30 €	8,38 €	✘	CA 12/16e = 256,0 ROC 12/16e = 4,4 CA 12/17e = 262,4 ROC 12/17e = 9,6 CA 12/18e = 270,3 ROC 12/18e = 11,2	CA 12/16 = 248,1 ROC 12/16 = 3,1 CA 12/17 = 243,7 ROC 12/17 = 3,9 CA 12/18 = 255,9 ROC 12/18 = 2,7	✘
15/03/2017	Gilbert Dupont - Ning Godement	8,48 €	9,80 €	11,26 €	✔	CA 12/17 (e) = 249,3 ROC 12/17 (e) = 6,5	CA 12/17 = 243,7 ROC 12/17 = 3,9 CA 12/18 = 255,9 ROC 12/18 = 2,7	✘
24/04/2017	Gilbert Dupont - Ning Godement	8,93 €	10,30 €	10,95 €	✔	CA 12/17 (e) = 250,5 ROC 12/17 (e) = 6,6 CA 12/18 (e) = 258,1 ROC 12/18 (e) = 9,4	CA 12/17 = 243,7 ROC 12/17 = 3,9 CA 12/18 = 255,9 ROC 12/18 = 2,7	✘
12/09/2017	Gilbert Dupont - Ning Godement	10,31 €	11,90 €	9,64 €	✘	CA 12/17e = 245,0 ROC 12/17e = 5,2 CA 12/18e = 252,9 ROC 12/18e = 9,2 CA 12/19e = 263,0 ROC 12/19e = 11,3	CA 12/17 = 243,7 ROC 12/17 = 3,9 CA 12/18 = 255,9 ROC 12/18 = 2,7 CA 12/19 (projet) = 240,1 ROC 12/19 (projet) = 2,5	✘
25/09/2018	Gilbert Dupont - Ning Godement	7,00 €	8,00 €	5,44 €	✘	CA 12/18e = 254,8 ROC 12/18e = 3,6 CA 12/19e = 262,4 ROC 12/19e = 6,6 CA 12/20e = 272,9 ROC 12/20e = 9,1	CA 12/18 = 255,9 ROC 12/18 = 2,7 CA 12/19 (projet) = 240,1 ROC 12/19 (projet) = 2,5	✘
29/01/2019	Gilbert Dupont - Ning Godement	5,86 €	6,70 €	4,90 €	✘	CA 12/18e = 255,9 ROC 12/18e = 2,2 CA 12/19e = 263,6 ROC 12/19e = 6,2 CA 12/20e = 274,1 ROC 12/20e = 9,0	CA 12/18 = 255,9 ROC 12/18 = 2,7 CA 12/19 (projet) = 240,1 ROC 12/19 (projet) = 2,5	✘

## 4. Travaux d'évaluation

### 4.5 Référence du cours de bourse

#### 4.5.2 Recommandations de l'analyste (2/2)

Date de l'analyse	Analyste	Cours à la date de l'analyse	Objectif de cours	Cours 6 mois plus tard	Cohérence de l'analyse	Prévisions de CA et ROC (m€)	Réalisation de CA et ROC (m€)	Cohérence des prévisions
19/03/2019	Gilbert Dupont - Ning Godement	6,22 €	6,90 €	4,70 €	✘	CA 12/18e = 255,9 ROC 12/18e = 2,7 CA 12/19e = 253,3 ROC 12/19e = 4,7 CA 12/20e = 260,7 ROC 12/20e = 7,6	CA 12/18 = 255,9 ROC 12/18 = 2,7 CA 12/19 (projet) = 240,1 ROC 12/19 (projet) = 2,5	✘
21/03/2019	Gilbert Dupont - Ning Godement	6,00 €	6,60 €	5,00 €	✘	CA 12/19e = 254,7 ROC 12/19e = 3,2 CA 12/20e = 264,9 ROC 12/20e = 6,4 CA 12/21e = 272,9 ROC 12/21e = 9,7	CA 12/19 (projet) = 240,1 ROC 12/19 (projet) = 2,5	✘
25/07/2019	Gilbert Dupont - Ning Godement	4,97 €	6,20 €	6,08 €	✔	CA 12/19e = 247,4 ROC 12/19e = 2,9 CA 12/20e = 257,3 ROC 12/20e = 6,2 CA 12/21e = 265,0 ROC 12/21e = 9,4	CA 12/19 (projet) = 240,1 ROC 12/19 (projet) = 2,5	✘
18/09/2019	Gilbert Dupont - Ning Godement	4,60 €	5,50 €	7,68 € le 26/02/2020	✔	CA 12/19e = 247,4 ROC 12/19e = 3,1 CA 12/20e = 252,7 ROC 12/20e = 4,9 CA 12/21e = 260,3 ROC 12/21e = 7,2	CA 12/19 (projet) = 240,1 ROC 12/19 (projet) = 2,5	✘
12/11/2019	Gilbert Dupont - Ning Godement	3,45 €	5,20 €	7,68 € le 26/02/2020	✔	CA 12/19e = 243,0 ROC 12/19e = 3,0 CA 12/20e = 243,5 ROC 12/20e = 4,0 CA 12/21e = 249,6 ROC 12/21e = 5,8	CA 12/19 (projet) = 240,1 ROC 12/19 (projet) = 2,5	✘
30/01/2020	Gilbert Dupont - Ning Godement	6,38 €	6,00 €	7,68 € le 26/02/2020	✘	CA 12/19e = 240,1 ROC 12/19e = 2,1 CA 12/20e = 240,9 ROC 12/20e = 3,5 CA 12/21e = 244,5 ROC 12/21e = 5,3	CA 12/19 (projet) = 240,1 ROC 12/19 (projet) = 2,5	✔

Il ressort de l'analyse critique des recommandations de l'analyste que ces dernières se sont peu réalisées. En conséquence, nous ne retiendrons pas ses prévisions de cours comme méthode principale.

## 4. Travaux d'évaluation

### 4.5 Référence du cours de bourse

#### 4.5.3 Récapitulatif des valorisations relatives au cours de bourse

La valorisation du titre avec ces trois méthodes varie entre 3,5€ et 7,1€.

	Valeur réelle unitaire (€)	Valeur réelle des titres (m€)
Dernière prévision de l'analyste au 30/01/2020	6,0	27,7
VWAP60 au 19/03/2020	7,1	32,7
VWAP60 au 20/01/2020	3,5	16,3

L'analyse des cours de bourse réalisée (cf. section 4.5.1 du rapport) conduit à considérer :

- que le titre est peu liquide en temps normal et ce notamment sur la période de 12 mois précédent le 21 janvier (seulement 35,6% du flottant échangé sur la période, soit une proportion moyenne échangée quotidiennement de 0,14%) ;
- que la liquidité du titre a augmenté uniquement du fait de la crise sanitaire c'est-à-dire à compter du 21 janvier ;
- que le cours de bourse actuel est déconnecté de toute rationalité car totalement porté par l'effet Covid 19. L'action a été identifiée comme une valeur Covid alors que l'activité de production de gel hydro-alcoolique est marginale dans l'activité globale du Groupe qui est en revanche très exposé à une clientèle de restaurateur (core business) qui est extrêmement impactée par la crise sanitaire. Ainsi l'évolution du cours de bourse sur les dernières semaines ne nous paraît pas refléter correctement la valeur économique du Groupe.

Pour ces raisons, nous avons volontairement écarté de son appréciation de la valeur le cours des dernières semaines que nous ne considérons pas comme une référence suffisamment fiable.

## 4. Travaux d'évaluation

### 4.6 Méthodes et références retenues

#### 4.6.1 Évaluation par la méthode DCF

La méthode DCF repose sur l'estimation de la valeur de l'actif économique d'une entreprise sur la base des flux de trésorerie d'exploitation disponibles générés par son activité, lesquels sont actualisés à un taux correspondant à l'exigence de rendement attendu par les apporteurs de ressources.

Le calcul de la valeur résiduelle, estimée au-delà de la période explicite de prévisions, repose sur l'estimation d'un cash-flow libre durable et tient ainsi compte d'une hypothèse de continuité de l'exploitation et d'une estimation de croissance à long terme.

Afin d'obtenir la valeur de marché des fonds propres, est ajoutée à la valeur d'entreprise des activités opérationnelles, le cas échéant, la valeur des actifs hors exploitation, et en est déduit l'endettement financier net.

L'utilisation de la méthode DCF nous paraît particulièrement adaptée pour évaluer la Société dans la mesure où elle permet de modéliser la prise en compte des prévisions des analystes financiers sur la totalité de l'horizon et la situation particulière.

- **Taux d'actualisation**

Sur la base des développements présentés en annexe 8.10, nous estimons le coût moyen pondéré du capital (CMPC) du Groupe ORAPI à 9,6%. Ce taux, légèrement supérieur, est cohérent avec le WACC retenu par le Groupe pour ses tests de dépréciation au 31/12/2019.

Nous retenons dans notre calcul du WACC (**annexe 8.10**) une prime spécifique de 5% qui se justifie notamment par le niveau d'endettement élevé de la société et par les écarts constatés entre les budgets et le réalisé les années précédentes.

- **Prévisions du plan d'affaires**

Le plan d'affaires ou Business plan de la Direction, avalisé par le Comité d'audit de la Société au cours du premier semestre 2020, s'étend sur la période 2020-2024 et tient compte de l'amélioration des performances financières et industrielles du Groupe annoncée dans le plan TINA.

Le plan TINA a été présenté en section 3.5.2 du Rapport.

Le plan d'affaires ne prévoit pas d'opérations de croissance externe.

Nous précisons que dans le BP retenu les charges de départ à la retraite sont exclues étant donné qu'elles sont déjà prises en compte dans l'EFN.

Le dégagement de BFR prévu en 2020 est lié à la baisse de chiffre d'affaires et à l'application du plan TINA.

Les prévisions de ce plan d'affaires ne tiennent pas compte de la norme IFRS 16.

- **Flux normatif**

S'agissant du Groupe, la valeur terminale retient :

- ↘ un taux de croissance des flux de 1,3%. Ce taux nous semble adapté au contexte ;
- ↘ un taux de marge d'EBITDA cible de 7% qui semble cohérent par rapport aux comparables boursiers, et avec l'application du plan TINA ;
- ↘ des investissements d'environ 6,1M€, correspondant à la fourchette basse des CAPEX historiques ;
- ↘ une dotation aux amortissements en adéquation avec le niveau des investissements normatifs, nous conduisant à considérer qu'il n'y a pas de surinvestissement à l'infini ;
- ↘ un impôt sur les sociétés estimé à 25% de l'EBIT anticipé.

- **Analyse de sensibilité**

- ↘ WACC
- ↘ Taux de croissance à l'infini
- ↘ Taux de croissance du Chiffre d'affaires
- ↘ Taux d'EBITDA

## 4. Travaux d'évaluation

### 4.6 Méthodes et références retenues

#### 4.6.1 Évaluation par la méthode DCF

Flux de trésorerie actualisés cumulés	33,8
Valeur terminale	97,0
Valeur terminale actualisée	61,2
Valeur d'entreprise (VE)	95,0
<i>Ratio VT/VE</i>	<i>64,5%</i>
<i>Multiple implicite d'EBITDA</i>	<i>10,8x</i>
<i>Multiple implicite d'EBIT</i>	<i>39,4x</i>
(-/+ Endettement net / Trésorerie nette)	78,7
Valeur de société (titres)	16,2

Le flux 2019 n'est pas actualisé étant donné qu'il s'agit de la clôture de l'exercice en cours.

***D'après la méthode des Discounted Cash Flow, la valeur de la société ORAPI ressort à 16,2M€, incluant un endettement financier net de 78,7M€ (ne tenant pas compte des impôts sur déficits reportables car ils sont déjà pris en compte dans les flux).***

## 4. Travaux d'évaluation

### 4.6 Méthodes et références retenues

#### 4.6.1 Évaluation par la méthode DCF (suite)

Table de sensibilité sur la valeur des titres						
		Taux d'actualisation				
		10,2%	9,9%	9,6%	9,3%	9,0%
Taux de croissance à l'infini	0,90%	7,3	10,1	13,1	16,2	19,6
	1,10%	8,7	11,5	14,6	17,9	21,4
	1,30%	10,1	13,0	16,2	19,7	23,3
	1,50%	11,5	14,6	17,9	21,5	25,4
	1,70%	13,0	16,3	19,7	23,5	27,5

Table de sensibilité sur la valeur des titres						
		Taux d'actualisation				
		10,2%	9,9%	9,6%	9,3%	9,0%
Taux de croissance du CA	1,50%	8,1	11,0	14,1	17,4	21,0
	1,75%	9,1	12,0	15,2	18,5	22,2
	2,00%	10,1	13,0	16,2	19,7	23,3
	2,25%	11,0	14,1	17,3	20,8	24,5
	2,50%	12,0	15,1	18,4	21,9	25,7

Table de sensibilité sur la valeur des titres						
		Taux d'actualisation				
		10,2%	9,9%	9,6%	9,3%	9,0%
Taux d'EBITDA cible	5,0%	-18,9	-17,2	-15,4	-13,5	-11,4
	6,0%	-4,4	-2,1	0,4	3,1	5,9
	7,0%	10,1	13,0	16,2	19,7	23,3
	8,0%	24,5	28,2	32,0	36,2	40,7
	9,0%	39,0	43,3	47,9	52,8	58,1

Nous présentons ci-contre une analyse de la sensibilité de la valeur des titres, selon la méthode des DCF, en fonction du taux d'actualisation et le taux de croissance à l'infini, le taux de croissance du CA entre 2021 et 2024) et enfin le taux d'EBITDA cible.

Il ressort de cette analyse que le taux d'EBITDA cible a un impact significatif sur la valorisation des titres.

En conclusion, la valeur centrale des titres de la société ORAPI, selon la méthode des DCF, est de 16,2M€ soit une valeur unitaire du titre à 3,5€.

## 4. Travaux d'évaluation

### 4.6 Méthodes et références retenues

#### 4.6.2 Évaluation par la méthode des comparables boursiers

- **Constitution d'un échantillon large**

Il n'existe pas, à notre connaissance, un concurrent coté strictement comparable à ORAPI en termes de répartition d'activité, de taille, de marges, de croissance, de levier d'endettement et de volatilité des cours, pour ne citer que les principaux facteurs explicatifs des multiples de valorisation d'une entreprise cotée.

À défaut, nous avons choisi de constituer un échantillon sectoriel large, composé de sociétés cotées dans l'industrie chimique des détergents et produits d'entretien. Ces sociétés sont décrites en annexe 8.6. Par cette approche, il ressort un échantillon de cinq sociétés.

Nous renvoyons à l'annexe 8.11 concernant l'approche de la norme IFRS 16 dans nos travaux.

- **Résultats de la méthode et positionnement par rapport aux autres approches**

Nous avons écarté les multiples :

- ✎ de chiffre d'affaires, car il ne nous paraît pas pertinent de valoriser ORAPI sur le seul critère du volume d'activité sans tenir compte de la rentabilité d'exploitation prévisionnelle du Groupe,
- ✎ de résultat net (PER) qui conduisent à des estimations biaisées du fait des écarts de structure financière et des différents taux d'imposition sur les entités du panel qui ne sont pas toutes françaises.

Nous privilégions les multiples d'EBITDA, car il constitue le premier indicateur extracomptable communiqué par la Société, ainsi que par la moitié des comparables. Il présente toutefois la particularité de s'affranchir des efforts d'investissement du Groupe, lesquels sont appréhendés au moyen de la dotation aux amortissements qui sont la meilleure estimation du besoin d'investissement de renouvellement des actifs ;

Les valeurs centrales des intervalles définis par les médianes des multiples sont reportées dans le tableau ci-après :

Société	Pays	EfCode	EV/EBITDA 2019e	EV/EBITDA 2020e
HENKEL	Allemagne	02436ED	8,8	9,4
BUNZL	Royaume-Uni	01583EX	9,5	9,7
MCBRIDE	Royaume-Uni	30822EX	5,4	5,2
RECKITT BENCKISER	Royaume-Uni	01782EX	13,6	15,3
<b>Médiane</b>			<b>9,2</b>	<b>9,5</b>
<b>Multiple de comparables boursiers retenu</b>			<b>9,2</b>	<b>9,5</b>

Source : InFront Analytics - Données prévisionnelles sur les 12 mois précédents - 11/03/2020

Pour plus d'informations sur les comparables boursiers cf. annexes 8.6 et 8.7.

A travers l'analyse des niveaux d'EBITDA et des multiples de ces comparables, nous partons du postulat que les EBITDA publiés par Infront Analytics ne tiennent pas compte de la norme IFRS 16, notamment du fait que ces derniers évoluent peu sur les années 2017, 2018 et 2019.

Nous n'avons pas repéré d'application anticipée de la norme IFRS 16 en 2018 dans les comptes de ces comparables.

Ainsi, nous appliquons le multiple de comparables boursiers retenu sur un EBITDA ORAPI ne tenant pas compte de la norme IFRS 16.

## 4. Travaux d'évaluation

### 4.6 Méthodes et références retenues

#### 4.6.2 Évaluation par la méthode des comparables boursiers

- **EBITDA normatif**

La mise en place de cette méthode implique de choisir un agrégat. Nous avons décidé de retenir l'EBITDA. En effet, le chiffre d'affaires ne permet pas de prendre en compte les différences de rentabilité et l'EBIT ne permet pas de neutraliser les politiques d'investissement différentes des sociétés de l'échantillon.

Afin de déterminer un EBITDA normatif il convient de retraiter :

- les charges et produits non récurrents,
- les surcharges ou sous-estimations.

M€	31/12/2019	31/12/2020
<b>EBITDA sans IFRS 16</b>	<b>8,8</b>	<b>11,0</b>
Contribution de DACD à l'EBITDA	-	0,6
<b>EBITDA normatif sans IFRS 16</b>	<b>8,2</b>	<b>11,0</b>

La filiale DACD a été cédée en mars 2019, nous avons donc retraité sa contribution à l'EBITDA de l'exercice. Le produit de la cession de cette filiale se retrouve bien dans l'EFN.

**L'EBITDA normatif qui ressort de notre analyse s'élève à 8,2M€ au 31/12/2019 et 11M€ au 31/12/2020.**

- **Valeur des titres de la société**

M€	31/12/2019	31/12/2020
<b>EBITDA sans IFRS 16</b>	<b>8,8</b>	<b>11,0</b>
Contribution de DACD à l'EBITDA	-	0,6
<b>EBITDA normatif sans IFRS 16</b>	<b>8,2</b>	<b>11,0</b>
Multiple	9,2	9,5
<b>Valeur d'entreprise</b>	<b>74,9</b>	<b>105,0</b>
EFN retraité sans IFRS 16 au 31/12/2019	73,4	73,4
<b>Valeur des titres</b>	<b>1,5</b>	<b>31,5</b>
<b>Valeur unitaire des titres (€)</b>	<b>0,3</b>	<b>6,8</b>
<b>Valeur unitaire centrale des titres (€)</b>	<b>3,6</b>	

***D'après la méthode des comparables boursiers, basée sur un multiple d'EBITDA, la valeur centrale des titres de la société est de 16,5M€ soit une valeur unitaire de 3,6€.***

## 4. Travaux d'évaluation

### 4.6 Méthodes et références retenues

#### 4.6.3 Évaluation par la méthode des comparables de transaction

- **Echantillon de transactions comparables**

Nous avons identifié un échantillon de transactions du secteur de l'hygiène à partir de la base de données Epsilon.

Société	Pays	EV/EBITDA
FARMOL	Italie	4,0
IPC	France	7,5
HEDIS	France	10,8
ANTI-GERM	Allemagne	10,9
<b>Médiane</b>		<b>9,2</b>
<b>Multiple des transactions comparables retenu</b>		<b>9,2</b>

Source : Epsilon Research

Ainsi, nous pouvons conclure que le multiple d'EBITDA qui sera retenu dans la suite de nos travaux est **x9,2**.

Les transactions comparables sélectionnées ont été réalisées entre 2013 et 2018. L'application de la norme IFRS 16 est devenue obligatoire à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2019. Nous partons donc du postulat que ces multiples correspondent à des multiples d'EBITDA ne tenant pas compte de la norme IFRS 16.

Ainsi, nous appliquons le multiple de transactions comparables retenu sur un EBITDA ORAPI ne tenant pas compte de la norme IFRS 16.

- **Valeur des titres de la société**

M€	31/12/2019	31/12/2020
<b>EBITDA sans IFRS 16</b>	<b>8,8</b>	<b>11,0</b>
Contribution de DACD à l'EBITDA	- 0,6	-
<b>EBITDA normatif sans IFRS 16</b>	<b>8,2</b>	<b>11,0</b>
Multiple	9,2	9,2
<b>Valeur d'entreprise</b>	<b>74,6</b>	<b>101,0</b>
EFN retraité sans IFRS 16 au 31/12/2019	73,4	73,4
<b>Valeur des titres</b>	<b>1,2</b>	<b>27,6</b>
<b>Valeur unitaire des titres (€)</b>	<b>0,3</b>	<b>6,0</b>
<b>Valeur unitaire centrale des titres (€)</b>	<b>3,1</b>	

***D'après la méthode des transactions comparables, basée sur un multiple d'EBITDA, la valeur centrale des titres de la société ORAPI est de 14,4M€, soit une valeur unitaire de 3,1€.***

## 4. Travaux d'évaluation

### 4.7 Proposition d'une fourchette de valeur des titres de la société ORAPI

en M€	Valeur Entreprise	EFN	Valeur des titres	Valeur unitaire des titres (€)
Méthode des DCF	95,0	(78,7)*	16,2	3,5
Méthode des comparables boursiers	89,9	(73,4)	16,5	3,6
Méthode des transactions comparables	87,8	(73,4)	14,4	3,1
<b>Valeur centrale des titres</b>			<b>15,7</b>	<b>3,4</b>

\* L'EFN est plus élevé ici car l'IDA est pris en compte dans les Free cash flow.

La valorisation des titres de la société ORAPI à la date d'émission de notre rapport se situe en moyenne à 15,7M€ (soit une valeur unitaire de 3,4€), et est comprise entre 14,4M€ (3,1€ par titre) et 16,5M€ (3,6€ par titre). Cette valorisation s'entend dans un contexte de continuité d'exploitation et de finalisation de la restructuration en cours de l'endettement et des capitaux propres, reposant sur une hypothèse de croissance régulière du chiffre d'affaires (+2%) par an dès 2021, et des hypothèses volontaristes d'augmentation de la rentabilité (doublement du taux d'EBITDA entre 2019 et 2024).

A titre d'éléments de comparaison, ci-dessous les valorisations selon les moyennes pondérées des 60 derniers jours de bourse, les prévisions de l'analyste financier Gilbert Dupont et les capitaux propres :

	Valeur réelle unitaire (€)	Valeur réelle des titres (M€)
Dernière prévision de l'analyste au 30/01/2020	6,0	27,7
VWAP60 au 19/03/2020	7,1	32,7
VWAP60 au 20/01/2020	3,5	16,3
Capitaux propres au 31/12/2019	8,8	40,8

## **5. Analyse financière de l'opération**

*Analyse de la structure financière pré Opération*

*Analyse de la structure financière post Opération*

*Objectifs de l'Opération*

*Scénarios alternatifs de refinancement successivement envisagés*

*Analyse financière de l'Option d'achat*

*Analyse financière de l'émission des ORA*

*Incidence de l'Opération sur la valeur de l'action ORAPI et la situation financière d'un actionnaire d'ORAPI*

*Perspectives d'ORAPI en cas de non-réalisation de l'Opération*

*Synthèse*

## 5. Analyse financière de l'opération

Nous présentons dans cette partie du Rapport notre analyse de la solution apportée par l'Opération à l'impasse de trésorerie dans laquelle se trouve actuellement le Groupe, comparativement à d'autres schémas préalablement envisagés mais finalement abandonnés.

### 5.1 Analyse de la structure financière pré Opération

L'endettement financier du Groupe ORAPI est porté quasi-exclusivement par ORAPI.

L'endettement financier d'ORAPI s'élevait au 31 décembre 2019 à 52,7M€ (hors financement factor, CICE et retraitement IFRS 16) et était composé comme suit :

Un contrat de crédits syndiqués d'un montant total en principal de 47,25M€, en vertu d'un contrat de crédits en date du 14 septembre 2018 entre ORAPI en qualité d'emprunteur et le pool bancaire du Groupe ORAPI (constitué des onze prêteurs suivants : Arkéa Banque Entreprises et Institutionnels, Société Générale, Caisse Régionale de Crédit Agricole Mutuel Centre-Est, Banque Palatine, Banque Européenne du Crédit Mutuel, BNP Paribas, Banque Rhône Alpes, Caisse d'Epargne Rhône-Alpes, Le Crédit Lyonnais, CIC Lyonnaise de Banque et Aviva) en qualité de prêteur, décomposé en :

- ▶ un crédit de refinancement d'un montant en principal de 33,6M€, ayant pour objet le refinancement de l'endettement d'ORAPI, divisé en :
  - une tranche A d'un montant en principal de 16,6M€ dont :
    - une tranche A1 d'un montant en principal de 15,09M€, à échéance au 14 septembre 2024, remboursable trimestriellement à compter du 14 mars 2019 ;
    - une tranche A2 d'un montant en principal de 1,51M€ (tirable en décembre 2019 concomitamment avec le remboursement de Micado II), à échéance au 14 septembre 2023, remboursable trimestriellement à compter du 14 mars 2020 ;
  - une tranche B d'un montant en principal de 5M€, à échéance au 14 septembre 2023, remboursable trimestriellement à compter du 14 mars 2019 ;
  - une tranche C d'un montant en principal de 8M€, à échéance au 14 septembre 2024, remboursable en une seule échéance *in fine* ;
  - une tranche D d'un montant en principal de 4M€, à échéance au 14 septembre 2025, remboursable en une seule échéance *in fine* ;

- ▶ un crédit renouvelable d'un montant maximum en principal de 8,65M€, à échéance au 14 août 2022 avec clause d'extension jusqu'en 2024, ayant pour objet le refinancement de l'endettement d'ORAPI ;
- ▶ un crédit d'investissement d'un montant maximum en principal de 5M€, à échéance au 14 septembre 2023, remboursable trimestriellement à compter du 14 mars 2019, ayant pour objet le financement ou le refinancement partiel des dépenses d'exploitation d'ORAPI et de ses filiales ;
- ▶ un crédit d'investissement non confirmé et non accordé à date (non compris dans le total de 47,25M€) d'un montant maximum en principal de 5M€, à échéance au 14 septembre 2024, ayant pour objet le financement ou le refinancement partiel des dépenses d'exploitation d'ORAPI et de ses filiales (non compris dans le total de 47,25M€).

Le pool bancaire bénéficie des sûretés suivantes en garantie du remboursement des crédits consentis au titre du contrat de crédits syndiqués : nantissement de comptes titres financiers de premier rang portant sur 100% des titres détenus dans Proven ORAPI Group, Chimiotech Vénissieux, DACD, ORAPI Hygiène et ORAPI Applied Asia, nantissement des prêts intragroupe consentis par ORAPI à ORAPI Hygiène, DACD et Justinesy, nantissement de la créance de solde créditeur de tous les comptes bancaires ouverts au nom d'ORAPI et gage espèce relatif au produit du sale&lease back sur l'actif immobilier de Vaulx en Velin pour 1,95M€.

Au 31/12/2019, l'encours global en principal des crédits au titre du contrat de crédits syndiqués s'élève à 39,9 millions d'euros.

## 5. Analyse financière de l'opération

### 5.1 Analyse de la structure financière pré Opération (suite)

L'endettement financier d'ORAPI s'élevait au 31 décembre 2019 à 52,6M€ et était composé comme suit : (suite)

Des contrats de crédit bilatéraux conclus avec (i) sept prêteurs du pool bancaire du Groupe ORAPI (Arkéa Banque E&I, Crédit Agricole, BNP Paribas, Banque Rhône Alpes, Caisse d'Epargne Rhône Alpes, LCL et CIC), (ii) BpiFrance et (iii) Banque Cantonale de Genève. Au 31 décembre 2019, le montant total en principal restant dû au titre de ces contrats de crédit bilatéraux s'élevait à 7,65M€.

Un **emprunt obligataire** « Micado II » d'un montant total en principal de 5M€, émis par **ORAPI** le 20 décembre 2013, souscrit en intégralité par le Fonds Micado France 2019, portant intérêt au taux de 5,25% l'an et venant à échéance le 20 décembre 2019. Depuis le 20 décembre 2019, les obligations ne sont plus admises aux négociations sur le marché Euronext Growth d'Euronext à Paris.

Un **contrat opération d'échange de conditions d'intérêts** en date du 10 avril 2015 et à échéance du 14 janvier 2022, régularisée avec CACIB selon convention-cadre FBF, relative aux opérations sur instruments financiers à terme en date du 2 août 2010, portant sur un montant notionnel de 5,4M€.

## 5. Analyse financière de l'opération

### 5.2 Analyse de la structure financière post Opération

**Niveau d'endettement** : l'Opération (dont les modalités sont décrites en partie 2) et notamment les opérations de rachat et restructuration de la dette bancaire et obligataire de la Société, rétablira le niveau d'endettement du Groupe ORAPI à un niveau supportable (cf. analyse du gearing ci-dessous) et dont les modalités de remboursement seront compatibles avec la poursuite de l'exploitation du Groupe ORAPI et les flux de trésorerie opérationnels du Groupe ORAPI (compte tenu des prévisions d'EBITDA de la Société)

La rémunération de la dette mis en place à l'issue de l'Opération (i.e. les Obligations *New Money* et les ORAs) sera progressive (par exemple les ORA 2 ne porteront pas d'intérêt la première année) et comportera notamment des intérêts capitalisés, permettant d'alléger le service de la dette au cours des premiers exercices.

**Amélioration de la situation de trésorerie** : l'apport par KARTESIA de nouvelles liquidités (17 millions d'euros maximum) permettra au Groupe ORAPI de réduire significativement la tension de son besoin en fonds de roulement.

L'incidence de l'Opération sur les fonds propres et l'endettement de la Société, avec comme hypothèse théorique un remboursement des ORA 1 et des obligations *New money* en numéraire en année 3 et la conversion des ORA 2 et l'exercice des BSA, se présente de la manière suivante :

ORAPI (m€)	A la date de l'opération	Suite à l'Opération	Suite à la conversion des ORA 2	Suite à l'exercice des BSA
Capitaux propres*	40,8	51,1	69,4	75,7
Endettement financier net**	52,7	39,6	-	-
<b>Gearing</b>	<b>1,29</b>	<b>0,78</b>	-	-

\* Les capitaux propres utilisés à la date de l'Opération sont ceux de la dernière clôture au 31/12/2019. Nous ne tenons ensuite compte que de l'impact de l'augmentation de capital réservée, de la conversion des ORA 2 et de l'exercice des BSA.

\*\* L'EFN utilisé à la date de l'opération correspond à l'endettement bancaire et obligataire de ORAPI faisant l'objet du protocole de conciliation, et ce afin d'avoir l'impact de l'Opération sur le gearing de la Société. Nous ne tenons ensuite compte que de l'impact de l'augmentation de capital réservée et de la conversion des ORA 2.

### 5.3 Objectifs de l'Opération

Le niveau difficilement soutenable de l'endettement et les tensions de trésorerie ont conduit la Société à engager un processus de négociation avec ses principaux créanciers financiers et solliciter la mise en place d'une nouvelle facilité et de manière plus générale, à mener une réflexion sur les hypothèses de restructuration financière.

L'Opération a été structurée de manière à satisfaire les objectifs suivants :

- la gestion des besoins de trésorerie à court terme (incluant le rachat de l'ensemble de l'endettement bancaire (hors dette hypothécaire CIC) (soit un montant de 47 millions d'euros) et obligataire (soit un montant de 5 millions d'euros);
- l'assainissement de la structure bilancielle d'ORAPI afin de rendre le service de la dette subsistante compatible, à moyen terme, avec les prévisions d'EBIT économique du Groupe, son modèle économique et les aléas inhérents à la nature de ses activités ;
- l'apport de *New money* à hauteur de 12M€ dans un premier temps, puis 5M€ (optionnels) dans un second temps pour la mise en œuvre de la stratégie long terme du Groupe ORAPI.

## 5. Analyse financière de l'opération

### 5.4 Scénarios alternatifs de refinancement successivement envisagés

Le groupe ORAPI a reçu et étudié une offre de Sandton Capital Partners en date du 7 janvier 2020, et valable jusqu'au 20 janvier 2020. Cette offre peut se résumer comme suit :

- Financement New Money de 10M€, avec un droit de tirage complémentaire de 5M€ pendant un an suivant la date du closing (sous réserve du respect des covenants), sous la forme d'emprunt obligataire. La maturité des obligations est de 3 ans à compter de la date d'émission (avec possibilité de l'étendre à 4 ans).
    - ↳ La rémunération de la première tranche de 10M€ est composée (i) d'intérêts cash de 2% payables mensuellement, (ii) d'intérêts PIK de 10% capitalisés chaque année, (iii) d'intérêts additionnels de 5% par an après 3 ans, (iv) OID de 7,5% capitalisés à l'émission de l'obligation et (v) des frais de structuration de 1% capitalisés à l'émission des obligations.
    - ↳ La seconde tranche de 5M€ fait l'objet de frais de non usage de 5% capitalisés, puis d'intérêts de 2% cash payable par trimestre. Après le tirage, les conditions sont identiques à la première tranche.
  - Rachat de la dette et réaménagement de l'endettement financier existant :
    - ↳ 100% des crédits syndiqués pour un montant restant dû à date de 39,9M€, pour un prix égal à 43% des montants restants dus.
    - ↳ 100% des crédits bilatéraux pour un montant restant dû à date de 7,7M€, pour un prix égal à 43% des montants restants dus.
    - ↳ Les dettes acquises sont conservées, à l'exception de 10M€ convertis au capital pour une parité de conversion permettant à Sandton d'obtenir 52% du capital.
    - ↳ La dette non convertie est remboursable en 3 ans avec un intérêt annuel de 2,5% payable mensuellement (possibilité d'extension de 1 an).
    - ↳ 100% des obligations dites « Micado » pour un montant restant dû à date de 5M€, pour un prix égal à 30% des montants restants dus. Les obligations acquises sont conservées et remboursables avec une maturité de 3 ans.
- A titre de comparaison et pour rappel, l'offre de KARTESIA se résume comme suit :
- Emission d'obligations New Money pour un montant de 12M€, avec un droit de tirage complémentaire de 5M€ pendant un an suivant la date de réalisation de l'Opération (sous réserve du respect des covenants). La maturité des obligations est de 6 ans à compter de la date d'émission.
    - ↳ La rémunération de la première tranche de 12M€ est composée (i) d'intérêts cash euribor (floor à 0%) + 8% par an payés trimestriellement, (ii) d'intérêts PIK de 7% capitalisés chaque année, (iii) d'une commission d'arrangement de 6% du principal.
    - ↳ La seconde tranche de 5M€ fait l'objet d'une commission de non utilisation de 1% par an tant qu'elle n'est pas annulée.
  - Rachat de la dette et réaménagement de l'endettement financier existant :
    - ↳ 100% des crédits syndiqués pour un montant restant dû à date de 39,9M€, pour un prix égal à 43% des montants restants dus.
    - ↳ 100% des crédits bilatéraux pour un montant restant dû à date de 7,7M€, pour un prix égal à 43% des montants restants dus.
    - ↳ 100% des obligations dites « Micado » pour un montant restant dû à date de 5M€, pour un prix égal à 30% des montants restants dus.
    - ↳ Les dettes bancaires et obligataires acquises sont restructurées pour (i) 80% en un nouvel instrument quasi-equity de type ORA, (ii) pour 20% en actions ordinaires D'ORAPI.
    - ↳ La rémunération du nouvel instrument quasi-equity sera une marge PIK de euribor (floor 0%) + 5%.
  - Les conditions de l'offre de KARTESIA étant plus intéressantes pour les actionnaires d'ORAPI, c'est cette dernière qui a été retenue.

## 5. Analyse financière de l'opération

### 5.5 Analyse financière de l'Option d'Achat

Nous avons identifié l'attribution conditionnée d'une option d'achat accordée par KARTESIA à MG3F sur une quote-part des ORA 2 détenus par KARTESIA au moment de l'exercice de ladite option d'achat (l'« **Option d'Achat** »).

**Modalités d'exercice de l'Option d'Achat** : l'Option d'Achat est conditionnelle et se structure en deux étapes :

- L'Option d'Achat n'est pas accordée à MG3F à la date de réalisation de l'Opération. A cette date KARTESIA prendra uniquement l'engagement d'accorder l'Option d'Achat sous réserve du remboursement intégral (en capital et en intérêts) préalable en numéraire des ORA 1 par ORAPI.
- Dans l'hypothèse où ORAPI aurait été en mesure de rembourser par anticipation les ORA 1, l'Option d'Achat accordée à MG3F ne pourra être exercée par MG3F (i) qu'à la condition que les Obligations *New Money* soient également intégralement remboursées (principal et intérêts capitalisés et courus) par anticipation et en numéraire par la Société et (ii) qu'au cours d'une période de 12 mois à compter de la date de remboursement de ces obligations (à défaut d'exercice pendant cette période, l'Option d'Achat deviendra caduque).
- **Prix d'exercice de l'Option d'Achat** : le prix d'acquisition des ORA 2 rachetés par MG3F en cas d'exercice de l'Option d'Achat sera égal à leur montant en principal (et intérêts capitalisés et courus) et correspond à une valeur de marché.
- Nous avons analysé deux accords connexes qui sont l'option d'achat des ORA 2 et le pacte d'actionnaires. Le rachat des ORA 2 ne peut se faire qu'à la valeur nominale augmentée des intérêts courus. Il s'agit donc d'une valeur de marché de sorte qu'il n'y a, de notre point de vue, aucun transfert de valeur au détriment des actionnaires minoritaires dans ce cas de figure. Par ailleurs, dans l'hypothèse où la valorisation de la société ORAPI serait identique à celle d'aujourd'hui (3,4€ par action) toute chose étant égale par ailleurs, au moment du rachat des ORA 2, ce rachat par MG3F se traduirait par une perte potentielle puisque le nominal serait convertis sur une base de 5,20€. En ce qui concerne le pacte d'actionnaires, nous n'avons pas identifié de transfert de valeur au profit de MG3F et au détriment des actionnaires minoritaires.

- L'attribution conditionnée par KARTESIA de l'Option d'Achat et les conditions d'exercice de cette Option d'Achat (y compris le prix d'exercice) n'est pas de nature à remettre en cause le caractère équitable de l'Opération pour les actionnaires d'ORAPI.

### 5.6 Analyse financière de l'émission des ORA

L'émission des ORA 1 et ORA 2 est réservée à KARTESIA et libérée par compensation avec les créances bancaires et obligataires sur ORAPI.

Le prix de souscription est proposé au prix unitaire de 5,2 €, soit le prix de l'action ORAPI retenu dans le cadre de l'Augmentation de Capital Réservee.

Les ORA 1 et ORA 2 arriveront à échéance à la date du vingtième anniversaire de leur date de souscription et porteront des intérêts au taux Euribor (avec un taux plancher de 0% l'an) auquel s'ajoutera une marge de cinq pour cent (5%) par an, capitalisés à chaque date anniversaire de la Date de Réalisation. Par exception, les ORA 2 porteront intérêt à compter de la première date anniversaire de la date de souscription des ORA 2. En outre, les ORA 2 ne porteront plus intérêts à compter de la date à laquelle l'ensemble des ORA 1 (en ce compris le principal, les intérêts capitalisés et courus et non encore capitalisés des ORA 1) sera remboursé, dès lors que cette date sera antérieure au 30 juin 2022.

Une synthèse des principaux termes et conditions des ORA 1 et ORA 2 figurent en **annexe 8.15**.

La répartition du capital social d'ORAPI à l'issue de l'Augmentation de Capital Réservee et du remboursement en actions nouvelles d'ORAPI à leur date de remboursement figure en **annexe 8.16**.

## 5. Analyse financière de l'opération

### 5.7 Analyse financière de l'attribution des BSA

L'attribution gratuite de bons de souscription d'actions (« BSA ») a été décidée par ORAPI afin d'associer les actionnaires minoritaires à la restructuration de sa dette. Les principaux termes des BSA sont décrits ci-après :

*Parité d'attribution:* chaque actionnaire recevra, à la date de réalisation de l'Opération, 1 BSA à raison de 2 actions ORAPI détenues. Les BSA qui auraient été attribués à la Société à raison des actions auto détenues seront immédiatement annulés.

*Période d'exercice:* les titulaires des BSA pourront les exercer pendant un délai de 12 mois à compter du remboursement intégral (principal et intérêts) des Obligations New money et des ORA 1. Les porteurs de BSA seront informés de la date d'ouverture de la période d'exercice des BSA au moyen d'un communiqué de la Société diffusé sur son site internet ([www.orapi.com](http://www.orapi.com)) ainsi que d'un avis publié par Euronext.

*Maturité:* la maturité des BSA est de 7 ans. Les BSA deviendront caducs et perdront ainsi toute valeur à la fermeture des négociations sur Euronext Paris (17h30 heure de Paris) le 29 juillet 2027 ou par anticipation en cas (i) de liquidation de la Société ou (ii) d'annulation de tous les BSA conformément aux termes et conditions des BSA. Le prix d'exercice du BSA est fixé à 5,20€, soit le prix de l'augmentation de capital réservée à Kartesia.

*Parité d'exercice:* un BSA donnera droit à la souscription d'une action nouvelle de la Société au prix de 5,20 euros (sauf ajustement conformément aux termes et conditions des BSA)

*Engagements:* MG3F et les membres de la famille Chiffot prendront l'engagement de (i) voter en faveur des résolutions en assemblée générale relatives à l'attribution gratuite des BSA, (ii) renoncer à l'exercice des BSA et de ne pas céder les BSA qu'ils recevront au titre des actions qu'ils possèdent ou posséderont à la date d'attribution des BSA. Par exception, MG3F prendra l'engagement de transférer au profit des managers bénéficiant du plan d'intéressement une partie de ses BSA. Kartesia prendra l'engagement de ne pas acquérir de BSA.

*Cotation :* les BSA et les actions susceptibles d'être émises en cas d'exercice des BSA feront l'objet d'une admission sur le marché réglementé Euronext Paris à compter de leur émission. L'émission et l'admission des BSA (et des actions issues du remboursement des BSA) feront l'objet d'un prospectus visé par l'AMF.

La répartition du capital social d'ORAPI à l'issue de l'Augmentation de Capital Réservée, du remboursement des ORA 2 en actions nouvelles d'ORAPI, et l'exercice des BSA en année 3 est présentée en **annexe 8.16**.

L'attribution gratuite de bons de souscription d'actions aux actionnaires minoritaires permet d'associer ces derniers à la restructuration financière d'ORAPI, en leur permettant de compenser en partie la dilution résultant de l'augmentation de capital réservée à Kartesia (et le cas échéant du remboursement anticipé en actions des ORA 2) en cas de retour à meilleur fortune de la Société, dans le cas où les ORA 1 et les Obligations New Money seraient remboursées par la Société avant le 7ème anniversaire de la date d'attribution des BSA.

Nous n'avons pas eu connaissance d'accords auxquels une ou plusieurs personnes ou sociétés concernées par l'Opération seraient parties et qui pourraient avoir une incidence sur notre appréciation des conditions financières et du caractère équitable de l'Opération

## 5. Analyse financière de l'opération

### 5.8 Incidence de l'Opération sur la valeur de l'action ORAPI et la situation financière d'un actionnaire d'ORAPI

#### Valeur de l'action ORAPI

Le cours de l'action ORAPI, moyenné sur une période de 12 mois précédant l'annonce de l'Opération, intervenue le 3 mars 2020 après la clôture du marché, s'établissait à 4,86 euros par action. Le cours moyen pondéré par les volumes sur une période de 1 mois s'élevait quant à lui à 6,99€.

Le cours moyen pondéré théorique post Augmentation de capital est égal à 6,45€.

#### Estimation du TERP\*

\*Theoretical Ex-Rights Price

Etape	Valeur unitaire (€)	Nombre d'actions (M)	Total (M€)
VWAP 1 mois au 3 mars 2020	6,99	4,62	32,27
Augmentation de capital réservée	5,20	1,98	10,29
<b>Post Augmentation de capital réservée</b>	<b>6,45</b>	<b>6,60</b>	<b>42,56</b>

#### Situation d'un actionnaire d'ORAPI (1/2)

L'incidence de l'Opération pour l'actionnaire d'ORAPI doit s'analyser au regard de sa situation dans le capital et du caractère dilutif de l'Opération. L'impact de la dilution résultant de l'Augmentation de Capital Réserve est détaillé en annexe 8.16. Un actionnaire qui détenait 1% du capital avant la réalisation de l'Opération, détiendrait 0,7% du capital suite à l'Augmentation de Capital Réserve. En cas de conversion à échéance des ORA 1 et ORA 2, ils détiendraient 0,17% du capital. Les BSA seraient alors caducs car leur maturité est de 7 ans.

Dans le cas où seules les ORA 2 sont intégralement remboursées en actions au cours de l'année 2023 (suite au remboursement intégral en numéraire des ORA 1 et des Obligations New Money au cours de l'année 2023), un actionnaire détenant 1% du capital avant l'Opération détiendraient alors 0,46% du capital.

#### Situation d'un actionnaire d'ORAPI (2/2)

A l'issue de ce remboursement intégral des ORA 2 et en cas d'exercice de l'intégralité des BSA (en ce compris les 92.375 BSA transférés par MG3F aux managers bénéficiaires du plan d'intéressement et à l'exception des BSA détenus par MG3F, les membres de la famille Chiffot et ceux attribués à la Société au titre de l'autocontrôle), ledit actionnaire détiendrait 0,61% du capital (en prenant pour hypothèse que ce dernier a exercé l'intégralité des BSA qui lui ont été attribués – dans le cas où ce dernier n'exercerait pas ses BSA sa participation serait ramenée à 0,41% du capital social).

La perte de valeur théorique d'un actionnaire, estimée par rapport à la référence du cours de bourse, représente environ 7,7% de son patrimoine. Cette perte de valeur, résultant exclusivement de l'Augmentation de capital réservée, doit être appréciée au vu des éléments suivants :

- L'amélioration de la structure financière du Groupe ORAPI grâce à la restructuration de son endettement financier dont les modalités de remboursement sont désormais compatible avec les flux de trésorerie opérationnels du Groupe ORAPI ;
- L'apport de nouvelles liquidité (12M€ dans un premier temps, puis 5M€ complémentaires optionnels dans un second temps) permettant à la Société de réduire la tension sur son besoin en fonds de roulement et assurer ainsi la continuité d'exploitation du Groupe ORAPI ;
- La capacité du Groupe ORAPI à financer le plan TINA.

#### Restructuration de l'endettement bancaire et obligataire d'ORAPI

La restructuration des dettes est présentée en section 5.2 du Rapport

L'ensemble des actionnaires bénéficiera de la restructuration de la dette existante, ainsi que d'une perspective de redressement et de développement du Groupe.

## 5. Analyse financière de l'opération

### 5.9 Perspectives d'ORAPI en cas de non-réalisation de l'Opération

Si l'Opération n'est pas réalisée au plus tard le 31 juillet 2020, les sommes sur lesquelles portent les *waivers/standstil* accordés par les créanciers bancaires et obligataires d'ORAPI dans le cadre de la procédure de conciliation, s'élevant à ce jour à un montant total de 10,7M€, seraient rendues exigibles. ORAPI serait alors dans l'impossibilité de faire face à ces échéances au titre de la documentation bancaire et obligataire (l'actif disponible de la Société s'élevant à ce jour à un montant de 1,5M€ (hors titres et créances)) et serait alors probablement en état de cessation des paiements. Dès lors, la Société serait contrainte de solliciter l'ouverture d'une procédure de redressement judiciaire avec toutes les conséquences qui y sont attachées : perte du crédit fournisseur et de l'assurance-crédit, dégradation du fonds de commerce, difficultés avec les clients et difficultés à être retenus dans le cadre d'appels d'offres de marchés publics (30% du chiffre d'affaires d'ORAPI).

### 5.10 Synthèse

En l'absence d'un ou de plusieurs actionnaires de référence susceptibles de garantir la souscription à une augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription couvrant la totalité des besoins de financement du Groupe, et nonobstant l'effet dilutif de l'Augmentation de Capital Réservee, et d'une conversion en actions nouvelles ORAPI de tout ou partie des ORA 1 et/ou ORA 2, la Société a privilégié la recherche d'un accord de restructuration de sa dette avec ses principaux créanciers et l'apport de nouvelles liquidités.

Notre analyse financière de l'Opération nous conduit au constat que la solution retenue permet d'apporter la liquidité nécessaire au Groupe et de ramener le levier financier à un niveau compatible avec sa situation financière actuelle et ses perspectives opérationnelles.

A titre de recoupement, nous avons vérifié la capacité du Groupe après Opération à honorer ses échéances de remboursement de dette.

## ***6. Analyse du caractère équitable du traitement des parties prenantes à l'Opération***

*Support de l'Augmentation de capital réservée*

*Éléments d'appréciation du Prix de conversion*

*Synthèse*

## 6. Analyse du caractère équitable du traitement des parties prenantes à l'Opération

### 6.1 Support de l'Augmentation de capital réservée

*Cette section du Rapport porte plus particulièrement sur notre appréciation du caractère équitable pour les actionnaires du Prix de Conversion dans le contexte global de l'Opération.*

Le paiement du Prix de conversion libéré par compensation avec une quote-part des créances bancaires et obligataires détenues sur ORAPI par KARTESIA nous a conduits à nous interroger sur le principe d'incorporation de la créance au capital et de son évaluation.

Nous retenons de plusieurs décisions de juridictions de fond rendues sur la problématique de la valeur de créances incorporées au capital, que l'incorporation d'une créance au capital à sa valeur nominale est justifiée.

Nous n'avons pas d'observation à formuler sur l'incorporation au capital de la Société d'une quote-part des créances bancaires et obligataires rachetées par KARTESIA d'un montant de 10,3M€, représentative de leurs valeurs nominales.

Ce gain potentiel se répartit à hauteur des quotes-parts respectives de chaque actionnaire dans le capital d'ORAPI. Il n'y a donc pas de différence de traitement entre eux et pas de gain pour un actionnaire en particulier.

Nous prenons en considération dans notre appréciation du Prix de conversion les éléments suivants :

- le Prix de Conversion, se situe au-dessus de la fourchette des valeurs obtenues à l'issue de nos travaux de valorisation, lesquels se fondent sur des données prévisionnelles intégrant déjà la création de valeur induite par la recapitalisation de la Société ;
- Les modalités de l'Opération (en ce compris la mise en place de l'Option d'Achat (voir section 2.2.4 du Rapport) ne remettent pas en cause le traitement en équité des actionnaires.

### 6.2 Eléments d'appréciation du Prix de conversion

La valorisation des titres de la société ORAPI à la date d'émission de notre rapport se situe en moyenne à 15,7 M€ soit 3,40 € par titre. L'augmentation de capital réservée à Kartesia se fait à un prix de conversion de 5,20 € par titre, il n'y a donc pas de gain potentiel pour Kartesia d'autant plus que la valeur économique de la créance correspond à sa valeur nominale comme précisé ci-dessus.

En revanche, la différence entre la valorisation de la société et le prix de conversion fait ressortir un gain potentiel pour les actionnaires « historiques » qui se calcule de la façon suivante :

Estimation du TERP			
Etape	Valeur unitaire (€)	Nombre d'actions (M)	Total (M€)
Valorisation de la société	3,40	4,62	15,70
Augmentation de capital réservée	5,20	1,98	10,29
<b>Post Augmentation de capital réservée</b>	<b>3,94</b>	<b>6,60</b>	<b>26,00</b>
<b>Gain potentiel des actionnaires "historiques"</b>	<b>0,54</b>	<b>4,62</b>	<b>2,49</b>

### 6.3 Synthèse

Le caractère équitable des acteurs impliqués dans l'Opération est à apprécier au regard du Prix de Conversion et des éléments d'appréciation développés ci-avant qui résultent du contexte global de l'Opération.

L'attribution conditionnée par KARTESIA de l'Option d'Achat et les conditions d'exercice de cette Option d'Achat (y compris le prix d'exercice) n'est pas de nature à remettre en cause le caractère équitable de l'Opération pour les actionnaires d'ORAPI.

Nous considérons, en synthèse, que le Prix de Conversion et le Prix de Souscription sont équitables pour les actionnaires.

## ***7. Conclusion***

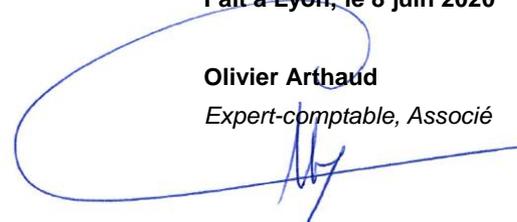
## 7. Conclusion

- Le Prix de Conversion de l'Augmentation de Capital Réservee de 5,2 € par action est conforté par l'approche multicritères que nous avons mise en œuvre, puisque l'ensemble de nos travaux aboutit à une valorisation des capitaux propres d'ORAPI dans une fourchette allant de 3,1€ à 3,6€ par action. Le Prix de Conversion est donc supérieur à la valorisation obtenue dans nos travaux.
- En outre, et compte tenu de la situation financière actuelle d'ORAPI, la continuité d'exploitation ne serait pas assurée en l'absence de mise en œuvre de l'Opération. Par conséquent, le caractère équitable de l'Opération doit s'apprécier au regard de ses conditions financières mais également de sa contribution à la pérennité du Groupe ORAPI.
- A l'issue de nos travaux de valorisation du titre ORAPI, nous estimons que le Prix de Conversion unitaire de 5,2€ par action ORAPI, retenu pour l'émission de 1 979 466 actions ordinaires ORAPI dans le cadre de l'Augmentation de Capital Réservee est équitable d'un point de vue financier, pour les actionnaires d'ORAPI.
- Par ailleurs, il ressort de notre analyse qu'aucun des accords et opérations décrits ci-avant dans le cadre de l'Opération, notamment les accords relatifs à l'émission au profit de Kartesia des ORA et de l'attribution conditionnée par Kartesia à MG3F de l'Option d'Achat ne remet en cause le caractère équitable de l'Opération.
- En outre, l'attribution gratuite de bons de souscription d'actions aux actionnaires minoritaires permet d'associer ces derniers à la restructuration financière d'ORAPI, en leur permettant de compenser en partie la dilution résultant de l'augmentation de capital (et le cas échéant du remboursement anticipé en actions des ORA 2) en cas de retour à meilleure fortune de la Société, dans le cas où les ORA 1 et les Obligations New Money seraient remboursées par la Société avant le 7<sup>ème</sup> anniversaire de la date d'attribution des BSA.
- Dans ces conditions, notre analyse financière des modalités de l'Opération prise dans son ensemble nous permet de conclure au caractère équitable de l'Opération pour les actionnaires d'ORAPI, mesuré au regard non seulement de sa composante pécuniaire, mais également de la solution qu'elle apporte à la continuité d'exploitation du Groupe ORAPI qui, sans restructuration de sa dette et d'apport de liquidités nouvelles, verrait la continuité de son exploitation à court terme compromise.

Fait à Lyon, le 8 juin 2020

Olivier Arthaud

Expert-comptable, Associé



## 8. Annexes

*Lettre de mission*

*Calendrier d'intervention*

*Déroulé de la mission*

*Base documentaire*

*Liste des personnes rencontrées dans le cadre de la mission*

*Présentation des comparables retenus dans l'échantillon  
boursier*

*Fiches des principales caractéristiques de l'échantillon  
boursier*

*Présentation des comparables retenus dans l'échantillon  
transactions*

*Fiches des principales caractéristiques de l'échantillon  
transactions*

*Détermination du taux d'actualisation*

*Ajustements liés à la prise en compte d'IFRS 16*

*Circulaire COPA n°2 – Liquidité au sens du droit des OPA*

*Equipe dédiée à la mission et moyens matériels*

*Convention de revue indépendante*

*Principaux termes des ORA 1 et ORA 2*

*Evolution de la capitalisation d'ORAPI avec l'Opération (effet  
dilutif)*

## 8. Annexes

### 8.1 Lettre de mission

**Arthaud  
& Associés**  
audit et conseil

Proposition de mission Expertise Indépendante  
ORAPI

**ORAPI**  
Des expertises. Une identité unique.



## 8. Annexes

### 8.1 Lettre de mission



#### Présentation de Arthaud & Associés Audit

- Arthaud & Associés Audit ce sont 10 experts comptables associés, entourés de 80 collaborateurs spécialisés dans les métiers de :
    - L'audit légal et contractuel
    - L'expertise indépendante
    - L'évaluation financière
    - Le restructuring
    - Le conseil en restructuration juridique Apports / Fusion
    - Le conseil fiscal
    - L'expertise comptable et l'accompagnement des dirigeants
  - Nos équipes sont spécialisées par pôles d'expertise, et encadrées par des associés directement impliqués sur les missions.
  - Nos clients sont des ETI, des PME, des Fonds d'investissements.
  - Nous sommes essentiellement implantés en région lyonnaise, mais nous intervenons sur l'ensemble du territoire national avec des équipes particulièrement mobiles.
  - Arthaud & Associés Audit est reconnu par les investisseurs financiers, les grands cabinets d'audit et les cabinets d'avocats comme un intervenant de qualité.
- **Contexte de nos interventions**
    - Projet d'acquisition, cession de titres ou d'activité
    - Fusion ou apports nécessitant des évaluations
    - Due diligences d'acquisition
    - Elaboration VDD de DATAROOM
    - Justification d'une valeur pour les commissaires aux comptes (impairment tests)
    - Restructuring
    - Attestation du caractère équitable des opérations financières
    - Évaluation à finalités fiscales (succession, donation, ISF/IFI ...)
  - **Indépendance et expertise**
    - Arthaud & Associés réalise ses missions d'audit et d'évaluation dans le respect de valeurs éthiques, d'intégrité, d'indépendance et de compétence. La réalisation de ces missions répond à une méthodologie précise intégrant la mise en place d'une revue indépendante, la rédaction d'un rapport normé ...
    - Ces missions sont réalisées dans le respect de la Charte qualité de l'A3E, agréée par l'Autorité des Marchés Financiers, au titre des expertises indépendantes.

## 8. Annexes

### 8.1 Lettre de mission



#### Sommaire

1. Présentation du groupe et contexte de l'opération
2. Objet de la consultation
3. Délai, déroulement de la mission et offre financière
4. Diligences
5. Contexte de notre intervention
6. Equipe à votre disposition
7. Nos atouts et nos expertises
8. Confirmation des termes de notre intervention
9. Annexe – Déclaration d'indépendance
10. Nos références clients récentes

## 8. Annexes

### 8.1 Lettre de mission



#### 1. Présentation du groupe et contexte de l'opération

##### 1.1 Présentation du groupe

- Orapi, cotée sur le marché Euronext Paris sous le code FR0000075392, est la société faitière du groupe Orapi, fondé en 1968 (le « Groupe Orapi »). La Financière MG3F (« MG3F ») est l'actionnaire majoritaire d'Orapi.
- Le Groupe Orapi est le leader en France de produits d'hygiène professionnelle et de process industriel.
- Il conçoit, fabrique et distribue des produits pour l'hygiène professionnelle, les process de nettoyage industriel et la maintenance. Ses produits sont élaborés dans 3 laboratoires de recherche à travers le monde et fabriqués dans 7 usines de production spécialisées par marché réparties sur trois continents (Europe, Asie et Canada).
- Orapi détient, directement ou indirectement, des participations dans de nombreuses sociétés, situées en France et à l'étranger (Espagne, Italie, Singapour, Pays-Bas, Malaisie, Thaïlande, Canada).
- Au 31 août 2019, le Groupe Orapi employait un effectif total de 1234 personnes, Orapi employant 124 salariés.

## 8. Annexes

### 8.1 Lettre de mission



## 1. Présentation du groupe et contexte de l'opération

### 1.1 Présentation du groupe

- Le Groupe Orapi et Orapi ont réalisé les principaux résultats suivants durant les trois derniers exercices :

En k€	Exercice clos le 31 décembre 2016	Exercice clos le 31 décembre 2017	Exercice clos le 31 décembre 2018	[Etats financiers semestriels au 30 juin 2019]
<b>Résultats du Groupe Orapi (comptes consolidés au niveau d'Orapi)</b>				
Chiffre d'affaires	248 089	243 731	255 928	128 679
Résultat opérationnel	3 244	1 634	237	7 815
Résultat Net (part du Groupe)	(1 099)	(2 106)	(3 757)	5 651
<b>Résultats d'Orapi (comptes sociaux)</b>				
Chiffre d'affaires	60 543	61 958	66 404	NA
Résultat d'exploitation	2 852	331	889	NA
Résultat Net	3 643	1 539	(2 244)	NA
<b>Résultats de MG3F (comptes sociaux)</b>				
Chiffre d'affaires	2 817	2 696	2 664	NA
Résultat d'exploitation	170	192	253	NA
Résultat Net	(102)	10	70	NA

## 8. Annexes

### 8.1 Lettre de mission



## 1. Présentation du groupe et contexte de l'opération

### 1.2 Contexte de l'opération

- Du fait de l'échec de négociations initiées fin 2017 entre Orapi et ses créanciers financiers, la majeure partie de la dette financière d'Orapi a été classée dans les dettes financières à moins d'un an dans les comptes arrêtés au 31 décembre 2017. Ainsi, à la suite de la publication de ses comptes 2017, le Groupe Orapi a perdu au premier semestre de l'année 2018 la couverture des assureurs crédits, ce qui a entraîné une perte significative de crédit fournisseurs.
- De nouvelles négociations, menées de mai à septembre 2018, ont abouti à un accord de réaménagement des dettes financières d'Orapi permettant de regrouper les banques du pool au sein d'un même contrat, de consolider les découverts bancaires et de financer une partie des investissements de 2018.
- Le plan d'amortissement de ce financement syndiqué et les ratios financiers à respecter nécessitaient un renforcement des capitaux propres ou la cession d'actifs d'Orapi.
- Dans ce contexte, Maître Eric Bauland et Maître Ludvine Sapin ont été désignés le 27 mai 2019 en qualité de mandataires *ad hoc* commun à Orapi et MG3F (les « Sociétés »).
- Le Comité interministériel de restructuration industrielle (CIRI) a été saisi officiellement par les Sociétés le 11 juin 2019.
- Durant les procédures de mandat *ad hoc*, les Sociétés ont présenté une première proposition de réaménagement de l'endettement financier du Groupe Orapi sur laquelle leurs créanciers financiers n'ont pas souhaité se prononcer.
- Au début du mois de septembre 2019, Orapi a annoncé, compte tenu du besoin de trésorerie identifié, avoir mandaté la banque d'affaires Lazard avec pour mission la recherche de financements de *new money* entre 10 et 20 millions d'euros auprès d'investisseurs extérieurs.
- Maître Eric Bauland et Maître Ludvine Sapin ont été désignés le 27 septembre 2019 en qualité de conciliateurs communs des Sociétés pour une durée de quatre mois, soit jusqu'au 27 janvier 2020.
- Après avoir été informés de l'avancement de la mission de Lazard puis du contenu des différentes offres de financement reçues au cours de réunions organisées sous l'égide du CIRI et des conciliateurs, les créanciers bancaires et obligataires ont marqué leur accord sur l'offre présentée par Kartesia et ont accepté de proroger les *standstill* accordés aux Sociétés sur le paiement des échéances en principal de leurs contrats de crédits jusqu'au 27 février 2020.
- La mission des conciliateurs a été prorogée pour une durée supplémentaire d'un mois, soit jusqu'au 27 février 2020, pour permettre la finalisation et la conclusion d'un protocole de conciliation établi sur la base de l'offre de Kartesia.

## 8. Annexes

### 8.1 Lettre de mission



#### 1. Présentation du groupe et contexte de l'opération

##### 1.2 Contexte de l'opération

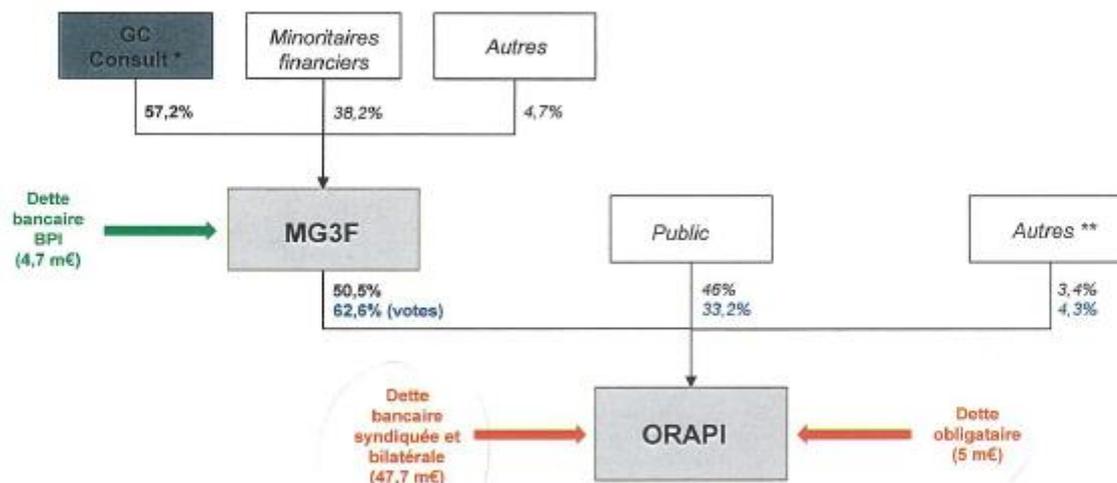
- Orapi et MG3F bénéficient de procédures de conciliation en vue de traiter leur endettement structurellement trop important et de bénéficier d'un apport en *new money* afin de poursuivre la mise en œuvre du plan d'action, dit plan TINA, basé sur (i) une amélioration de la rentabilité, de la performance financière et de l'efficacité industrielle et logistique et (ii) une refonte de la gouvernance et de l'organisation.
- Dans ce contexte, Kartesia a proposé une structure (décrite ci-après) permettant de couvrir les besoins de trésorerie à court terme des Sociétés et de restructurer la dette du Groupe Orapi.
- Kartesia n'a pas pour vocation première de prendre le contrôle opérationnel (par l'intermédiaire du contrôle des organes de direction) ou capitalistique d'Orapi.
- Kartesia ne peut cependant s'engager dans le financement du Groupe Orapi sans s'assurer que le plan TINA, sur la base duquel ses engagements sont pris, sera mis en œuvre. Afin de se prémunir de la non mise en œuvre du plan TINA ou des résultats moindres de sa mise en œuvre, Kartesia souhaite en conséquence exercer un contrôle du Groupe Orapi passant par un concert avec MG3F qui confère à Kartesia une représentation majoritaire au conseil de surveillance d'Orapi et un contrôle de l'organe de direction.
- Dans le même objectif, Kartesia souhaite pouvoir contrôler le vote en assemblées générales en cas de violation par MG3F de ses obligations au titre du pacte d'actionnaires qui liera MG3F et Kartesia, la restructuration financière d'Orapi a donc été structurée comme devant traiter de la structure actionnariale et de l'endettement de MG3F, son actionnaire de contrôle (directement et indirectement contrôlée par le fondateur d'Orapi).

## 8. Annexes

### 8.1 Lettre de mission

#### 1. Présentation du groupe et contexte de l'opération

##### 1.3 Contexte de l'opération : actionariat et endettement pré restructuration



\* GC Consult = Famille Chiffot

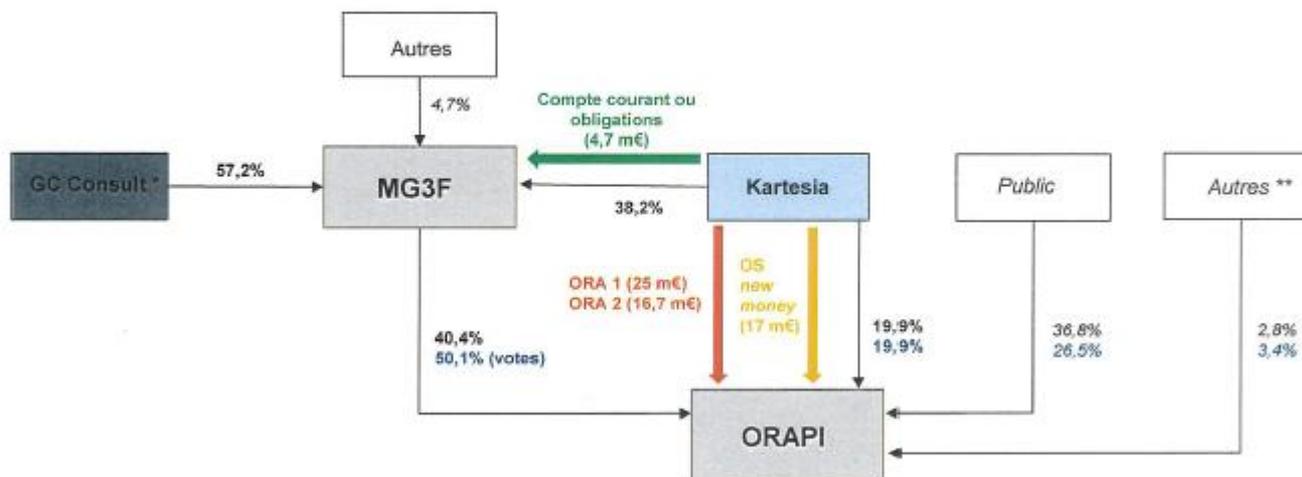
\*\* [Autocontrôle (0,75%/0%), Famille Chiffot (0,37%/0,45%), Salarisés (3,06%/3,35%)]

## 8. Annexes

### 8.1 Lettre de mission

#### 1. Présentation du groupe et contexte de l'opération

##### 1.4 Contexte de l'opération : actionnariat et endettement à l'issue du closing



► En attente de l'accord des actionnaires minoritaires financiers de MG3F sur le rachat de leurs actions. A défaut d'accord, la créance de Kartesia sur MG3F sera convertie en obligations convertibles

Arthaud & Associés Audit

9

## 8. Annexes

### 8.1 Lettre de mission



## 2. Objet de la consultation

### 2.1 Contexte de la mission

Nous comprenons que le contexte de l'opération est le suivant :

- ➔ Une augmentation de capital réservée à des créanciers d'ORAPI (KARTESIA) souscrite par compensation de créances est prévue.
- ➔ Cette augmentation de capital entraîne un franchissement du seuil de 30% du capital et des droits de vote d'ORAPI du fait notamment de la signature d'un pacte d'actionnaires entre KARTESIA et MG3F, d'où un concert.
- ➔ Il y a donc l'obligation de dépôt d'un projet d'offre publique en vertu de l'article 234-2 du règlement général de l'AMF.
- ➔ Mais l'initiateur fait une demande de dérogation à l'AMF sur le fondement des articles 234-9-2 et 234-10 du règlement général de l'AMF.
- ➔ La dérogation est demandée dans le cadre de l'ouverture de la procédure de conciliation.
- ➔ Par ailleurs, conformément à l'article 261.2 du règlement général de l'AMF, tout émetteur qui réalise une augmentation de capital réservée avec une décote par rapport au cours de bourse supérieure à la décote maximale autorisée en cas d'augmentation de capital sans droit préférentiel de souscription et conférant à un actionnaire, agissant seul ou de concert au sens de l'article L.233-10 du Code du commerce, le contrôle de l'émetteur au sens de l'article L.233-3 dudit code, désigne un expert indépendant qui applique les dispositions du présent titre.

ORAPI envisage donc de nous désigner comme expert indépendant aux fins de se prononcer sur l'équité du prix de l'augmentation de capital réservée par incorporation de créances, au regard de la valorisation de la société ORAPI. Ce rapport sera mis à disposition des actionnaires d'ORAPI dans les délais légaux préalablement à la tenue de l'assemblée générale des actionnaires. Cette nomination intervient dans le cadre de l'article 261-2 du règlement général de l'AMF.

Arthaud & Associés Audit

Vous nous avez consultés afin d'obtenir un rapport d'expertise indépendante sur la valeur des titres du groupe Orapi, et donc sur le prix de souscription proposé lors des augmentations de capital décrite ci-avant.

Nos travaux d'évaluation se dérouleront selon la méthodologie suivante :

- ➔ Prise de connaissance et compréhension de l'opération
- ➔ Compréhension de l'activité de Orapi
- ➔ Présentation et analyse critique des travaux d'évaluation de l'initiateur et ses conseils
- ➔ Mise œuvre de l'évaluation des titres selon une approche multicritères :
  - Méthode intrinsèque
  - Méthode analogique
  - Méthode boursière
- ➔ Conclusion et avis d'équité

### 2.2 Calendrier de la mission

- ➔ Prise de connaissance du dossier : à compter du 19/02/2020
- ➔ Intervention des équipes au siège d'ORAPI : 26/02/2020
- ➔ Nomination par le Conseil d'Administration : début Mars
- ➔ Projet de rapport : 20/03/2020
- ➔ Rapport définitif : avant le 30/03/2020

10

## 8. Annexes

### 8.1 Lettre de mission



#### 3. Délai, déroulement de la mission et offre financière

##### Délai et déroulement de la mission

- **Acceptation de la proposition de mission**
  - ⚡ Au plus tard le 21 février 2020
- La durée des travaux est estimée à : 4 semaines

##### Offre financière

- Le budget des honoraires couvre l'étendue des travaux décrits dans cette proposition.
- Nos honoraires sont fonction du niveau de qualification requis par la nature et la complexité des travaux effectués et du temps passé. Les frais de déplacements sont en sus.

Réalisation de la mission	50 000 € HT
Frais de chancellerie	5% des honoraires
Frais de déplacements	En sus

Nos honoraires ont été déterminés sur la base du budget temps ci-dessous :

Tâches	Nombre de jours/h
Prise de connaissance du contexte de l'opération	2 jours
Echanges avec les équipes de l'entité et leurs conseils	3 jours
Compréhension de l'Historiques, l'activité et du positionnement stratégique	2 jours
Analyse sectorielle	2 jours
Diagnostic stratégique	2 jours
Analyse historique des comptes consolidés	4 jours
Analyse critique du Business Plan	4 jours
Travaux d'évaluation	10 jours
Relecture et finalisation du rapport	1 jour
<b>Total J/h</b>	<b>30 jours</b>

## 8. Annexes

### 8.1 Lettre de mission



#### 4. Diligences

##### Diligences

La mission de Arthaud & Associés Audit est fondée sur les dispositions de l'article 261-1.1 du Règlement général de l'AMF et suivants.

Cette mission nous conduira à nous prononcer sur le caractère équitable des conditions financières offertes, i.e. le caractère équitable du prix de souscription proposé.

Les diligences effectuées consisteront principalement en :

- une prise de connaissance générale des sociétés participant aux opérations et une analyse du contexte spécifique de l'opération envisagée,
- des entretiens avec l'initiateur et ses Conseils et des entretiens avec la direction de la société cible (présentation de la société, de son historique, de ses perspectives, ...),
- un examen des différentes transactions ayant pu avoir lieu sur le titre de la société cible ou des transactions récentes opérées par elle-même,
- une analyse des documents de référence et projets de notes d'information élaborés par l'initiateur et la société cible,
- une analyse des comptes et plans d'affaires de la société : dans ce cadre des réunions sont à prévoir avec le management opérationnel de la société,
- une analyse critique des travaux d'évaluation de l'établissement présentateur, de la société initiatrice et de ses conseils (hypothèses, des méthodes retenues, agrégats...),
- la mise en œuvre des méthodes de valorisation généralement appliquées dans le cadre d'une analyse multicritères. Seront prises en considération les méthodes généralement utilisées : actif net réévalué, cours de bourse, comparables boursiers, transactions comparables, DCF, dividendes actualisés, etc.,

- La revue de notre rapport par un réviseur indépendant membre de l'A3E, association agréée par l'AMF,
- la rédaction d'un rapport exposant notre opinion sur le caractère équitable du prix de souscription offert.
- Les Q&A avec l'AMF et rencontre à l'AMF si nécessaire

Nos travaux conduiront à partir des éléments mis à notre disposition à vérifier la cohérence des options retenues, l'exactitude des calculs effectués et la mise en œuvre des méthodes d'évaluation.

Ils comporteront également les diligences prévues par l'instruction n° 2006-08 de l'AMF relative à l'expertise indépendante et par les recommandations de l'AMF relatives au régime de l'expertise indépendante.

Au terme de nos travaux et avant l'émission de notre rapport d'expert indépendant, nous demanderons aux représentants légaux de la cible de nous adresser une "lettre d'affirmation" rappelant les déclarations importantes qui nous auront été faites. Le cas échéant, nous demanderons une confirmation de même nature aux représentants légaux de l'initiatrice.

## 8. Annexes

### 8.1 Lettre de mission



#### 5. Contexte de notre intervention

##### Déclarations

Arthaud & Associés Audit déclare :

- être indépendant au sens des articles 261-1 et suivants du Règlement général de l'AMF et être en mesure à ce titre d'établir la déclaration d'indépendance prévue par l'article 261-4 dudit Règlement général, dont un projet est joint en annexe,
- disposer des moyens humains et matériels nécessaires à l'accomplissement de sa mission, ainsi que d'une assurance ou d'une surface financière suffisante en rapport avec les risques éventuels liés à sa mission d'expertise,
- Et être doté d'une charta d'éthique dans le cadre de son adhésion à l'A3E (association d'évaluateurs agréée par l'AMF).

##### Responsabilité

Dans le cadre de cette mission, Arthaud & Associés Audit, ses associés et collaborateurs (ci-après les Personnes concernées) n'encourront aucune responsabilité à l'égard de la société Orapi - et des sociétés de son groupe à raison d'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 que les personnes concernées ont commis une faute lourde ou intentionnelle ne provenant pas d'informations ou de déclarations incomplètes ou inexactes communiquées par le Groupe Orapi ou ses conseils.

En tout état de cause et seulement dans ce dernier cas, le montant relatif à la responsabilité de Arthaud & Associés Audit ne pourra excéder le montant d'honoraires facturé dans le cas de la présente mission.

##### Jurisdiction

Tout éventuel litige relatif au déroulement de la mission ou à ses conclusions sera de la compétence exclusive du Tribunal de Commerce de Lyon.

Arthaud & Associés Audit

##### Confidentialité

Les prestations fournies par Arthaud & Associés Audit dans le cadre de la mission sont destinées à la société Orapi dans le contexte rappelé précédemment.

Le rapport de Arthaud & Associés Audit pourra être reproduit librement par la société Orapi dans tout document d'information du public dans le cadre de la mission d'expertise indépendante confiée à Arthaud & Associés Audit. La société s'engage à ce qu'il soit exclusivement utilisé dans ce but.

##### Résiliation

La présente convention pourra être résiliée à tout moment par chacune des parties par notification écrite à l'autre partie. Il est toutefois précisé que les dispositions des articles « Responsabilité » et « Confidentialité » et celles du présent article survivront à ladite résiliation.

Il est en outre précisé que Arthaud & Associés Audit aura droit aux honoraires correspondant aux travaux déjà réalisés à la date de résiliation.

##### Limites de la mission

Nos travaux ne constituent en aucune façon une mission d'audit ou même de revue limitée telle qu'elle est effectuée par les commissaires aux comptes des sociétés participant à l'opération ; elle n'a donc pas pour objectif de formuler une opinion sur les comptes.

Dans le cadre de cette mission, la société cible fournira tous les documents en sa possession et nécessaires au bon accomplissement des travaux d'expertise indépendante. Ces documents seront considérés comme exacts, exhaustifs et transmis de bonne foi. Ils ne feront pas l'objet de vérifications particulières.

13

## 8. Annexes

### 8.1 Lettre de mission



#### 6. Équipe A&A

L'association A3E a été reconnue par l'AMF, dans le cadre de procédures lui permettant d'agréer en tant qu'experts indépendants certains de ses membres en ayant fait la demande, et respectant les conditions requises définies par son bursau.

Olivier ARTHAUD a été agréé expert indépendant dans le cadre de la procédure d'agrément déléguée par l'AMF à l'association A3E.



**Olivier Arthaud**

Expert-comptable - Partner  
oarthaud@arthaud-associes.fr

- ▼ Evaluation d'entreprise, expertise indépendante
- ▼ Formateur en évaluation auprès de la Compagnie Nationale des Commissaires aux comptes et chargé de cours en Master Banque Finance à Lyon 2
- ▼ Vice Président de la Commission Evaluation de la Compagnie nationale des Commissaires aux comptes
- ▼ Membre de l'A3E, Association des Experts en Evaluation d'Entreprises
- ▼ Expert judiciaire près la Cour d'Appel de Lyon (secteur évaluation)
- ▼ Audit légal et contractuel
- ▼ Due diligences comptables, financières, juridiques
- ▼ Comptes consolidés
- ▼ Fusions – acquisitions
- ▼ Actuellement Vice-Président de la Compagnie régionale des commissaires aux comptes de Lyon



**Abderrahman Mekdad**

Senior Manager – Pôle Transaction Services  
amekdad@arthaud-associes.fr

- ▼ Evaluation d'entreprise
- ▼ Intervention sur des missions d'expertise indépendantes
- ▼ Co-conception du Parcours Evaluation de la CNCC (5 jours)
- ▼ Due diligences comptables, financières et juridiques
- ▼ Audit légal et contractuel sur les comptes sociaux et les comptes consolidés (référentiel français et IFRS)
- ▼ Formateur en finance d'entreprise et analyse financière auprès des Écoles de commerce / Universités
- ▼ Chargé de cours (AMOS Business School)
- ▼ Anglais courant



**Maxime Hedelius**

Senior – Pôle Transaction Services  
mhedelius@arthaud-associes.fr

- ▼ Evaluation d'entreprise
- ▼ Intervention sur des missions d'expertise indépendante
- ▼ Audit des comptes sociaux et consolidés
- ▼ Élaboration de business plans

## 8. Annexes

### 8.1 Lettre de mission



#### 6. Équipe A&A

##### Pôle Transaction Services

Arthaud & Associés est notamment membre de l'ASE (Association d'évaluateurs),

Nous sommes par ailleurs, les concepteurs du parcours de formation en évaluation de la CNCC.

Les équipes TS de Arthaud & Associés sont chargées de cours en Master Banque Finance et Evaluation/ Transmission d'entreprise, à l'Université Lyon II.

Arthaud & Associés a constitué une équipe spécialisée, bâtie sur l'expérience de 3 associés : Olivier Arthaud, Carole Troncy et Cédric Jacquet et de ses Directeurs / Responsables de mission : Abderrahman Mekdad, Frédéric Molines, Laure Pardon, Alexandre Binder et Maxime Hedellius.

Arthaud & Associés intervient dans les opérations suivantes :

- ❖ Evaluation, Expertise indépendante,
- ❖ Accompagnement de ses clients dans le processus d'acquisition, dans le cadre de projets de croissance externe avec notamment des due diligences comptables, financières, fiscales, sociales et juridiques.
- ❖ Accompagnement de ses clients dans le processus de cession de leur entreprise (VDD, Data Room, Négociations)
- ❖ Commissariat aux apports,
- ❖ Commissariat à la fusion..

##### Références en expertise indépendante

- Groupe MND 07/2019
- Groupe Gérard Perrier Industrie 072017

##### Moyens utilisés

- XERFI
- INFRONT ANALYTICS
- EPSILON

## 8. Annexes

### 8.1 Lettre de mission



#### 7. Nos atouts et nos expertises

##### Qualité

- Des équipes spécialisées et formées dans une volonté permanente d'assurer une grande qualité de nos prestations
- Forte implication technique des associés
- Faible rotation de nos collaborateurs

##### Indépendance et intégrité

- Loin des cercles d'influence et des réseaux, nous souhaitons être reconnus pour notre éthique professionnelle et conserver notre indépendance d'esprit

##### Sens du service

- Volonté de nouer des relations de confiance avec nos clients et partenaires
- Rapidité d'intervention et disponibilité des équipes

Audit et  
commissariat  
aux comptes

Due diligences  
d'acquisition

Comptes consolidés

Evaluation et expertise indépendante

Expertise comptable

**Arthaud & Associés**

## 8. Annexes

### 8.1 Lettre de mission



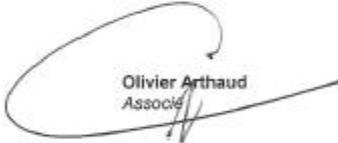
#### 8. Confirmation des termes de notre intervention

Nous restons à votre entière disposition pour répondre à toute question que vous pourriez avoir. Si les termes de la présente proposition vous conviennent, nous vous remercions de bien vouloir en signer un exemplaire et nous le retourner. Dans l'éventualité où vous souhaiteriez une intervention additionnelle ou complémentaire, nous discuterions alors de ses conditions. Il est d'usage pour nous de formaliser une telle intervention au moyen d'un avenant à la présente Lettre d'Engagement.

En vous remerciant de la confiance que vous voudrez bien nous accorder à l'occasion de cette mission, nous vous prions d'agréer, Monsieur, l'expression de nos sincères salutations.

*Bon pour accord*  
  
**Henri Biscarrat**  
Directeur Général Délégué  
« Bon pour accord »

Fait à Tassin la Demi Lune, le 5 mars 2020

  
**Olivier Arthaud**  
Associé

## 8. Annexes

## 8.1 Lettre de mission



## 9. Annexe - Déclaration d'indépendance

Établie conformément à l'article 261-4 II du Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers.

## Présentation de Arthaud &amp; Associés Audit

Arthaud & Associés Audit intervient dans tous les domaines liés à l'audit ou à l'analyse financière et à l'évaluation d'entreprises, dans le cadre de :

- missions légales de commissariat aux apports et à la fusion ;
- missions contractuelles d'expertise indépendante, d'évaluation d'entreprises et d'arbitrage.

Arthaud & Associés Audit, constitué de 80 collaborateurs animés par 10 experts comptables associés, dispose d'une expérience reconnue des opérations dites « de place » qui mettent en jeu des questions liées à l'équité entre actionnaires.

Arthaud & Associés Audit

## Déclaration d'indépendance

Arthaud & Associés Audit n'entretient aucun lien juridique ou en capital avec la société concernée par l'opération ou ses Conseils, et ne détient aucun intérêt financier dans la réussite de l'opération, ni aucune créance ou dette sur la société concernée par l'opération ou toute personne contrôlée par cette société au sens de l'article 233-3 du Code de commerce.

Arthaud & Associés Audit ne se trouve pas en situation de conflit d'intérêts avec la société concernée par l'opération ou ses Conseils, notamment au sens des articles 1.1 à 1.4 de l'instruction AMF n°2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante.

Au cours des vingt-quatre derniers mois, Arthaud & Associés Audit déclare n'avoir jamais participé à une opération publique présentée par le Groupe Orapi, présentateur de la présente opération.

## Attestation

En conformité avec l'alinéa II de l'article 261-4 du Règlement général de l'AMF, Arthaud & Associés Audit atteste de l'absence de tout lien passé, présent ou futur, connu de lui, avec les personnes concernées par l'opération et leurs Conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement dans le cadre de la présente mission.

18

## 8. Annexes

### 8.1 Lettre de mission

#### 10. Nos références clients récentes

<p><b>Hôtel Restaurants</b></p> <p><b>Bureautique/Informatique</b></p> <p><b>Cabinet de M&amp;A</b></p> <p>Arthaud &amp; Associés Audit</p>	<p><b>B to C</b></p> <p><b>Laboratoires, produits pharmaceutiques</b></p> <p><b>Transports routiers</b></p> <p><b>Commerce de gros et de détail</b></p> <p><b>Industrie</b></p>	<p><b>Fonds d'Investissements</b></p> <p><b>Services</b></p>
---	---	--

## 8. Annexes

### 8.2 Calendrier d'intervention

Calendrier d'intervention initial	
Prise de contact avec la direction du groupe ORAPI et présentation du contexte de l'opération	14 février 2020
Transmission de la proposition de mission	17 février 2020
Accès aux premiers éléments du dossier	19 février 2020
Intervention de l'équipe au siège d'ORAPI	26 février 2020
Echange avec le réviseur indépendant	4 mars 2020
Nomination par le conseil d'administration	5 mars 2020
Signature de la convention avec le réviseur indépendant	5 mars 2020
Echange avec les avocats	9 mars 2020
Participation au comité d'audit d'ORAPI et rencontre d'administrateurs indépendants	12 mars 2020
Projet de rapport	20 mars 2020
Projet de rapport AMF	25 mars 2020

## 8. Annexes

### 8.3 Déroulé de la mission

#### Semaines du 17 février 2020 au 21 février 2020

- Contacts préalables avec la Direction et les Conseils
- Exploitation des informations publiques et disponibles sur le site de la Société
- Examen de la documentation relative à la structure envisagée pour l'Opération
- Exploitation du document de référence 2018
- Recherches d'informations sectorielles et financières dans nos bases de données
- Première requête documentaire

#### Semaines du 24 février au 6 mars 2020

- Lettre de mission et désignation de l'expert indépendant par le Conseil de surveillance
- Analyse de l'évolution du cours de bourse de la Société
- Constitution d'un panel de comparables boursiers
- Recherche de transactions comparables
- Analyse sectorielle
- Analyse des comptes consolidés 2019
- Diagnostic stratégique
- Rédaction de notes techniques internes
- Analyse des scénarios de restructuration étudiés dans la phase préparatoire de l'Opération
- Examen des scénarios alternatifs de refinancement successivement envisagés avant l'Opération
- Contacts, réunion et entretiens avec la Direction et les Conseils
- Etude du protocole de conciliation
- Rencontre du comité d'audit et des administrateurs indépendants
- Requêtes documentaires complémentaires

#### Semaine du 9 au 23 mars 2020

- Analyse critique du Business Plan
- Travaux d'évaluation
- Réunion d'étape avec la Direction et les Conseils
- Finalisation des travaux de valorisation
- Présentation du projet de Rapport

#### Semaines du 24 mars au 19 mai 2020

- Finalisation des travaux de valorisation et du projet de Rapport
- Etude du projet de protocole de conciliation
- Contacts et entretiens avec la Direction et les Conseils
- Proposition de lettre d'affirmation
- Levée des derniers points en suspens et transmission du dernier projet de Rapport

#### Du 4 juin 2020 au 8 juin 2020

- Etude de l'avenant au protocole de conciliation
- Délivrance du rapport définitif

## 8. Annexes

### 8.4 Base documentaire

#### Général

Instructions et recommandations de l'AMF concernant les expertises indépendantes  
 Diaporamas Réunions CA 2019 - Plan TINA  
 Organigramme du groupe  
 Protocole de conciliation du 27/02/2020 et projet d'avenant au 19/05/2020  
 Requête en vue de la nomination d'un mandataire AD HOC  
 Contrat de cession des titres DACD  
 Offre d'acquisition d'un ensemble immobilier à Vaulx en Velin  
 Offre KARTESIA  
 LOI Medilis signée

#### Actionnariat

Répartition du capital et des droits de vote de la société ORAPI à la date d'évaluation  
 Pacte d'actionnaire

#### Éléments financiers et juridiques

Organigramme juridique  
 Business Plan ORAPI 2020  
 Comptes consolidés 2019 – Projet  
 Rapport financier semestriel 30/06/2019  
 Reporting 2019  
 Rapport Eight Advisory 2019  
 Rapport LAZARD 2019  
 Impairment tests 2019  
 Documents de référence 2018  
 Comptes annuels 2018  
 Rapport commissaire aux comptes 2018  
 Documents de référence 2017  
 Reporting 2017  
 Note d'opération 2015

#### Analyse boursière

Rapports GILBERT DUPONT 2019 et 2020  
 YahooFinance  
 ZoneBourse  
 Euronext

#### Analyse sectorielle et évaluation

Etude XERFI "L'industrie des détergents et produits d'entretien"  
 Etude MSI "Marché des produits d'entretien pour le nettoyage professionnel en France"  
 Site internet ORAPI

## 8. Annexes

### 8.5 Liste des personnes rencontrées dans le cadre de la mission

#### ORAPI :

- Guy Chiffлот : Président du groupe
- Henri Biscarrat Directeur Général Délégué
- Marianne Goudot : Directrice Comptable et Finances France
- Aurélie Bachelard : Directrice du contrôle financier Groupe

#### Cabinet Weil, conseil du groupe :

- Bruno Romagnoli
- Eugène Amri
- Yannick Piette
- Jean-Dominique Daudier de Cassini
- Maximilien Roland

#### Eight Advisory - Vendor Assistance Report :

- Xavier Mesguich
- Stéphane Paccard

#### Advancy : Diagnostic stratégique

#### Membre du comité d'audit

- Céline Fantin,
- René Perrin,
- Henri Biscarrat.

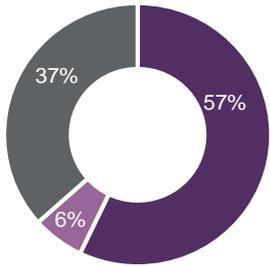
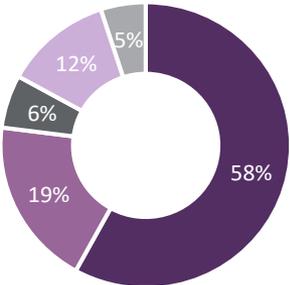
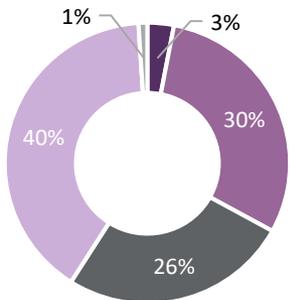
## 8. Annexes

### 8.6 Présentation des comparables retenus dans l'échantillon boursier

Société	Activité	Acteur basé en Europe	Essentiel de l'activité réalisée en Europe	Business Model comparable : BtoB et BtoC	Activités significatives hygiène et process	Acteur fabrication et distribution
<b>ORAPI</b>  Effectif : 1 200	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Fabricant et leader français de produits d'hygiène professionnelle et de process</li> <li>- La division de nettoyage et désinfection représente 70% du chiffre d'affaires</li> </ul>	✓	✓	✗	✓	✓
<b>ECOLAB</b>  Effectif : 47 000	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Leader mondial des technologies et services de l'eau, de l'hygiène et de l'énergie</li> <li>- Couvre plus de 40 secteurs dans plus de 170 pays</li> </ul>	✓	✗	✗	✓	✓
<b>HENKEL</b>  Effectif : 53 000	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Fabrication et distribution de produits dans trois domaines d'activités : les détergents et l'entretien domestique, la beauté, et les colles et adhésifs</li> </ul>	✓	✓	✓	✓	✓
<b>BUNZL</b>  Effectif : 18 846	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Distribution de produits d'emballages, les produits de nettoyage, d'hygiène et de sécurité</li> <li>- Opérant au Royaume-Uni, en France, Hongrie, en Irlande, en Allemagne, au Danemark, aux Pays-Bas, en Australie et en Nouvelle-Zélande, et exportant dans la plupart des pays européens</li> </ul>	✓	✓	✗	✓	✗ <i>Distribution uniquement</i>
<b>MCBRIDE</b>  Effectif : 4 000	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Premier fournisseur européen en produits d'entretien ménager et produits pour la toilette et l'hygiène MDD</li> <li>- 20 usines implantées dans 11 pays, un bureau d'achats à Hong Kong et une usine en Chine</li> <li>- Le n°1 des produits d'entretien ménager et des produits pour la toilette et l'hygiène au Royaume-Uni, en France, en Italie et en Pologne</li> </ul>	✓	✗	✗	✓	✗ <i>Fabrication uniquement</i>
<b>RECKITT BENCKISER</b>  Effectif : 40 000	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Leader et unique en matière de santé et d'hygiène des consommateurs</li> <li>- Division en trois catégories : hygiène, la santé et la nutrition</li> <li>- En 2019, acquisition de la société UpSpring, une société de santé prénatale innovante</li> </ul>	✓	✓	✓	✓	✓

## 8. Annexes

### 8.7 Fiches des principales caractéristiques de l'échantillon boursier

Société	Principaux agrégats (m€)	2019**	2018**	Répartition géographique de l'activité
<b>ORAPI</b>  Effectif : 1 200	Valeur d'entreprise* Capitalisation boursière* Dette nette Chiffre d'affaires Marge d'EBITDA Marge d'EBIT Marge de résultat net	93 20 68 240 3,75% 0,83% 1,25%	72 256 2,95% 0,07% -1,47%	 <ul style="list-style-type: none"> <li>Europe du nord</li> <li>Amérique du nord</li> <li>Asie et reste du monde</li> </ul>
<b>ECOLAB</b>  Effectif : 47 000	Valeur d'entreprise* Capitalisation boursière* Dette nette Chiffre d'affaires Marge d'EBITDA Marge d'EBIT Marge de résultat net	56 570 51 041 5 501 13 296 20,82% 14,81% 10,46%	6 045 12 795 19,67% 13,82% 10,10%	 <ul style="list-style-type: none"> <li>Amérique du nord</li> <li>Europe</li> <li>Amérique latine</li> <li>Asie Pacifique</li> <li>Moyen Orient et Afrique</li> </ul>
<b>HENKEL</b>  Effectif : 53 000	Valeur d'entreprise* Capitalisation boursière* Dette nette Chiffre d'affaires Marge d'EBITDA Marge d'EBIT Marge de résultat net	36 776 33 630 3 069 19 899 18,40% 16,34% 9,96%	3 403 20 029 18,54% 17,28% 10,98%	 <ul style="list-style-type: none"> <li>Japon, Australie, Nouvelle Zélande</li> <li>Europe de l'ouest</li> <li>Amérique du nord</li> <li>Pays émergents***</li> <li>Autres</li> </ul>

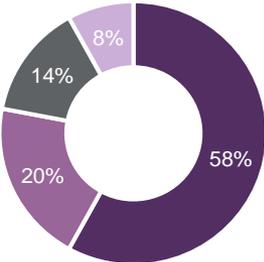
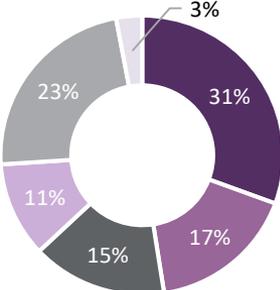
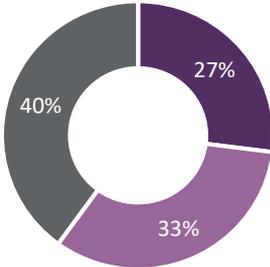
\* En date du 5 mars 2020

\*\* Comptes clos au 31 décembre 2019 et 2018, sauf pour McBride (comptes clôturés le 30 juin 2019 et le 30 juin 2018)

\*\*\* Europe de l'est, Afrique, Moyen-Orient, Amérique Latine, Asie (sauf Japon)

## 8. Annexes

### 8.7 Fiches des principales caractéristiques de l'échantillon boursier

Société	Principaux agrégats (m€)	2019**	2018**	Répartition géographique de l'activité
<b>BUNZL</b>  Effectif : 18 846	Valeur d'entreprise* Capitalisation boursière* Dette nette Chiffre d'affaires Marge d'EBITDA Marge d'EBIT Marge de résultat net	9 678 7 628 2 054 11 026 7,38% 5,67% 3,74%	1 543 10 100 6,74% 5,31% 3,60%	 <ul style="list-style-type: none"> <li>Américain du Nord</li> <li>Europe</li> <li>UK &amp; Ireland</li> <li>Reste du monde</li> </ul>
<b>MCBRIDE</b>  Effectif : 4 000	Valeur d'entreprise* Capitalisation boursière* Dette nette Chiffre d'affaires Marge d'EBITDA Marge d'EBIT Marge de résultat net	282 145 135 830 5,57% 3,04% 1,09%	129 853 18,20% 3,11% 0,45%	 <ul style="list-style-type: none"> <li>Royaume-Uni</li> <li>France</li> <li>Europe du Nord</li> <li>Italie et Espagne</li> <li>Europe de l'est</li> <li>Asie</li> </ul>
<b>RECKITT BENCKISER</b>  Effectif : 40 000	Valeur d'entreprise* Capitalisation boursière* Dette nette Chiffre d'affaires Marge d'EBITDA Marge d'EBIT Marge de résultat net	62 880 50 263 12 586 15 187 68% -15,21% -29%	11 565 14 013 27% 24,20% 17%	 <ul style="list-style-type: none"> <li>Américain du nord</li> <li>Europe</li> <li>Autres</li> </ul>

\*En date du 5 mars 2020

\*\* Comptes clos au 31 décembre 2019 et 2018, sauf pour McBride (comptes clôturés le 30 juin 2019 et le 30 juin 2018)

## 8. Annexes

### 8.7 Fiches des principales caractéristiques de l'échantillon boursier

#### ORAPI

Fiscal Year End Date	2018 (a)	2019 (e)	2020 (e)	2021 (e)	2022 (e)
Net Sales	255,9	240,1	229,4	234,0	238,7
Growth*		-6,2%	-4,4%	2,0%	2,0%
EBITDA	9,7	8,8	11,0	14,6	15,7
Taux d'EBIDTA	3,8%	3,7%	4,8%	6,2%	6,6%

\* La croissance en 2020 à périmètre constant est de 2,5% (en tenant compte de la cession de DACD en 2019, et de Medilis, TNT Poland, Nordic et Netherlands en 2020).

Source: BP du management

#### ECOLAB

Fiscal Year End Date	2018 (a)	2019 (e)	2020 (e)	2021 (e)	2022 (e)
Net Sales (m€)	12 794,6	13 296,1	13 381,8	13 957,5	14 301,9
Growth		3,9%	0,6%	4,3%	2,5%
EBITDA (m€)	2 635,4	2 887,5	3 034,0	3 234,1	3 341,5
Taux d'EBIDTA (%)	20,6%	21,7%	22,7%	23,2%	23,4%

Source: Infront analytics

#### HENKEL AG

Fiscal Year End Date	2018 (a)	2019 (e)	2020 (e)	2021 (e)	2022 (e)
Net Sales (m€)	19 899,0	20 114,0	20 392,0	20 885,0	21 408,5
Growth		1,1%	1,4%	2,4%	2,5%
EBITDA (m€)	4 074,0	3 808,0	3 592,9	3 804,0	4 000,5
Taux d'EBIDTA (%)	20,5%	18,9%	17,6%	18,2%	18,7%

Source: Infront analytics

#### BUNZL PLC

Fiscal Year End Date	2018 (a)	2019 (e)	2020 (e)	2021 (e)	2022 (e)
Net Sales (m€)	10 099,9	11 026,3	10 734,6	10 944,7	11 109,8
Growth		9,2%	-2,6%	2,0%	1,5%
EBITDA (m€)	719,3	961,3	917,8	924,6	930,3
Taux d'EBIDTA (%)	7,1%	8,7%	8,5%	8,4%	8,4%

Source: Infront analytics

#### MCBRIDE PLC

Fiscal Year End Date	2018 (a)	2019 (e)	2020 (e)	2021 (e)	2022 (e)
Net Sales (m€)	805,2	793,7	795,3	804,3	783,1
Growth		-1,4%	0,2%	1,1%	-2,6%
EBITDA (m€)	53,4	50,0	52,4	53,6	53,5
Taux d'EBIDTA (%)	6,6%	6,3%	6,6%	6,7%	6,8%

Source: Infront analytics

#### RECKITT BENCKISER

Fiscal Year End Date	2018 (a)	2019 (e)	2020 (e)	2021 (e)	2022 (e)
Net Sales (m€)	14 012,9	15 187,0	14 571,7	14 998,9	15 516,0
Growth		8,4%	-4,1%	2,9%	3,4%
EBITDA (m€)	4 124,7	4 411,5	3 783,2	3 945,7	4 189,6
Taux d'EBIDTA (%)	29,4%	29,0%	26,0%	26,3%	27,0%

Source: Infront analytics

## 8. Annexes

### 8.8 Présentation des comparables retenus dans l'échantillon transactions

Société	Transactions	Activité	Acteur basé en Europe	Essentiel de l'activité réalisée en Europe	Business Model comparable : BtoB et BtoC	Activités significatives hygiène et process	Acteur fabrication et distribution
<b>CLOVER CHEMICALS</b>  Effectif : 80	Acquisition par Christeys (UK) le 22/10/2018	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Développe et fabrique des produits chimiques de nettoyage</li> <li>- Accent sur la R&amp;D</li> <li>- Gamme de plus de 200 produits de nettoyage</li> </ul>	✓	✓	✗ <i>Uniquement BtoB</i>	✓	✗ <i>Fabrication uniquement</i>
<b>FARMOL</b>  Effectif : n.d.	LBO par Private Group led by Quadriovio (Italie) le 21/10/2016	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Production aérosols et produits liquides</li> <li>- Quatre usines de production en Italie, en Hongrie et en Tunisie</li> </ul>	✓	✓	✗ <i>Uniquement BtoB</i>	✓	✗ <i>Fabrication uniquement</i>
<b>IPC</b> <i>(Industrie de produits chimiques)</i>  Effectif : 250	SBO par Private Group led by Naxicap Partners and Siparex (France) le 07/03/2013	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Basé à Brest, L'IPC est également présent en Belgique et au Luxembourg.</li> <li>- Distribue des solutions d'hygiène et de maintenance industrielle aux collectivités territoriales et aux entreprises</li> </ul>	✓	✓	✗ <i>Uniquement BtoB</i>	✓	✗ <i>Distribution uniquement</i>
<b>HEDIS</b>  Effectif : 625	Acquisition par BUNZL le 22/11/2017	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Distribution de produits et matériels d'entretien et d'hygiène à destination des collectivités, métiers de bouche, hôtellerie-restauration, entreprises de propreté, industrie...</li> </ul>	✓	✓	✗ <i>Uniquement BtoB</i>	✓	✗ <i>Distribution uniquement</i>
<b>ANTI-GERM</b>  Effectif :	Acquisition par HYPRED le 27/07/2017	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Spécialiste en hygiène et désinfection</li> <li>- Sécurité alimentaire</li> </ul>	✓	✓	✗ <i>Uniquement BtoB</i>	✗	✓

## 8. Annexes

### 8.9 Fiches des principales caractéristiques de l'échantillon transactions

Société	Principaux agrégats (m€)	
<b>CLOVER CHEMICALS</b>  Effectif : 80	Valeur d'entreprise Capitalisation boursière Dette nette Chiffre d'affaires Marge d'EBITDA Marge d'EBIT Marge de résultat net	6,4 N/A 944,4 9,3 4,7% 2,5% 2,2%
<b>FARMOL</b>  Effectif : n.d.	Valeur d'entreprise Capitalisation boursière Dette nette Chiffre d'affaires Marge d'EBITDA Marge d'EBIT Marge de résultat	31,8 N/A 2,5 69,1 7,9% 7,9% 7,5%
<b>IPC</b> <i>(Industrie de produits chimiques)</i>  Effectif : 250	Valeur d'entreprise Capitalisation boursière Dette nette Chiffre d'affaires Marge d'EBITDA Marge d'EBIT Marge de résultat net	27,2 N/A 2,8 31,5 11,6% 11,5% 8,6%
<b>HEDIS</b> 	Valeur d'entreprise Capitalisation boursière Dette nette Chiffre d'affaires Marge d'EBITDA Marge d'EBIT Marge de résultat net	269,7 N/A -8,9 175,5 14,2% N/A N/A
<b>ANTI-GERM</b> 	Valeur d'entreprise Capitalisation boursière Dette nette Chiffre d'affaires Marge d'EBITDA Marge d'EBIT Marge de résultat net	91,4 N/A 2,5 78,5 10,7% 9,2% N/A

## 8. Annexes

### 8.10 Détermination du taux d'actualisation

- **Bêta sectoriel désendetté**

Company	EfCode	Country	$\beta$ endetté	R2	$\beta$ désendetté	Net Debt /Equity
HENKEL	02436ED	Germany	0,55	0,24	0,52	0,18
BUNZL	01583EX	UK	0,75	0,29	0,61	1,00
MCBRIDE	30822EX	UK	0,19	0,00	0,13	1,88
RECKITT BENCKISER	01782EX	UK	0,78	0,23	0,57	1,13
<b>Moyenne</b>			<b>0,57</b>	<b>0,19</b>	<b>0,46</b>	<b>1,05</b>
<b>Médiane</b>			<b>0,65</b>	<b>0,24</b>	<b>0,55</b>	<b>1,07</b>

Source : InFront Analytics - Beta moyenne sur 4 ans - 11/03/2020

$\beta$ désendetté sectoriel	0,55
Gearing société	3,77
Taux d'IS société évaluée	28%
<b><math>\beta</math> société</b>	<b>2,02</b>

Le bêta de la société ressort à **2,02**.

A partir des comparables boursiers, le **bêta désendetté** ressort à **0,55**.

- **Gearing de la société cible**

Le Gearing correspond au ratio d'endettement de la société et reflète directement la politique d'investissement. La formule est :

$$\frac{\text{Endettement financier net}}{\text{Valeur de marché des capitaux propres}}$$

Il convient par la suite de ré-endetter le Bêta avec le Gearing de la société.

EFN (sans IFRS16) post opération	58
CP (valeur marché)	15
<b>Gearing société</b>	<b>377%</b>

Le Gearing de la société s'élève à 3,77. Nous avons calculé un EFN post opération à partir des informations disponibles dans l'accord de conciliation.

- **Prime de risque**

*Taux sans risque* : Il correspond au taux des emprunts souscrits par l'Etat sur une durée de 10 ans minimum, le risque de défaut de l'Etat étant considéré comme infime. Nous nous sommes basés sur l'étude publiée par PRIMEDERISQUE.COM qui indique la moyenne des 12 derniers mois des taux OAT 10 ans.

**Nous retiendrons un taux sans risque de 0,00%.**

*Prime de risque de marché* : La prime de risque de marché est égale à la différence entre la rentabilité attendue du marché actions et le taux sans risque. Nous nous sommes basés sur l'étude publiée par PRIMEDERISQUE.COM qui a effectué une moyenne sur 1 an des primes de risque du marché, calculée sur la base du CAC 40 et du taux OAT TEC10.

**Nous retiendrons une prime de risque de marché de 9,54%.**

## 8. Annexes

### 8.10 Détermination du taux d'actualisation

- Prime de risque (suite)

*Prime de risque spécifique* : Les EBITDA 2017, 2018 et 2019 publiés par le Groupe ont été inférieurs aux prévisions qui avaient été établies comme détaillé dans le § 3.5.1. Même s'il nous semble que les raisons pour lesquelles ces dernières se sont révélées être trop optimistes sont désormais mieux prises en compte dans les modèles de prévisions, le risque de décalage dans la réalisation des prévisions nous semble toujours exister notamment dans le contexte économique actuel incertain.

Pour cette raison, et dans la mesure où notre évaluation repose sur les prévisions du management, **nous retenons une prime de risque de 5% qui intègre à la fois la situation actuelle compliquée du groupe (2%), les prévisions parfois optimistes (2%) et le contexte économique actuel qui réduit fortement la visibilité générale (1%).**

- Calcul du WACC

WACC	
Taux sans risque	0,00%
Prime de risque de marché	9,54%
<b>β endetté société</b>	<b>2,02</b>
Prime de risque spécifique	5,00%
<b>Coût des fonds propres (Ke)</b>	<b>24,31%</b>
Coût de la dette avant IS	8,00%
Taux IS société évaluée	28,00%
<b>Coût de la dette après IS (Kd)</b>	<b>5,76%</b>
D/(D+E)	79%
E/(D+E)	21%
<b>WACC</b>	<b>9,6%</b>

NB : la formule de calcul est la suivante du WACC est la suivante :  
 $Kd * D/(CP+D) + Ke * CP/(CP+D)$

## 8. Annexes

### 8.11 Ajustements liés à la prise en compte d'IFRS 16

La norme IFRS 16 « Contrats de location », d'application obligatoire à compter du 1er janvier 2019 supprime la distinction entre les contrats de location simple et les contrats de location-financement.

Pour une raison de cohérence et de pertinence, les comptes utilisés pour chacun des travaux sont les suivants :

	Comptes avec IFRS 16	Comptes sans IFRS 16
Analyse financière		X
Méthode des comparables boursiers		X
Méthode des transactions comparables		X
EFN	X	X

(1) A travers l'analyse des niveaux d'EBITDA et des multiples de ces comparables, nous partons du postulat que les EBITDA publiés par Infront Analytics ne tiennent pas compte de la norme IFRS 16, notamment du fait que ces derniers évoluent peu sur les années 2017, 2018 et 2019.

Ainsi, nous appliquons le multiple de comparables boursiers retenu sur un EBITDA ORAPI ne tenant pas compte de la norme IFRS 16.

Nous présentons ci-dessous, les valorisations avec et sans IFRS 16 avec la méthode des comparables boursiers afin de mesurer l'impact du retraitement des IFRS 16 :

Valeur des titres avec un EBITDA tenant compte d'IFRS 16 :

M€	31/12/2019	31/12/2020
<b>EBITDA normatif sans IFRS 16</b>	<b>8,2</b>	<b>11,0</b>
Retraitements IFRS 16 - Charge des loyers	7,0	7,0
<b>EBITDA avec IFRS 16</b>	<b>15,2</b>	<b>18,0</b>
Multiple	9,2	9,5
<b>Valeur d'entreprise</b>	<b>155,4</b>	
EFN retraité avec IFRS 16	94,2	
<b>Valeur des titres</b>	<b>61,2</b>	

Valeur des titres avec un EBITDA ne tenant pas compte d'IFRS 16 :

M€	31/12/2019	31/12/2020
<b>EBITDA normatif sans IFRS 16</b>	<b>8,2</b>	<b>11,0</b>
Multiple	9,2	9,5
<b>Valeur d'entreprise</b>	<b>89,9</b>	
EFN retraité sans IFRS 16	73,4	
<b>Valeur des titres</b>	<b>16,5</b>	

Ainsi, la valorisation des titres ressort :

- sans IFRS 16, à 16,5M€ soit 3,6€ par action,
- avec IFRS 16, à 61,2M€ soit 13,3€ par action.

## 8. Annexes

### 8.12 Circulaire COPA n°2 – Liquidité au sens du droit des OPA\*

#### Circulaire COPA n° 2 – Liquidité au sens du droit des OPA

Rashid Bahar, 31 mars 2010.

Être ou ne pas être liquide ? Cette question est cruciale pour les offrants et les destinataires d'offres obligatoires, car selon la réponse qui lui est apportée le prix minimum sera fixé soit selon le VWAP des 60 jours de bourse précédant l'offre (ou son annonce préalable) soit sur la base d'une évaluation par l'organe de contrôle avec des conséquences favorables ou défavorables pour les un ou les autres selon les circonstances. Néanmoins, malgré son importance, jusqu'à peu, la COPA s'est contentée d'une définition relativement grossière : si un titre était négocié pendant 30 des 60 derniers jours précédant l'offre, elle était présumée liquide, tout en réservant les circonstances particulières. Si cette règle avait l'avantage de la simplicité, l'affaire Harwanne a mis en lumière ses limites. La COPA a donc senti l'obligation de revoir cette règle et la remplacer par un critère plus robuste. C'est ce qu'elle vient de faire en adoptant – sur la base d'un rapport d'experts, mais sans procédure de consultation – le 26 février 2010, une nouvelle Circulaire n° 2 – Liquidité au sens du droit des OPA.

Cette circulaire adopte une approche en deux temps : premièrement, elle pose la fiction que toutes les Blue Chips appartenant à l'indice SLI sont liquides. Deuxièmement, elle adopte pour les autres titres un critère plus sophistiqué que l'indicateur de fréquence de transactions utilisé jusqu'alors. Elle considère qu'un titre est liquide, si pendant au moins dix des douze mois calendaires précédant la publication de l'offre ou l'annonce préalable, la médiane mensuelle du volume quotidien des transactions en bourse est égale ou supérieure à 0,04 % du nombre titres de participation librement négociables (*free float*). Ce critère consiste ainsi, dans un premier temps, à mesurer le volume quotidien des transactions en bourse du titre. Puis, sur une base mensuelle, déterminer le volume médian (et non moyen) pendant chacun des douze mois précédant l'offre. Si la médiane mensuelle du volume quotidien est égale ou supérieure à 0,04% pendant dix des douze derniers mois, le titre est réputé liquide. Cette conclusion semble irrefragable, puisque la Commission des OPA n'a pas réservé des circonstances exceptionnelles lui permettant de revoir la question plus avant.

La nouvelle circulaire utilise ainsi un indicateur de l'activité de négoce afin de mesurer la liquidité : si le volume négocié est important, le titre est liquide. La liquidité est ainsi mesurée seulement en termes de facilité de vendre ou acheter à court terme des titres, sans s'intéresser à l'importance du *spread* ou l'impact de transactions importantes sur le cours, qui en définitive sont plus proches des objectifs poursuivis par l'art. 40 OOPA qui vise à garantir que le cours de bourse soit suffisamment représentatif afin de servir de prix minimum pour une offre obligatoire.

Néanmoins, le critère retenu a l'avantage d'une simplicité relative qui permet à tous les acteurs intéressés de le vérifier sur la base de données publiquement disponibles. Par ailleurs, ce test a l'avantage d'être relativement difficile à manipuler : le choix d'une période d'observation longue de douze mois et le recours à la médiane – et non la moyenne – limitent l'impact de grosses fluctuations et de cas extrêmes. De même, en fixant la barre à 0,04%, elle garantit que la plupart des volumes négociés sont des titres liquides (99,75% des volumes agrégés et 97,5% de la capitalisation de marché est liquide). Certes, à peine plus de la moitié des titres émis sont liquides, ce qui veut dire que l'évaluation sera la règle plus que l'exception en présence d'une OPA sur une petite ou moyenne capitalisation. En définitive, ce résultat n'est guère choquant, car il ne fait que refléter la réalité du marché suisse où la liquidité est concentrée entre les grandes *blue chips*, ne laissant qu'un petit filet de négoce pour les autres émetteurs.

La principale faiblesse de cette norme se situe au niveau de la définition du *free float*. A titre anecdotique, relevons que la circulaire se réfère à tort à la fraction librement négociable des titres de participation pour définir cette notion, alors qu'il est évident que c'est sur le nombre de titres librement négociables qu'elle se base. Toutefois, le problème tient aussi du fond : le *free float* est une notion délicate à définir et mesurer. C'est pourquoi la COPA entend simplifier le travail en reprenant la définition utilisée par la SIX Swiss Exchange pour les titres qui y sont cotés, ou, pour les autres, la définition employée par la bourse où les titres sont cotés et à défaut de cotation présumer que le *free float* est de 100%. Cette définition apparemment objective cache quelques biais : la SIX Swiss Exchange détermine le *free float* sur la base des annonces de participation et d'autres informations auxquelles elle a accès, tout en excluant les participations de certains investisseurs institutionnels – banques et négociants en valeurs mobilières exclus, même s'il s'agit d'investisseurs à long terme qui ne négocient pas leurs titres. En incluant ces titres dans le *free float*, les règles de la SIX rendent les titres plus liquides qu'ils ne le sont en réalité : le *free float* augmentant un volume proportionnellement plus faible suffira à rendre le titre liquide au sens de la circulaire. En même temps, la circulaire ouvre la porte à certaines manœuvres de la part de l'offrant : pendant la phase préalable à la publication de l'offre, l'offrant accroit sa participation réduisant ainsi le *free float*. Dans des cas limites, il pourra accélérer ou retarder ses opérations selon qu'il cherche à fonder le prix minimum sur le cours de bourse ou sur une évaluation, ce d'autant que la COPA entend reprendre les données déterminées par la bourse sans les revoir.

En définitive, cette nouvelle circulaire offre un critère plus robuste que son prédécesseur afin de déterminer si un titre est liquide. Elle est indéniablement plus complexe que la règle du 30/60 appliquée jusqu'à peu, mais elle est également moins susceptible d'être manipulée que cette dernière. Certes, malgré les promesses du rapport d'experts, le risque d'utilisation stratégique d'opérations préalables afin d'influencer le *free float* et indirectement la liquidité au sens du droit des OPA ne peut être éliminé. Néanmoins, la circulaire apporte un élément essentiel à un ordre juridique efficient : la sécurité du droit. Désormais, la plupart des offrants et investisseurs savent quel sort les attend en cas d'offre obligatoire. Un seul regret subsiste, si la règle adoptée par la circulaire est indéniablement meilleure que son prédécesseur, le processus réglementaire aurait pu être lui aussi amélioré : à défaut d'une règle formelle introduite dans l'OOPA – une circulaire n'est, comme l'a récemment rappelé le Tribunal administratif fédéral, qu'une ordonnance administrative sans effet obligatoire pour les particuliers (B-7765/2008) – au moins une procédure de consultation aurait été bienvenue.

Reproduction autorisée avec indication de la source:  
Rashid Bahar, <http://cms.unige.ch/droit/cdbf>, article n° 678, 31 mars 2010.

\* Pratique doctrinale de droit suisse utilisée à titre illustratif dans notre appréciation de la liquidité du titre. Cette pratique n'a pas de valeur juridique.

## 8. Annexes

### 8.13 Equipe dédiée à la mission et moyens matériels



**Olivier Arthaud**

Expert-comptable - Partner

oarthaud@arthaud-associes.fr

- ▼ Evaluation d'entreprise, expertise indépendante
- ▼ Formateur en évaluation auprès de la Compagnie Nationale des Commissaires aux comptes et chargé de cours en Master Banque Finance à Lyon 2
- ▼ Vice Président de la Commission Evaluation de la Compagnie nationale des Commissaires aux comptes
- ▼ Membre de l'A3E, Association des Experts en Evaluation d'Entreprises
- ▼ Expert judiciaire près la Cour d'Appel de Lyon (secteur évaluation)
- ▼ Audit légal et contractuel
- ▼ Due diligences comptables, financières, juridiques
- ▼ Comptes consolidés
- ▼ Fusions – acquisitions
- ▼ Actuellement Vice-Président de la Compagnie régionale des commissaires aux comptes de Lyon



**Abderrahman Mekdad**

Senior Manager – Pôle Transaction Services

amekdad@arthaud-associes.fr

- ▼ Evaluation d'entreprise
- ▼ Intervention sur des missions d'expertise indépendante
- ▼ Co-conception du Parcours Evaluation de la CNCC (5 jours)
- ▼ Due diligences comptables, financières et juridiques
- ▼ Audit légal et contractuel sur les comptes sociaux et les comptes consolidés (référentiel français et IFRS)
- ▼ Formateur en finance d'entreprise et analyse financière auprès des Écoles de commerce / Universités
- ▼ Anglais courant



**Maxime Hedelius**

Senior – Pôle Transaction Services

mhedelius@arthaud-associes.fr

- ▼ Evaluation d'entreprise
- ▼ Intervention sur des missions d'expertise indépendante
- ▼ Due diligences comptables, financières et juridiques
- ▼ Audit des comptes sociaux et consolidés
- ▼ Élaboration de business plans

## 8. Annexes

### 8.13 Equipe dédiée à la mission et moyens matériels

#### Pôle Transaction Services

**Arthaud & Associés** est notamment membre de l'A3E (Association d'évaluateurs).

Par ailleurs, **Arthaud & Associés** est chargé de la conception du parcours de formation certifiant en évaluation de la CNCC.

Les équipes TS de **Arthaud & Associés** sont chargées de cours en Master Banque Finance et Evaluation/ Transmission d'entreprise, à l'Université Lyon II.

**Arthaud & Associés** a constitué une équipe spécialisée, bâtie sur l'expérience de 3 associés : Olivier Arthaud, Carole Troncy et Cédric Jacquet et de ses directeurs / responsables de mission : Abderrahman Mekdad, Frédéric Molines, Laure Pardon et Maxime Hedelius.

**Arthaud & Associés** intervient dans les opérations suivantes :

- Accompagnement de ses clients dans le processus d'acquisition, dans le cadre de projets de croissance externe avec notamment des due diligences comptables, financières, fiscales, sociales et juridiques
- Accompagnement de ses clients dans le processus de cession de leur entreprise (VDD, Data Room, Négociations)
- Commissariat aux apports
- Commissariat à la fusion.

#### Références en expertise indépendante

- MND 2019
- GPI 2017

#### Moyens utilisés

- XERFI
- INFRONT ANALYTICS
- EPSILON Research

## 8. Annexes

### 8.14 Convention de revue indépendante

#### CONVENTION DE REVUE INDEPENDANTE

##### ENTRE LES SOUSSIGNES :

1 - La société **SAS ARTHAUD & ASSOCIES AUDIT**  
Société par Actions Simplifiée au capital de 150 000 euros  
Dont le siège social est à Tassin la Demi-Lune (69160), 73 rue François Mermet  
Immatriculée 431 460 336 RCS LYON,

Représentée par Monsieur **Olivier Arthaud**, Président,

Filiale détenue à 100% par la **SAS ARTHAUD & ASSOCIES GROUP**  
Société par Actions Simplifiée au capital de 5 212 800 euros  
Dont le siège social est à Tassin la Demi-Lune (69160), 73 rue François Mermet  
Immatriculée 848 406 534 RCS LYON,

Représentée par Monsieur **Olivier Arthaud**, Président,

Ci-après désignées « le Cabinet ARTHAUD & ASSOCIES »

D'UNE PART,

##### ET :

- La société **ORFIS**  
Société Anonyme au capital de 1 015 000 euros  
Dont le siège social est à Villeurbanne (69100), 149 boulevard de Stalingrad  
Immatriculée 957 509 045 000 36 RCS LYON,

Représentée par Messieurs **Christophe VELUT** et **Benoit NOWACZYK**, Associés

D'AUTRE PART,

OK  
W

##### IL EST EXPOSE CE QUI SUIT :

De par son activité, le cabinet ARTHAUD & ASSOCIES est amené à réaliser des expertises indépendantes de sociétés cotées. Nous souhaitons confier au cabinet ORFIS, représenté par Monsieur Christophe VELUT, évaluateur indépendant et membre de l'association A3E, la réalisation de la revue indépendante de la mission d'évaluation financière indépendante réalisée par le cabinet ARTHAUD & ASSOCIES dans le cadre de l'opération sur les titres de la société ORAPI (ci-après nommée « l'Opération »). Un document de présentation de l'opération a été transmis au réviseur indépendant préalablement à la signature de la présente convention. La conclusion du rapport du cabinet ARTHAUD & ASSOCIES doit porter sur le caractère équitable du prix retenu pour l'augmentation de capital par incorporation de créances.

Pour des raisons pratiques, notamment liées à des contraintes de calendrier, Monsieur Christophe VELUT pourra se faire assister par Benoit NOWACZYK, associé au département évaluation financière du cabinet ORFIS et également membre de l'association A3E afin d'assurer la revue indépendante des conclusions de l'expert indépendant, le cabinet ARTHAUD & ASSOCIES, au titre de l'Opération, en fonction des contraintes de planning.

Christophe VELUT a effectué des missions d'expertise indépendante, et a été agréé expert indépendant par l'association A3E dans le cadre de la procédure d'agrément déléguée par l'AMF à l'A3E.

Le cabinet ORFIS dispose des moyens humains et matériels pour la conduite de missions d'évaluations financières dans des contextes variés (fiscal, litiges, transmission, apport, cession, ...) et portant sur des évaluations diverses (actif isolé, titres de société, activité, ...).

##### IL A ETE DECIDE CE QUI SUIT :

##### ARTICLE 1 – OBJET DU CONTRAT

Le cabinet ARTHAUD & ASSOCIES sollicite les services de Monsieur **Christophe VELUT**, assisté éventuellement de Monsieur **Benoit NOWACZYK**, évaluateur indépendant et membre de l'association A3E, aux fins de réaliser la revue indépendante de la mission d'expert indépendant relative à l'Opération et réalisée par le cabinet ARTHAUD & ASSOCIES.

##### ARTICLE 2 – MODALITES D'EXECUTION

Le cabinet ARTHAUD & ASSOCIES s'engage à prévenir le réviseur indépendant dès qu'il aura eu connaissance de sa mission d'expertise indépendante. Le réviseur s'engage quant à lui à réaliser sa revue indépendante dans les délais impartis par le client et qui lui seront communiqués dès l'établissement de la lettre de mission.

L'étendue de la revue indépendante est limitée à la revue des éléments suivants :

- Revue du programme de travail et du projet de lettre de mission,
- Revue de la note de synthèse établie par le cabinet ARTHAUD & ASSOCIES, et notamment des points éventuels de divergence avec les travaux d'évaluation réalisés par l'initiateur et les banques conseils, et des observations écrites reçues des actionnaires concernant sa mission, le cas échéant,

OK  
W

## 8. Annexes

### 8.14 Convention de revue indépendante

- Revue du projet de lettre d'affirmation,
- Revue du rapport d'expertise.

L'objectif est d'apprécier le respect des bonnes pratiques d'évaluation et la pertinence des hypothèses retenues ainsi que des conclusions qui en découlent. Son intervention doit avoir lieu avant l'émission du rapport de l'expert.

#### Obligations du cabinet ARTHAUD & ASSOCIES

Le cabinet ARTHAUD & ASSOCIES s'oblige à mettre à la disposition du réviseur indépendant tous les éléments d'informations nécessaires à l'exercice de sa mission, et notamment :

- La lettre de mission,
- Les notes de synthèse internes, programme de travail, notes d'orientation,
- Le projet de rapport,
- Tout échange concernant la mission d'expertise indépendante susceptible d'avoir un impact sur le prix retenu. Notamment, toute observation écrite reçue des actionnaires concernant sa mission, toute divergence concernant les travaux d'évaluation et le prix retenu, tout commentaire reçu des sociétés parties prenantes à l'opération, de ses conseils, et de l'AMF transmis au cabinet ARTHAUD & ASSOCIES concernant la mission, et plus spécifiquement le rapport d'expertise indépendante, et toute réponse apportée par ARTHAUD & ASSOCIES,
- Et tout document que le réviseur indépendant considère comme utile à la compréhension du travail effectué.

Le cabinet ARTHAUD & ASSOCIES s'engage à :

- Communiquer au réviseur indépendant le calendrier prévisionnel de sa mission, et les dates prévisionnelles de l'intervention du réviseur indépendant, et lui signaler toute modification significative,
- Transmettre ces documents dans un délai suffisant pour permettre au réviseur indépendant d'effectuer une revue exhaustive des conclusions et des paramètres d'évaluation sous-jacents ;
- À formaliser le suivi des commentaires du réviseur (modalités de prise en compte, ...). Il reste responsable de l'application ou non des recommandations.
- À ne pas indiquer dans les rapports destinés au public le nom du réviseur indépendant. Le nom pourra être communiqué à l'AMF à sa demande.

#### Obligations du réviseur indépendant

Le réviseur est soumis aux mêmes règles en matière d'indépendance et d'incompatibilité que le cabinet ARTHAUD & ASSOCIES. Le réviseur indépendant confirme qu'il a vérifié l'absence de conflits d'intérêts préalablement à la signature de la présente convention. Il s'engage à informer dans les plus brefs délais le cabinet ARTHAUD & ASSOCIES de toute situation susceptible de générer une situation de conflits d'intérêts, ou d'affecter son indépendance, pendant la réalisation de la mission.

ok  
w

Le réviseur indépendant s'engage à mettre en œuvre les procédures en matière de confidentialité des informations échangées dans le cadre de la présente opération, qu'il aurait appliquées s'il avait été lui-même désigné en tant qu'expert indépendant.

Le réviseur accepte que son nom soit transmis à l'AMF en cas de demande de cette dernière.

Le réviseur indépendant s'engage à effectuer les travaux dans les délais impartis pour permettre au titulaire de la mission d'émettre son rapport d'expertise indépendante dans les délais fixés dans la lettre de mission, sauf notification préalable d'impossibilité de réaliser la mission (cf. supra).

Le réviseur indépendant n'a pas pour mission de revoir le détail du dossier de travail, comme indiqué ci-dessus, ni la justification des déclarations effectuées par le cabinet ARTHAUD & ASSOCIES (ex : déclaration d'indépendance, sources utilisées, ...). Il n'est pas responsable de la prise en compte / ou de la non prise en compte par l'associé signataire du rapport d'expertise indépendante des commentaires.

Pour formaliser sa revue, le réviseur établira une note de synthèse. Il rappellera notamment le contexte de l'étendue de sa mission au regard de la présente convention, et la synthèse des commentaires, en mettant en évidence leur importance relative. La synthèse des commentaires sera établie uniquement sur la base des documents transmis par le cabinet ARTHAUD & ASSOCIES, qui seront réputés sincères, exhaustifs et exacts.

Il n'appartient pas au réviseur indépendant de se substituer au cabinet ARTHAUD & ASSOCIES, même partiellement. Le rapport d'expertise indépendante et notamment la conclusion sur l'équité du prix retenu dans le cadre de la présente opération est de la seule responsabilité du cabinet ARTHAUD & ASSOCIES.

Le cabinet ARTHAUD & ASSOCIES s'engage à conserver ce document dans ses dossiers.

Le réviseur s'engage à ne pas communiquer à des tiers ces documents. En cas de demande de l'AMF, il appartient au cabinet ARTHAUD & ASSOCIES de les transmettre directement à l'AMF.

Le réviseur s'engage à conserver en archives, pour une durée de 10 ans, la preuve de son engagement sur la mission et les documents de travail qui lui auront été adressés, par voie de courrier, de copies ou par voie électronique, quels qu'en soient les formats : fichiers tableurs, documents Word ou PDF, PowerPoint, etc.

Le réviseur s'engage à respecter les règles en matière de confidentialité inhérentes à ce type de mission décrites à l'article 9 ci-après.

#### Autorité dont dispose celui qui effectue la supervision (en cas de désaccord)

Dans la mesure où la revue indépendante se traduit par la remise d'une note formalisant les éventuelles remarques et observations tirées de l'analyse des documents transmis et pouvant conduire à l'émission de recommandations ; l'expert indépendant, le cabinet ARTHAUD & ASSOCIES, est libre de s'y conformer et n'a aucune obligation de faire converger son opinion avec les remarques présentées dans la revue indépendante.

ok  
w

## 8. Annexes

### 8.14 Convention de revue indépendante

En effet, il convient de rappeler que la revue indépendante n'a pas notamment pour objet de s'assurer que l'expert indépendant suive les éléments relevés lors de la mise en œuvre de cette dernière. L'expert indépendant, le cabinet ARTHAUD & ASSOCIES, reste seul décisionnaire dans la formulation des conclusions de son rapport et en aucun cas, le cabinet ORFIS BAKER TILLY, qui a réalisé la revue indépendante, ne pourra être tenu pour responsable des éventuelles conséquences engendrées par l'émission du rapport.

Comme indiqué supra, la responsabilité de la signature du rapport d'expertise indépendante (et notamment de la conclusion sur l'équité du prix retenu) incombe à l'associé signataire du cabinet ARTHAUD & ASSOCIES. C'est donc à lui qu'appartient la responsabilité de tenir compte des commentaires du réviseur indépendant.

#### ARTICLE 3 – REMUNERATION

La nature, la diversité et la fréquence des prestations susceptibles d'être réalisées en vertu des présentes, nécessite une facturation spécifique à chaque mission de revue indépendante.

Les parties conviennent que le temps estimé pour la révision indépendante est compris entre 1,5 et 2,5 jours, soit sur la base d'un taux horaire de 220 €HT, une fourchette comprise entre 3,5 et 5,3 KE HT.

Cette estimation s'entend dans un contexte de déroulement normal de la mission.

Il est précisé que cette rémunération s'entend hors taxes et que les autres frais liés à ces prestations (frais et débours) seront directement pris en charges par le cabinet ARTHAUD & ASSOCIES.

#### ARTICLE 4 – DUREE

Le présent contrat est conclu pour la durée de l'Opération et s'achève en tout état de cause après la publication par l'AMF de sa décision d'accorder ou non son visa.

#### ARTICLE 5 – RESILIATION

Tout manquement de l'une des parties aux obligations dont elle a la charge et définies précédemment, permettra à la partie envers laquelle les obligations n'auront pas été remplies, de résilier immédiatement le présent contrat par lettre recommandée avec accusé de réception.

#### ARTICLE 6 – INCESSIBILITE

Le présent contrat est conclu *intuitu personae*. Il n'est ni cessible, ni transmissible, à quelque titre ou modalité que ce soit, sauf accord explicite et préalable des parties.

DA  
w

#### ARTICLE 9 – CONFIDENTIALITE & INDEPENDANCE

Du fait des relations instaurées entre les parties par le présent contrat, le cabinet ORFIS, représenté par Messieurs Christophe VELUT et Benoit NOWACZYK, s'il doit à intervenir, est amené à prendre connaissance d'informations confidentielles relatives à la clientèle du cabinet ARTHAUD & ASSOCIES.

L'obligation de confidentialité à laquelle s'engage le cabinet ORFIS, représenté par Messieurs Christophe VELUT et Benoit NOWACZYK vise toutes les informations fournies dans le cadre de ce présent accord, quels qu'en soient la forme et le support des informations ou lorsqu'elles sont divulguées oralement.

De plus, afin de se préserver d'éventuels conflits d'intérêt, le réviseur indépendant devra s'assurer, à travers la mise en œuvre des procédures internes adaptées, qu'il n'existe pas de situation de dépendance ou de conflits d'intérêt avec l'une des parties de l'Opération de nature à remettre en cause l'indépendance de sa revue.

Chaque partie contractante s'engage à traiter confidentiellement toutes les informations obtenues dans le cadre du présent contrat et de toutes ses suites et s'interdit de communiquer à quiconque, directement ou indirectement, tout ou partie desdites informations.

Les parties s'obligent à faire respecter cette obligation par leurs salariés et intervenants de quelque nature qu'ils soient, permanents ou occasionnels, qui pourraient en avoir connaissance à l'occasion de l'exécution du présent contrat.

La présente obligation de confidentialité est convenue pour toute la durée du présent contrat et toutes ses suites et demeurera en vigueur tant que les informations ne tomberont pas dans le domaine public. Elle survivra à toute annulation ou résiliation du contrat pour quelque motif que ce soit.

Fait à Tassin la Demi-Lune,  
en deux exemplaires  
le 5 mars 2020

Pour ARTHAUD & ASSOCIES AUDIT

Olivier ARTHAUD



Pour ORFIS

Christophe VELUT



## 8. Annexes

### 8.15 Principaux termes des ORA 1, ORA 2 et BSA

Caractéristiques	Descriptif
<b>Bons de souscription d'actions</b>	Les bons de souscription d'actions de la Société dont l'admission est demandée représentent un nombre maximum de 2.309.375 BSA qui seront attribués gratuitement à l'ensemble des actionnaires existants de la Société, justifiant d'une inscription en compte de leurs actions la veille de l'assemblée générale mixte des actionnaires de la Société devant se tenir le 29 juillet 2020 sur première convocation (l'« <b>Assemblée Générale</b> »), à raison d'un BSA pour deux actions existantes (les « <b>BSA</b> »). Les BSA qui seraient attribués à la Société à raison des actions de la Société auto-détenues seront automatiquement annulés. Les BSA donneront le droit de souscrire à une action nouvelle pour un BSA.
<b>Période d'exercice et caducité</b>	Les BSA pourront être exercés à tout moment pendant une période de 12 mois à compter du remboursement intégral (principal et intérêts) des Obligations New Money et des ORA 1 (la « <b>Période d'Exercice</b> »). Les BSA deviendront caducs et perdront ainsi toute valeur à la fermeture des négociations sur Euronext Paris (17h30 heure de Paris) le 29 juillet 2027 ou par anticipation en cas (i) de liquidation de la Société ou (ii) d'annulation de tous les BSA conformément aux termes et conditions des BSA.
<b>Actions nouvelles BSA</b>	Les actions de la Société dont l'admission est demandée représentent un nombre maximum de 2.309.375 actions nouvelles d'ORAPI, susceptibles de résulter de l'exercice d'un nombre maximum de 2.309.375 BSA (les « <b>Actions Nouvelles BSA</b> ») et seront émises par voie d'augmentation de capital avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires au profit des titulaires de BSA et seront libérées intégralement au moment de leur souscription en numéraire par versement d'espèces, à un prix de souscription unitaire de 5,20 euros (l'« <b>Augmentation de Capital BSA</b> »).
<b>Actions Nouvelles Issues du Remboursement des ORA 1</b>	Les actions de la Société dont l'admission est demandée représentent un nombre maximum de 11.735.739 actions nouvelles qui seront éventuellement émises en cas de remboursement total en actions des 4.423.076 obligations remboursables en actions (les « <b>ORA 1</b> »), d'une valeur nominale unitaire de 5,20 euros (soit un montant nominal total de 23.000.000 euros), à émettre par la Société au profit de Kartesia Credit FFS – KCO IV Sub-Fund et Kartesia Credit FFS – KCO V Sub-Fund (les « <b>Actions Nouvelles Issues du Remboursement des ORA 1</b> »).
<b>Actions Nouvelles Issues du Remboursement des ORA 2</b>	Les actions de la Société dont l'admission est demandée représentent un nombre maximum de 8.074.917 actions nouvelles qui seront éventuellement émises en cas de remboursement total en actions des 3.195.519 obligations remboursables en actions (les « <b>ORA 2</b> »), d'une valeur nominale unitaire de 5,20 euros (soit un montant nominal total de 16.616.700 euros) à émettre par la Société au profit de Kartesia Credit FFS – KCO IV Sub-Fund et Kartesia Credit FFS – KCO V Sub-Fund (les « <b>Actions Nouvelles Issues du Remboursement des ORA 2</b> », et avec les Actions Nouvelles Issues du Remboursement des ORA 1, les « <b>Actions Nouvelles Issues du Remboursement des ORA</b> »).
<b>Rang relatif des valeurs mobilières dans la structure du capital de l'émetteur en cas d'insolvabilité</b>	Les ORA et leurs intérêts constituent des engagements chirographaires directs, généraux, inconditionnels, non subordonnés et non assortis de sûretés de la Société, venant au même rang entre eux et, sous réserve des exceptions légales impératives de droit français, au même rang que toutes les autres dettes et garanties chirographaires non subordonnées, présentes ou futures de la Société.
<b>Restrictions à la libre négociabilité des valeurs mobilières</b>	Aucune clause statutaire ne limite la libre négociabilité des BSA et des actions composant le capital de la Société. Aux termes du Protocole, MG3F et les membres de la Famille Chiffot ont pris l'engagement de ne pas exercer et céder les BSA qui leur seront attribués à raison des actions qu'ils détiennent à l'exception d'un nombre maximum de 92.375 BSA que MG3F pourra transférer aux managers bénéficiaires du plan d'intéressement. Toute cession d'ORA 1 nécessitera l'accord préalable de la Société. Par exception à ce qui précède, l'accord de la Société ne sera pas requis (i) si le cessionnaire est un autre titulaire d'ORA 1 ou une société affiliée ou un fonds lié d'un autre titulaire d'ORA 1, (ii) si le cessionnaire est une société affiliée ou un fonds lié du titulaire d'ORA 1 cédant ou (iii) si un cas de défaut est en cours (à l'exception de toute cession au bénéfice d'un concurrent industriel du Groupe ou de toute société affiliée). Les ORA 2 seront librement cessibles. Le pacte d'actionnaires relatif à la Société qui sera conclu à la date de réalisation des opérations de Restructuration entre Kartesia, Guy Chiffot, MG3F et la Société (le « <b>Pacte d'Actionnaires</b> ») prévoit des modalités d'encadrement des transferts de titres de la Société par Kartesia, Guy Chiffot et MG3F.

## 8. Annexes

### 8.15 Principaux termes des ORA 1, ORA 2 et BSA

Caractéristiques	Descriptif
<p><b>Principales caractéristiques des ORA</b></p>	<p><i>Date de remboursement</i> : les ORA 1 seront remboursées (i) en actions ordinaires nouvelles de la Société le 20<sup>ème</sup> anniversaire de leur date d'émission (la « <b>Date d'Echéance ORA</b> »), (ii) en numéraire, à tout moment, en une ou plusieurs fois par tranche minimum de 1 million d'euros à la seule option de la Société jusqu'à la Date d'Echéance ORA ou partiellement si la Société vient à céder certains actifs ou (iii) en numéraire pour leur montant total en cas de changement de contrôle ou de radiation de la cotation de la Société. Les ORA 2 seront remboursées (i) en actions ordinaires nouvelles de la Société à la Date d'Echéance ORA , (ii) avant cette date, en actions ordinaires nouvelles de la Société, à la demande du titulaire d'ORA 2 concerné en cas de remboursement préalable des Obligations <i>New Money</i> et des ORA 1, (iii) avant cette date, en numéraire à la seule option de la Société en une ou plusieurs fois par tranche minimum de 1 million d'euros ou, sous réserve du remboursement préalable des ORA 1 et des Obligations <i>New Money</i>, partiellement en cas de cession de certains actifs ou (iv) à tout moment en numéraire pour leur montant total en cas de changement de contrôle ou de radiation de la cotation.</p> <p><i>Taux d'intérêt</i> : les ORA 1 porteront des intérêts à compter de leur date d'émission au taux Euribor (avec un taux plancher de 0% l'an) auquel s'ajoutera une marge de 5% par an, capitalisés à chaque date anniversaire de leur date d'émission au sens de l'article 1343-2 du Code civil. Les ORA 2 porteront des intérêts à compter du premier anniversaire de leur date d'émission, au taux Euribor (avec un taux plancher de 0% l'an) auquel s'ajoutera une marge de 5% par an, capitalisés à chaque date anniversaire de leur date d'émission au sens de l'article 1343-2 du Code civil. En outre, les ORA 2 ne porteront plus intérêts à compter de la date à laquelle les ORA 1 (en ce compris le principal, les intérêts capitalisés et courus et non encore capitalisés des ORA 1) seront intégralement remboursés et à la condition que cette date soit antérieure au 30 juin 2022.</p> <p><i>Remboursement des ORA en actions</i>: une ORA donnera droit lors de son remboursement en action, à une action ordinaire de la Société sous réserve des ajustements prévus dans les termes et conditions des ORA étant précisé que si les intérêts capitalisés ainsi que les intérêts courus et non encore capitalisés ne sont pas acquittés en numéraire, le nombre d'actions additionnelles auquel donnera droit une ORA au titre desdits intérêts sera déterminé sur la base de la moyenne pondérée par les volumes des cours de l'action de la Société durant les 30 jours de bourse qui précèdent leur remboursement en actions.</p>

## 8. Annexes

### 8.16 Evolution de la capitalisation d'ORAPI avec l'Opération (effet dilutif)

Le tableau ci-dessous a pour objectif de présenter l'effet dilutif de l'augmentation de capital réservée, du call-option management et de la conversion des ORA 2 (suite au remboursement en numéraire des ORA 1 en année 3 et au remboursement des obligations New Money qui permettent l'exercice de l'Option d'achat), ainsi que l'effet relatif de l'exercice des BSA.

Actionnariat d'ORAPI au 14/04/2020				AK réservée (30%)				Call option - Management (2,80%)				Conversion ORA 2				Exercice des BSA				
ORAPI	# actions	%	DDV	%	# actions	%	DDV	%	# actions	%	DDV	%	# actions	%	DDV	%	# actions	%	DDV	%
Flottant	1 422 921	30,81%	1 615 622	21,69%	1 422 921	21,57%	1 615 622	17,13%	1 422 921	21,57%	1 615 622	17,13%	1 422 921	14,06%	1 615 622	12,47%	2 134 381	18,83%	2 327 082	16,42%
Salariés	131 078	2,84%	228 428	3,07%	131 078	1,99%	228 428	2,42%	131 078	1,99%	228 428	2,42%	131 078	1,30%	228 428	1,76%	196 617	1,73%	293 967	2,07%
Autocontrôle	22 087	0,48%	-	0,00%	22 087	0,33%	-	0,00%	22 087	0,33%	-	0,00%	22 087	0,22%	-	0,00%	22 087	0,19%	-	0,00%
CM CIC	692 010	14,98%	904 735	12,14%	692 010	10,49%	904 735	9,59%	692 010	10,49%	904 735	9,59%	692 010	6,84%	904 735	6,98%	1 038 015	9,16%	1 250 740	8,83%
GC consult + Chiffrot	17 068	0,37%	34 136	0,46%	17 068	0,26%	34 136	0,36%	17 068	0,26%	34 136	0,36%	17 068	0,17%	34 136	0,26%	17 068	0,15%	34 136	0,24%
MG3F	2 333 589	50,52%	4 667 178	62,65%	2 333 589	35,37%	4 667 178	49,50%	2 333 589	35,37%	4 667 178	49,50%	2 333 589	23,06%	4 667 178	36,03%	2 333 589	20,58%	4 667 178	32,94%
Kartesia					<b>1 979 466</b>	<b>30,00%</b>	<b>1 979 466</b>	<b>20,99%</b>					1 794 716	17,73%	1 794 716	13,86%	1 794 716	15,83%	1 794 716	12,67%
Call option - Management									<b>184 750</b>	<b>2,80%</b>	<b>184 750</b>	<b>1,96%</b>	184 750	1,83%	184 750	1,43%	277 125	2,44%	277 125	1,96%
ORA 1*																				
ORA 2													<b>3 523 059</b>	<b>34,81%</b>	<b>3 523 059</b>	<b>27,20%</b>	<b>3 523 059</b>	<b>31,08%</b>	<b>3 523 059</b>	<b>24,87%</b>
<i>o/w Kartesia</i>													<b>958 272</b>	<b>9,47%</b>	<b>958 272</b>	<b>7,40%</b>	<b>958 272</b>	<b>8,45%</b>	<b>958 272</b>	<b>6,76%</b>
<i>o/w MG3F</i>													<b>2 564 787</b>	<b>25,34%</b>	<b>2 564 787</b>	<b>19,80%</b>	<b>2 564 787</b>	<b>22,62%</b>	<b>2 564 787</b>	<b>18,10%</b>
<b>Total</b>	<b>4 618 753</b>	<b>100,00%</b>	<b>7 450 099</b>	<b>100,00%</b>	<b>6 598 219</b>	<b>100,00%</b>	<b>9 429 565</b>	<b>100,00%</b>	<b>6 598 219</b>	<b>100,00%</b>	<b>9 429 565</b>	<b>100,00%</b>	<b>10 121 278</b>	<b>100,00%</b>	<b>12 952 624</b>	<b>100,00%</b>	<b>11 336 657</b>	<b>100,00%</b>	<b>14 168 003</b>	<b>100,00%</b>

\* Les ORA 1 sont convertibles au bout de 20 ans. Néanmoins ces obligations sont remboursables en numéraires à la maison de la société. Pour les besoins de ce tableau de capitalisation boursière, on suppose que cette faculté de remboursement sera exercé en année 3.

Dans le cas où les ORA 1 et les ORA 2 seraient converties en actions à l'échéance (20 ans), l'effet dilutif serait alors le suivant :

Actionnariat d'ORAPI au 14/04/2020				AK réservée (30%)				Call option - Management (2,80%)				Conversion ORA 1 & ORA 2 à l'échéance				
ORAPI	# actions	%	DDV	%	# actions	%	DDV	%	# actions	%	DDV	%	# actions	%	DDV	%
Flottant	1 422 921	30,81%	1 615 622	21,69%	1 422 921	21,57%	1 615 622	17,13%	1 422 921	21,57%	1 615 622	17,13%	1 422 921	5,39%	1 615 622	5,53%
Salariés	131 078	2,84%	228 428	3,07%	131 078	1,99%	228 428	2,42%	131 078	1,99%	228 428	2,42%	131 078	0,50%	228 428	0,78%
Autocontrôle	22 087	0,48%	-	0,00%	22 087	0,33%	-	0,00%	22 087	0,33%	-	0,00%	22 087	0,08%	-	0,00%
CM CIC	692 010	14,98%	904 735	12,14%	692 010	10,49%	904 735	9,59%	692 010	10,49%	904 735	9,59%	692 010	2,62%	904 735	3,09%
GC consult + Chiffrot	17 068	0,37%	34 136	0,46%	17 068	0,26%	34 136	0,36%	17 068	0,26%	34 136	0,36%	17 068	0,06%	34 136	0,12%
MG3F	2 333 589	50,52%	4 667 178	62,65%	2 333 589	35,37%	4 667 178	49,50%	2 333 589	35,37%	4 667 178	49,50%	2 333 589	8,84%	4 667 178	15,96%
Kartesia					<b>1 979 466</b>	<b>30,00%</b>	<b>1 979 466</b>	<b>20,99%</b>	<b>1 794 716</b>	<b>27,20%</b>	<b>1 794 716</b>	<b>19,03%</b>	1 794 716	6,80%	1 794 716	6,14%
Call option - Management									<b>184 750</b>	<b>2,80%</b>	<b>184 750</b>	<b>1,96%</b>	184 750	0,70%	184 750	0,63%
ORA 1 - Kartesia													<b>11 735 739</b>	<b>44,44%</b>	<b>11 735 739</b>	<b>40,14%</b>
ORA 2 - Kartesia													<b>8 074 917</b>	<b>30,58%</b>	<b>8 074 917</b>	<b>27,62%</b>
<b>0</b>	<b>4 618 753</b>	<b>100,00%</b>	<b>7 450 099</b>	<b>100,00%</b>	<b>6 598 219</b>	<b>100,00%</b>	<b>9 429 565</b>	<b>100,00%</b>	<b>6 598 219</b>	<b>100,00%</b>	<b>9 429 565</b>	<b>100,00%</b>	<b>26 408 875</b>	<b>100,00%</b>	<b>29 240 221</b>	<b>100,00%</b>