

NOTE ÉTABLIE PAR LA SOCIÉTÉ



Compagnie Industrielle et Financière d'Entreprises (C.I.F.E.) SA

EN RÉPONSE A L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIÉE VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIÉTÉ C.I.F.E. SA INITIÉE PAR LA SOCIÉTÉ

spie batignolles

Groupe Spie batignolles SAS



En application de l'article L. 621-8 du code monétaire et financier et de l'article 231-23 de son règlement général, l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») a, en application de la décision de conformité de l'offre publique d'achat simplifiée (l'« **Offre** ») en date du 19 mars 2024, apposé le visa n° 24-075 en date du 19 mars 2024 sur la présente note en réponse (la « **Note en Réponse** »).

Cette Note en Réponse a été établie par Compagnie Industrielle et Financière d'Entreprises (C.I.F.E.) et engage la responsabilité de ses signataires.

Le visa, conformément aux dispositions de l'article L. 621-8-1, I. du code monétaire et financier, a été attribué après que l'AMF a vérifié « si le document est complet et compréhensible, et si les informations qu'il contient sont cohérentes ». Il n'implique ni approbation de l'opportunité de l'opération, ni authentification des éléments comptables et financiers présentés.

AVIS IMPORTANT

En application des articles 231-19 et 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet Finexsi (complété d'un addendum), agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans la Note en Réponse.

Des exemplaires de la Note en Réponse sont disponibles sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (www.groupe-etpo.fr/investisseurs/). Elle peut être obtenue sans frais sur simple demande auprès de C.I.F.E. – E.T.P.O. (Immeuble Challenge 92 - 101 avenue François Arago – 92000 Nanterre).

La présente Note en Réponse doit être lue conjointement avec tous les autres documents publiés en

relation avec l'Offre. Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de C.I.F.E. SA seront déposées auprès de l'AMF et mises à disposition du public, au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre publique, selon les mêmes modalités.

Un communiqué sera diffusé au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique afin d'informer le public des modalités de mise à disposition de ces documents.

SOMMAIRE

1. RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES ET CONDITIONS DE L'OFFRE	5
1.1 Présentation de l'Offre	5
1.2 Contexte et motifs de l'Offre.....	6
1.2.1 Contexte de l'Offre.....	6
1.2.2 Motifs de l'Offre	11
1.3 Rappels des principaux termes de l'Offre	11
1.3.1 Termes de l'Offre	11
1.3.2 Modalités de dépôt de l'Offre	12
1.3.3 Nombre d'actions susceptibles d'être apportées à l'Offre.....	12
1.3.4 Intention de l'Initiateur en matière de retrait obligatoire	13
1.4 Restrictions concernant l'Offre à l'étranger	13
1.4.1 Information à l'attention des actionnaires situés à l'étranger.....	13
1.4.2 Information à l'attention des actionnaires situés aux États-Unis	14
2. AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIÉTÉ	15
2.1 Composition du conseil d'administration de la Société	15
2.2 Rappel des décisions préalables du conseil d'administration de la Société	15
2.3 Avis motivé du conseil d'administration de la Société	16
3. INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIÉTÉ	24
4. INTENTION DE LA SOCIÉTÉ QUANT AUX ACTIONS AUTO-DÉTENUES.....	25
5. INFORMATION DES SALARIÉS DE LA SOCIÉTÉ	26
6. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRÉCIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE	27
6.1 Conventions de Restructuration	27
6.2 Accords de liquidité AGA.....	28
6.3 Engagements d'apport.....	30
6.4 Autres accords dont la Société a connaissance.....	30
7. ÉLÉMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE 31	
7.1 Structure du capital de la Société	31
7.2 Situation des bénéficiaires d'attribution gratuite d'actions	32
7.3 Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et au transfert d'actions.....	33
7.3.1 Obligation de déclaration en matière de franchissements de seuils	33
7.3.2 Transferts d'actions	33
7.4 Conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L.233-11 du code de commerce.....	33
7.5 Participations directes et indirectes dans le capital de la Société dont elle a connaissance en vertu des articles L. 233-7 et L. 233-12 du Code de commerce	33

7.6	Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci	33
7.7	Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier	34
7.8	Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote	34
7.9	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts de la Société	34
7.9.1	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration	34
7.9.2	Modification des statuts de la Société	35
7.10	Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres	35
7.11	Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société, sauf si cette divulgation, hors les cas d'obligation légale de divulgation, porterait gravement atteinte à ses intérêts	36
7.12	Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration, la direction générale ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique d'achat ou d'échange	36
7.13	Mesures susceptibles de faire échouer l'Offre que la Société a mises en œuvre ou décide de mettre en œuvre	36
8.	RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT	37
9.	MODALITÉS DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIÉTÉ	38
10.	PERSONNE QUI ASSUME LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE EN RÉPONSE	39

1. RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES ET CONDITIONS DE L'OFFRE

1.1 Présentation de l'Offre

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 233-1, 2° et 234-2 du règlement général de l'AMF, Groupe Spie batignolles, société par actions simplifiée au capital social de 38.810.620 euros, dont le siège social est situé 157 avenue Charles de Gaulle – 92200 Neuilly-sur-Seine, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Nanterre sous le numéro 844 936 781 (l'« **Initiateur** »), s'engage de manière irrévocable auprès des actionnaires de Compagnie Industrielle et Financière d'Entreprises (C.I.F.E.), société anonyme à conseil d'administration au capital social de 24.000.000 euros, dont le siège social est situé Immeuble Challenge 92 - 101 avenue François Arago – 92000 Nanterre, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Nanterre sous le numéro 855 800 413 et dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment C du marché réglementé d'Euronext Paris (« **Euronext Paris** ») sous le code ISIN FR0000066219 - INFE (« **C.I.F.E.** » ou la « **Société** »), à acquérir la totalité de leurs actions ordinaires C.I.F.E. au Prix de l'Offre, soit soixante-et-un (61,00) euros par action de la Société. Cette offre sera réalisée selon la procédure simplifiée régie par les articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF (l'« **Offre** »). Les termes et conditions de l'Offre sont stipulés dans la note d'information de l'Initiateur en date du 19 mars 2024 (la « **Note d'Information** »).

Le dépôt de l'Offre fait suite à l'acquisition, par l'Initiateur, au Prix de l'Offre, le 22 janvier 2024 :

- de 654.500 actions de la Société, représentant 54,54% du capital et des droits de vote théoriques de la Société, auprès de la société Embregour (telle que visée à la section 1.2.1 de la présente Note en Réponse) ;
- de 100.037 actions de la Société, représentant 8,34% du capital et des droits de vote théoriques de la Société, auprès de 9 membres du groupe familial Tardy (tels que visés à la section 1.2.1 de la présente Note en Réponse) ;

représentant, au total, 754.537 actions de la Société, soit 62,88% du capital social et des droits de vote théoriques de la Société (l'« **Acquisition du Bloc de Contrôle** »)¹, détenues par l'Initiateur à la date du dépôt du projet d'Offre le 26 février 2024.

L'Initiateur a indiqué ne pas agir de concert avec un tiers ou un actionnaire de la Société.

L'Initiateur a par ailleurs acquis 126.425 actions de la Société (représentant 10,54% de son capital social et ses droits de vote théoriques) entre le 27 février 2024 (inclus) et le 4 mars 2024 (inclus) au Prix de l'Offre en application de l'article 231-38 IV du règlement général de l'AMF (les « **Acquisitions Complémentaires** »), conformément à l'intention qu'il avait exprimée dans le projet de note d'information relatif à l'Offre établi par l'Initiateur et déposé auprès de l'AMF le 26 février 2024 (le « **Projet de Note d'Information** »).

En conséquence, à la date de la présente Note en Réponse, l'Initiateur détient, directement, 880.962 actions de la Société, soit 73,41% du capital social et des droits de votes théoriques de la Société¹.

¹ Sur la base d'un capital social de la Société composé de 1.200.000 actions représentant 1.200.000 droits de vote théoriques, conformément aux dispositions de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

Conformément aux dispositions des articles 234-2 et 231-6 du règlement général de l'AMF, l'Offre porte sur la totalité des actions composant le capital social de la Société non détenues par l'Initiateur à la date de la présente Note en Réponse, soit, à la connaissance de la Société, un nombre total d'actions de la Société égal à 319.038 actions, desquelles doivent être soustraites les 24.045 actions auto-détenues par la Société (qui ne seront pas apportées à l'Offre et qui sont assimilées aux titres détenus par l'Initiateur à la date de la présente Note en Réponse en application de l'article L. 233-9 2° du Code de commerce) (les « **Actions Auto-Détenues** »), soit, à la connaissance de l'Initiateur, un nombre total d'actions de la Société visées par l'Offre égal à 294.993 actions, représentant 24,58% du capital et des droits de vote théoriques de la Société.

Il est précisé que l'Offre ne portera pas sur les 7.663 AGA₂₀₂₃ en cours de période d'acquisition qui font par ailleurs l'objet d'un mécanisme de liquidité décrit à la section 6.2 de la présente Note en Réponse² et qui seront attribuées de manière définitive par transfert d'Actions Auto-Détenues (telles que détaillées à la section 7.2 de la présente Note en Réponse).

En dehors des titres susvisés, il n'existe, à la connaissance de la Société, aucun autre droit, titre de capital ou instrument financier pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société.

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée régie par les articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF. L'Offre sera ouverte pour une durée de dix (10) jours de négociation et sera réalisée par achats sur le marché conformément à l'article 233-2 du règlement général de l'AMF.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, l'Offre est présentée par ODDO BHF SCA, agissant en qualité d'établissement présentateur de l'Offre (l'« **Établissement Présentateur** »). L'Établissement Présentateur garantit également la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

1.2 Contexte et motifs de l'Offre

1.2.1 Contexte de l'Offre

La Société est la société de tête du groupe C.I.F.E. – E.T.P.O. (le « **Groupe C.I.F.E. – E.T.P.O.** »), qui est spécialisé dans le secteur du bâtiment et des travaux publics (BTP) : bâtiments, ouvrages d'art et génie civil, travaux spéciaux, travaux maritimes, fluviaux et sous-marins et développement immobilier.

L'Initiateur est la société de tête du groupe Spie batignolles (le « **Groupe Spie batignolles** »), qui est également spécialisé dans le secteur du bâtiment et des travaux publics (BTP) et plus particulièrement dans les domaines d'expertise suivants : la construction, le génie civil/les fondations, l'énergie, les travaux publics, l'immobilier et les aménagements paysagers et environnementaux.

Créée le 23 décembre 1913 par un groupe d'industriels nantais pour réaliser des travaux maritimes et fluviaux en Basse-Loire, Entreprise de Travaux Publics de l'Ouest (ETPO) est contrôlée historiquement par le groupe familial Tardy. La Société est cotée sur le marché réglementé d'Euronext Paris et était,

² Etant toutefois précisé que les AGA₂₀₂₃ peuvent devenir disponibles par anticipation sous certaines circonstances (tels que le décès ou l'invalidité du bénéficiaire), conformément à la réglementation applicable.

avant l'Acquisition du Bloc de Contrôle, contrôlée par le groupe familial Tardy par l'intermédiaire de la société holding Embregour SAS³ (« **Embregour** »), qui détenait 54,54% du capital et des droits de vote théoriques de la Société.

Le groupe familial Tardy a désigné un conseil pour initier un processus de cession concurrentiel et l'Initiateur a remis une première lettre d'offre indicative en avril 2023.

À la suite de discussions entamées entre les parties prenantes et après une période de diligences, l'Initiateur, qui est le seul à avoir formalisé une offre dans le cadre du processus susvisé, a remis une lettre indicative confirmatoire le 21 septembre 2023 au groupe familial Tardy. Cette lettre visait l'acquisition du périmètre des activités « BTP » du Groupe C.I.F.E. – E.T.P.O., à l'exclusion des activités immobilières et de concession.

Par ailleurs, le conseil d'administration de la Société, lors de sa réunion en date du 5 septembre 2023, a mis en place un comité *ad hoc*, dans la perspective d'une éventuelle Offre, ledit comité étant composé de Monsieur Frédéric Gastaldo (administrateur indépendant), Monsieur Laurent Billes-Garabedian (administrateur indépendant) et Madame Émilie Richaud-Soucaret (administratrice indépendante) avec pour mission, conformément aux dispositions de l'article 261-1 III du règlement général de l'AMF, de (i) recommander au conseil d'administration de la Société la désignation d'un expert indépendant, (ii) assurer le suivi des travaux dudit expert et (iii) préparer un projet d'avis motivé concernant l'Offre, sur la base des travaux de l'expert indépendant (le « **Comité Ad Hoc** »).

Embregour et certains membres du groupe familial Tardy sont entrés en négociation exclusives avec l'Initiateur le 7 novembre 2023 afin de permettre à l'Initiateur d'acquérir un bloc de contrôle majoritaire de la Société, sous réserve notamment de la réalisation de la procédure d'information et de consultation du comité social et économique de E.T.P.O et de la procédure d'information du comité social et économique de Spie batignolles.

Le conseil d'administration de C.I.F.E., réuni le 7 novembre 2023, a accueilli favorablement, et à l'unanimité, le projet d'Acquisition du Bloc de Contrôle ainsi que le projet d'Offre en découlant et a procédé, conformément à l'article 261-1 I, 1°, 2° et 4°, et sur la recommandation du Comité *Ad Hoc*, à la désignation du cabinet Finexsi, représenté par Messieurs Olivier Peronnet et Errick Uzzan, en qualité d'expert indépendant afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre, dans les conditions visées par l'article 262-1 du Règlement Général de l'AMF, par l'Instruction AMF n°2006-08 et la Recommandation AMF n° 2006-15 (l'« **Expert Indépendant** »).

À cette même date, le conseil d'administration de C.I.F.E., tenant compte de la volonté de l'Initiateur d'exclure de son offre les activités immobilières et de concession du Groupe C.I.F.E. – E.T.P.O. a autorisé, conformément à la procédure des conventions règlementées figurant aux articles L. 225-38 et suivants du Code de commerce (seuls les membres indépendants du conseil d'administration de C.I.F.E. se sont prononcés), la conclusion des Conventions de Restructuration (telles que visées à la section 6.1 de la présente Note en Réponse) et, plus globalement, la mise en œuvre du Transfert du Pôle Immobilier, du Transfert AGO5 et de la Distribution de Réserves (tels que visés ci-après).

³ Embregour est une société par actions simplifiée dont le siège social est situé 101 avenue François Arago, 92000 Nanterre, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 789 234 572.

Un communiqué de presse a été publié par la Société le 7 novembre 2023 pour annoncer l'entrée en négociations exclusives entre l'Initiateur et certains membres du groupe familial Tardy, la nomination de l'Expert Indépendant et l'intention de l'Initiateur de déposer un projet d'offre publique d'achat simplifiée sur la totalité des actions de la Société non détenues par ce dernier⁴. L'AMF a en conséquence constaté (cf. D&I 223C1813 du 9 novembre 2023) que cette publication marquait le début de la période de pré-offre visée à l'article 223-34 de son règlement général.

Le comité social et économique de Spie batignolles a été informé du projet d'Acquisition du Bloc de Contrôle et de l'Offre en découlant le 8 novembre 2023.

Le 27 novembre 2023, le comité social et économique de E.T.P.O. a rendu un avis positif sur le projet d'Acquisition du Bloc de Contrôle ainsi que sur le projet d'Offre en découlant.

Embregour, d'une part, et l'Initiateur, d'autre part, ont signé le 4 décembre 2023 un contrat d'acquisition (le « **Contrat d'Acquisition avec Embregour** »), portant sur la cession en numéraire par Embregour à l'Initiateur de 654.500 actions de la Société, représentant 54,54% du capital et des droits de vote théoriques de la Société (les « **Actions Cédées Embregour** »).

L'acquisition des Actions Cédées Embregour était sujette aux conditions suspensives suivantes :

- l'obtention de l'autorisation de l'Autorité de la concurrence française ; et
- la réalisation du Transfert AGO5, du Transfert du Pôle Immobilier et de la Distribution de Réserves (tels que décrits ci-après et conformément aux lettres d'offres soumises par l'Initiateur).

Monsieur Daniel Tardy, Madame Marie-Noëlle Tardy, Monsieur Olivier Tardy, Madame Nicole Durieux (née Tardy), Madame Cécile Janicot (née Tardy), Monsieur Gérard Tardy, Madame Monique Bureau (née Tardy), Monsieur Jules Tardy et Monsieur Adrien Tardy (les « **Cédants Individuels du Groupe Familial Tardy** »), d'une part, et l'Initiateur, d'autre part, ont signé le 4 décembre 2023 un contrat d'acquisition (le « **Contrat d'Acquisition avec le GFT** ») portant sur la cession en numéraire par les Cédants Individuels du Groupe Familial Tardy à l'Initiateur de 100.037 actions de la Société, représentant 8,34% du capital et des droits de vote théoriques de la Société (les « **Actions Cédées GFT** »).

L'acquisition des Actions Cédées GFT était sujette à l'acquisition préalable des Actions Cédées Embregour.

La signature du Contrat d'Acquisition avec Embregour et du Contrat d'Acquisition avec le GFT a fait l'objet d'un communiqué de presse publié par la Société et l'Initiateur le 5 décembre 2023.

Par ailleurs, il était prévu dans le cadre du Contrat d'Acquisition avec Embregour que les opérations suivantes soient réalisées avant l'acquisition des Actions Cédées Embregour :

⁴ A l'exception des 24.045 Actions Auto-Détenues par la Société (représentant 2,00% de son capital social et de ses droits de vote théoriques).

- la sortie totale de l'activité concession, constituée de la participation détenue par AGO5 SAS⁵ (filiale elle-même détenue à 100% par la Société) dans Société Concessionnaire Aéroports du Grand Ouest SAS⁶ à hauteur de 5% de son capital social et de ses droits de vote (le « **Transfert AGO5** ») pour un montant total de 7,88 millions d'euros⁷;
- la cession totale du pôle immobilier du Groupe C.I.F.E. – E.T.P.O., constitué de quatre filiales détenues à 100% par la Société : FWE Co. Inc.⁸, Oceanic Promotion SAS⁹, E.C.G. SARL¹⁰ et Immobilière Sanitat SARL¹¹, d'une créance et d'une dette qui y sont rattachées (le « **Transfert du Pôle Immobilier** ») pour un montant total de 23,12 millions d'euros¹² ; et
- la réalisation d'une distribution exceptionnelle de réserves et primes pour un montant de 44 millions d'euros environ (la « **Distribution de Réserves** »).

En conséquence, dans le cadre du Transfert du Pôle Immobilier, Embregour a conclu, le 7 novembre 2023, six contrats avec la Société (tels que détaillés à la section 6.1 de la présente Note en Réponse).

Embregour a également conclu le 9 novembre 2023 avec la Société un contrat de cession d'actions relatif à l'acquisition des actions AGO5 qui ne seraient pas distribuées lors de l'Assemblée Générale (telle que définie ci-après).

Enfin, la Société a publié le 13 novembre 2023 un avis de réunion à une assemblée générale de la Société appelée à se tenir le 18 décembre 2023 (l'« **Assemblée Générale** ») et prévoyant notamment :

- la réalisation d'une distribution exceptionnelle de réserves d'un montant de 6,57 euros par action de la Société, pouvant être payée au choix de chaque actionnaire de la Société, soit par remise d'une action AGO5 (elle-même valorisée 6,57 euros) soit par le versement de 6,57 euros en numéraire par action de la Société (la « **Distribution n°1** ») ; et
- la réalisation d'une distribution exceptionnelle de réserves d'un montant de 30,09 euros par

⁵ AGO5 est une société par actions simplifiée dont le siège social est situé Immeuble Challenge 92 – 101 avenue François Arago – 92000 Nanterre, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 979 579 760 (ci-après désignée « **AGO5** »).

⁶ Société Concessionnaire Aéroports du Grand Ouest est une société par actions simplifiée dont le siège social est situé Aéroport de Nantes Atlantique – 44340 Bouguenais, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nantes sous le numéro 528 963 952 (ci-après désignée « **S.C.A.G.O. SAS** »).

⁷ Il est précisé que, dans le cadre du Transfert AGO5, la Société a mandaté le cabinet Grant Thornton afin de réaliser une évaluation indépendante de AGO5. Dans la mesure où le cabinet Grant Thornton a remis un éventail très large de valorisations, la Société a considéré que la valeur des actions correspondant à la quote-part des capitaux propres de Société Concessionnaire Aéroports du Grand Ouest (hors subventions d'investissements), telle qu'inscrite dans les comptes consolidés de la Société au 30 juin 2023 dans les titres mis en équivalence, constituait la méthode de valorisation réelle d'AGO5 la plus adéquate au regard du courrier de Grant Thornton du 2 novembre 2023.

⁸ FWE Co., Inc. est une *corporation* de droit californien dont le siège social est situé 10300 4th Street - Suite 100 – Rancho Cucamonga, CA 91730 (USA), immatriculée sous le numéro 1076963 (ci-après désignée « **FWE Co. Inc.** »).

⁹ Oceanic Promotion est une société par actions simplifiée dont le siège social est situé Immeuble Armen - 2 impasse Charles Trenet – 44800 Saint-Herblain, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nantes sous le numéro 355 050 894 (ci-après désignée « **Oceanic Promotion SAS** »).

¹⁰ Société d'Études, Contrôle et Gestion (E.C.G.) est une société à responsabilité limitée dont le siège social est situé Immeuble Armen - 2 impasse Charles Trenet – 44800 Saint-Herblain, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nantes sous le numéro 868 801 598 (ci-après désignée « **E.C.G. SARL** »).

¹¹ Immobilière Sanitat est une société à responsabilité limitée dont le siège social est situé Immeuble Armen - 2 impasse Charles Trenet – 44800 Saint-Herblain, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nantes sous le numéro 343 254 496 (ci-après désignée « **Immobilière Sanitat SARL** »).

¹² Sous réserve de l'évolution des montants des dettes et créances dans le cadre du cours normal des affaires jusqu'à la date de réalisation effective du Transfert du Pôle Immobilier. Il est précisé que, dans le cadre du Transfert du Pôle Immobilier, la valeur des actifs cédés résulte de l'évaluation indépendante réalisée par le cabinet KPMG, qui a spécifiquement été mandaté par la Société à cet effet.

action de la Société, payée en numéraire (la « **Distribution n°2** »).

L'Assemblée Générale réunie le 18 décembre 2023 a approuvé l'ensemble des résolutions et notamment la Distribution n°1, la Distribution n°2 et la ratification de l'ensemble des Conventions de Restructuration au titre du régime légal des conventions règlementées.

Conformément à ce qui était prévu aux termes des résolutions adoptées par l'Assemblée Générale, la Société a procédé le 17 janvier 2024 :

- à la mise en paiement de la Distribution n°1, réalisée (i) par distribution de réserves en numéraire d'un montant de 6,57 euros par action de la Société au profit des actionnaires de la Société ayant choisi un paiement en numéraire (22,3% des actionnaires) à hauteur d'un montant total de 1,72 M€ et (ii) par distribution d'une action AGO5 (elle-même valorisée 6,57 euros) par action de la Société au profit des actionnaires de la Société ayant choisi un paiement en nature (77,7% des actionnaires, en ce compris Embregour) à hauteur de 910.446 actions AGO5 (soit un montant total d'environ 5,98 M€), représentant 75,87% du capital et des droits de vote de cette dernière ; et
- à la mise en paiement de la Distribution n°2, réalisée par distribution de réserves en numéraire d'un montant de 30,09 euros par action de la Société au profit des actionnaires de cette dernière, soit un montant total d'environ 35,26 M€.

Par ailleurs, le 17 janvier 2024 également, et conformément aux Conventions de Restructuration, le Transfert du Pôle Immobilier a été réalisé définitivement (tel que détaillé à la section 6.1 de la présente Note en Réponse).

En conséquence, depuis le 17 janvier 2024, Embregour détient 100% du capital et des droits de vote de FWE Co. Inc., Oceanic Promotion SAS, E.C.G. SARL et Immobilière Sanitat SARL, ainsi que l'ensemble des créances et/ou dettes existants entre la Société et lesdites filiales. Par ailleurs, depuis cette date également, la Société ne détient plus aucun titre émis par AGO5.

À la suite de la réalisation de la Distribution de Réserves, du Transfert du Pôle Immobilier et du Transfert AGO5, ainsi que de l'obtention de l'autorisation de l'Autorité de la concurrence française le 22 décembre 2023, la réalisation définitive de la cession des Actions Embregour et des Actions GFT a eu lieu le 22 janvier 2024. En conséquence de cette Acquisition du Bloc de Contrôle, le 22 janvier 2024, l'Initiateur détient 754.537 actions de la Société, soit 62,88% du capital social et des droits de vote théoriques de la Société¹³.

L'Acquisition du Bloc de Contrôle a fait l'objet d'un communiqué de presse de la Société le 22 janvier 2024.

L'Initiateur a franchi à la hausse les seuils de 30% du capital et des droits de vote de la Société, déclenchant, en application des dispositions de l'article 234-2 du règlement général de l'AMF, l'obligation de déposer un projet d'offre publique d'achat sur les titres de la Société qu'il ne détient pas encore.

¹³ Sur la base d'un capital social de la Société composé de 1.200.000 actions représentant 1.200.000 droits de vote théoriques, conformément aux dispositions de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

Dans ce contexte, l'Établissement Présentateur a déposé le 26 février 2024, pour le compte de l'Initiateur, le Projet de Note d'Information relatif à l'Offre conformément aux articles 233-1, 2° et 234-2 du règlement général de l'AMF.

Le Conseil d'administration de la Société s'est prononcé par ailleurs le 26 février 2024 sur l'intérêt de l'Offre et sur ses conséquences pour la Société, ses actionnaires et ses salariés, au vu notamment des conclusions du rapport de l'Expert Indépendant. L'avis motivé du Conseil d'administration de la Société et le rapport de l'Expert Indépendant figurent dans la présente Note en Réponse.

Au résultat de l'Acquisition du Bloc de Contrôle et des Acquisitions Complémentaires, le capital de la Société est réparti ainsi qu'il est exposé en section 7.1 de la présente Note en Réponse.

1.2.2 Motifs de l'Offre

L'Offre, outre le fait qu'elle présente un caractère obligatoire dans la mesure où elle résulte de l'Acquisition du Bloc de Contrôle par l'Initiateur, a pour but d'élargir l'offre du Groupe Spie batignolles sur des segments où il est historiquement moins actif (par exemple, les travaux fluviaux et sous-marins), ainsi que d'étendre la présence territoriale du Groupe Spie batignolles, notamment à l'international. L'Acquisition du Bloc de Contrôle et l'Offre permettront également au Groupe Spie batignolles d'accroître sa capacité à fournir des solutions plus intégrées à un plus large éventail de clients dans divers secteurs. En outre, cela permettra au groupe C.I.F.E. – E.T.P.O. de se recentrer sur ses activités BTP, de poursuivre son expansion et de bénéficier de synergies commerciales liées à l'accès à des marchés plus importants par le biais de son intégration au sein du Groupe Spie batignolles.

1.3 Rappels des principaux termes de l'Offre

1.3.1 Termes de l'Offre

En application de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, l'Établissement Présentateur, agissant pour le compte de l'Initiateur, a déposé auprès de l'AMF, le 26 février 2024, le projet d'Offre sous la forme d'une offre publique d'achat simplifiée portant sur l'intégralité des actions composant le capital social de la Société non encore détenues au jour du dépôt du projet d'Offre par l'Initiateur (voir section 1.3.3 pour plus d'informations sur le nombre d'actions de la Société effectivement visées par l'Offre), à l'exception de certaines actions visées notamment à cette même section 1.3.3 de la présente Note en Réponse.

Un communiqué de presse comportant les principaux éléments de l'Offre a été diffusé par l'Initiateur le 26 février 2024 et un avis de dépôt a été publié par l'AMF sur son site internet (www.amf-france.org) le même jour.

L'Offre, qui revêt un caractère obligatoire, sera réalisée selon la procédure simplifiée régie par les articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

L'Offre sera ouverte pour une durée de dix (10) jours de négociation et sera réalisée par achats sur le marché conformément à l'article 233-2 du règlement général de l'AMF.

L'Initiateur s'engage irrévocablement à acquérir, auprès des actionnaires de la Société, toutes les actions qui seront apportées à l'Offre, au prix de soixante et un (61,00) euros par action de la Société, pendant une période de dix (10) jours de négociation. Il est précisé, en tant que de besoin, que ce prix tient compte de la Distribution n°1 et la Distribution n°2 qui ont permis aux actionnaires de la Société d'obtenir 36,66 euros par action de la Société et qui ont été mises en paiement le 17 janvier 2024.

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF et Euronext Paris publieront respectivement un avis d'ouverture et de calendrier et un avis annonçant les modalités de l'Offre et son calendrier.

L'attention des actionnaires de la Société est attirée sur le fait que l'Offre étant réalisée selon la procédure simplifiée, l'Offre ne sera pas réouverte à la suite de la publication du résultat définitif.

1.3.2 Modalités de dépôt de l'Offre

L'AMF a publié le 19 mars 2024 sur son site internet (www.amf-france.org) une déclaration de conformité concernant l'Offre après s'être assurée de la conformité de l'Offre aux dispositions légales et réglementaires qui lui sont applicables. En application de l'article 231-23 du règlement général de l'AMF, cette déclaration de conformité emporte visa de la présente Note en Réponse par l'AMF.

La Note en Réponse ayant ainsi reçu le visa de l'AMF, ainsi que le document « Autres Informations » relatif aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société, ont été, conformément aux dispositions des articles 231-27 et 231-28 du règlement général de l'AMF, déposés à l'AMF et seront tenus gratuitement à la disposition du public au siège social de la Société, de l'Initiateur et auprès de l'Établissement Présentateur, au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre.

Ces documents seront également disponibles sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org), de la Société (www.groupe-etpo.fr/investisseurs/), et de Groupe Spie batignolles (<https://www.spiebatignolles.fr/>).

Un communiqué de presse précisant les modalités de mise à disposition de ces documents sera publié au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre.

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF publiera un avis d'ouverture et de calendrier de l'Offre, et Euronext Paris publiera un avis rappelant la teneur de l'Offre et annonçant le calendrier et les principales caractéristiques de l'Offre.

1.3.3 Nombre d'actions susceptibles d'être apportées à l'Offre

A la date de la présente Note en Réponse, l'Initiateur détient directement 880.962 actions de la Société représentant 73,41% du capital et des droits de vote théoriques de la Société, auquel il convient d'ajouter, en application de l'article L. 233-9 2° du Code de commerce, les 24.045 actions auto-détenues par la Société, représentant 2,00% de son capital et ses droits de vote théoriques, permettant ainsi à l'Initiateur de détenir au total 905.007 actions de la Société, représentant 75,42% de son capital et de ses droits de vote théoriques.

Conformément à l'article 231-6 du règlement général de l'AMF, l'Offre porte sur l'intégralité des

actions composant le capital social de la Société non détenues directement (soit 880.962 actions de la Société) et indirectement (soit 24.045 Actions Auto-Détenues) par l'Initiateur à la date du dépôt du projet d'Offre, soit sur la base du capital social de la Société à la date de la présente Note en Réponse, un nombre maximum de 294.993 actions de la Société, représentant 24,58% du capital et des droits de vote théoriques de la Société.

Il est précisé que l'Offre ne portera pas sur les 7.663 AGA₂₀₂₃ en cours de période d'acquisition qui font par ailleurs l'objet d'un mécanisme de liquidité décrit à la section 6.2 de la présente Note en Réponse¹⁴ et qui seront attribuées de manière définitive par transfert d'Actions Auto-Détenues (telles que détaillées à la section 7.2 de la présente Note en Réponse).

En dehors des titres susvisés, il n'existe, à la connaissance de la Société, aucun autre droit, titre de capital ou instrument financier pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société.

La procédure d'apport à l'Offre est décrite plus amplement à la section 2.6 de la Note d'Information.

1.3.4 Intention de l'Initiateur en matière de retrait obligatoire

Il est rappelé par la Société que l'Initiateur a indiqué qu'il n'a pas l'intention de demander à l'AMF la mise en œuvre, dans un délai de trois (3) mois à compter de la clôture de l'Offre, d'une procédure de retrait obligatoire conformément aux dispositions de l'article L. 433-4, II du Code monétaire et financier et des articles 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF afin de se voir transférer les actions de la Société qui ne seraient pas apportées à l'Offre.

En conséquence, à l'issue de l'Offre, les actions de la Société resteront cotées sur le marché réglementé d'Euronext Paris.

1.4 Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

L'Offre est faite exclusivement en France.

1.4.1 Information à l'attention des actionnaires situés à l'étranger

Aucun document relatif à l'Offre n'est destiné à être diffusé dans les pays autres que la France. Le Projet de Note en Réponse, la présente Note en Réponse, et tout autre document relatif à l'Offre ne constituent pas une offre en vue de vendre, d'échanger ou d'acquérir des titres financiers ou une sollicitation en vue d'une telle offre dans un quelconque pays où ce type d'offre ou de sollicitation serait illégale ou à l'adresse de quelqu'un envers qui une telle offre ne pourrait être valablement faite. Les actionnaires de la Société situés ailleurs qu'en France ne peuvent participer à l'Offre que dans la mesure où une telle participation est autorisée par le droit local auquel ils sont soumis, sans qu'aucune formalité ou publicité ne soit requise de la part de l'Initiateur.

L'Offre n'est pas faite à des personnes soumises à de telles restrictions, directement ou indirectement, et ne pourra d'aucune façon faire l'objet d'une acceptation depuis un pays dans lequel l'Offre fait l'objet

¹⁴ Etant toutefois rappelé que les AGA₂₀₂₃ peuvent devenir disponibles par anticipation sous certaines circonstances (tels que le décès ou l'invalidité du bénéficiaire), conformément à la réglementation applicable.

de restrictions.

Les personnes venant à entrer en possession du Projet de Note en Réponse, de la présente Note en Réponse ou de tout autre document relatif à l'Offre doivent se tenir informées des restrictions légales ou réglementaires applicables et les respecter. Le non-respect de ces restrictions est susceptible de constituer une violation des lois et règlements applicables en matière boursière dans certains pays.

L'Initiateur décline toute responsabilité en cas de violation par toute personne située hors de France des restrictions légales ou réglementaires étrangères qui lui sont applicables.

1.4.2 Information à l'attention des actionnaires situés aux États-Unis

Aucun document relatif à l'Offre, y compris le Projet de Note en Réponse et la présente Note en Réponse, ne constitue une extension de l'Offre aux États-Unis et l'Offre n'est pas faite, directement ou indirectement, aux États-Unis, à des personnes ayant résidence aux États-Unis ou « *US persons* » (au sens du Règlement S pris en vertu de l'*U.S. Securities Act* de 1933 tel que modifié), par les moyens des services postaux ou par tout moyen de communication ou instrument de commerce (y compris, sans limitation, la transmission par télécopie, télex, téléphone ou courrier électronique) des États-Unis ou par l'intermédiaire des services d'une bourse de valeurs des États-Unis. En conséquence, aucun exemplaire ou copie du Projet de Note en Réponse ou de la présente Note en Réponse, et aucun autre document relatif au Projet de Note en Réponse, à la présente Note en Réponse ou à l'Offre, ne pourra être envoyé par courrier, ni communiqué et diffusé par un intermédiaire ou toute autre personne aux États-Unis de quelque manière que ce soit.

Aucun actionnaire de la Société ne pourra apporter ses actions à l'Offre s'il n'est pas en mesure de déclarer (i) qu'il n'est pas une « *US Person* », (ii) qu'il n'a pas reçu aux États-Unis de copie du Projet de Note en Réponse, de la présente Note en Réponse ou de tout autre document relatif à l'Offre, et qu'il n'a pas envoyé de tels documents aux États-Unis, (iii) qu'il n'a pas utilisé, directement ou indirectement, les services postaux, les moyens de télécommunications ou autres instruments de commerce ou les services d'une bourse de valeurs des États-Unis en relation avec l'Offre, (iv) qu'il n'était pas sur le territoire des États-Unis lorsqu'il a accepté les termes de l'Offre, ou transmis son ordre d'apport de titres, et (v) qu'il n'est ni agent ni mandataire agissant pour un mandant autre qu'un mandant lui ayant communiqué ses instructions en dehors des États-Unis. Les intermédiaires habilités ne pourront pas accepter les ordres d'apport de titres qui n'auront pas été effectués en conformité avec les dispositions ci-dessus à l'exception de toute autorisation ou instruction contraire de ou pour le compte de l'Initiateur, à la discrétion de ce dernier. Toute acceptation de l'Offre dont on pourrait supposer qu'elle résulterait d'une violation de ces restrictions serait réputée nulle.

Le Projet de Note en Réponse et la présente Note en Réponse ne constituent ni une offre d'achat ou de vente ni une sollicitation d'un ordre d'achat ou de vente de valeurs mobilières aux États-Unis et n'a pas été soumise à la *Securities and Exchange Commission* des États-Unis.

Pour les besoins des deux paragraphes précédents, on entend par États-Unis, les États-Unis d'Amérique, leurs territoires et possessions, ou l'un quelconque de ses États et le District de Columbia.

2. AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIÉTÉ

2.1 Composition du conseil d'administration de la Société

Le conseil d'administration de la Société est actuellement composé de 9 administrateurs (dont 3 indépendants) comme suit :

Nom	Mandat Social	Catégorie
Monsieur Jean-Charles ROBIN	Président du Conseil d'administration	Spie batignolles
Monsieur Olivier TARDY	Administrateur et Directeur général de la Société	Famille Tardy
Monsieur Patrick ZULIAN	Administrateur	Spie batignolles
Madame Aude MAURY	Administrateur	Spie batignolles
Madame Frédérique SALOU	Administrateur	Spie batignolles
Madame Élisabeth BOCCARA-SMADJA	Administrateur	Spie batignolles
Monsieur Laurent BILLES-GARABEDIAN	Administrateur	Indépendant
Madame Émilie RICHAUD-SOUCARET	Administrateur	Indépendant
Monsieur Frédéric GASTALDO	Administrateur	Indépendant

2.2 Rappel des décisions préalables du conseil d'administration de la Société

Le conseil d'administration de la Société, réuni le 5 septembre 2023, a mis en place un comité *ad hoc* composé de Monsieur Frédéric Gastaldo (administrateur indépendant) qui a également été nommé président du Comité, Monsieur Laurent Billes-Garabedian (administrateur indépendant), Madame Émilie Richaud-Soucaret (administratrice indépendante), conformément à la recommandation de l'AMF n°2006-15 relative à l'expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières (comité *ad hoc* composé de membres indépendants) et à la recommandation R7 du code Middlednext, à l'effet de (i) recommander un expert indépendant en vue de sa désignation par le conseil d'administration de la Société, (ii) déterminer l'étendue de sa mission et (iii) assurer le suivi de ses travaux dans la perspective de l'avis motivé du conseil d'administration de la Société sur l'Offre et ses conséquences pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Le conseil d'administration de la Société, réuni le 7 novembre 2023, a :

- sur la base de la recommandation du Comité *ad hoc*, désigné le cabinet Finexsi, représenté par Monsieur Errick Uzzan et Monsieur Olivier Peronnet, en qualité d'expert indépendant à charge d'émettre, en application des dispositions de l'article 261-1, I 1°, 2° et 4° du règlement général de l'AMF, un rapport incluant une attestation d'équité sur les conditions financières de l'Offre ; et
- accueilli favorablement le principe du projet d'Acquisition du Bloc de Contrôle et du projet d'Offre qui en découle.

L'accueil favorable du principe du projet d'Acquisition du Bloc de Contrôle et du projet d'Offre par le conseil d'administration de la Société et la nomination du cabinet Finexsi en qualité d'Expert Indépendant ont été annoncés par voie de communiqué de presse publié le 7 novembre 2023.

2.3 Avis motivé du conseil d'administration de la Société

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, les membres du conseil d'administration se sont réunis, le 26 février 2024, sur convocation du président du conseil d'administration, conformément aux statuts de la Société, à l'effet (i) d'examiner le projet d'Offre déposé par l'Initiateur visant les actions non détenues par ce dernier et (ii) de rendre un avis motivé sur l'intérêt de l'Offre et conséquences pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Il est précisé que Monsieur Olivier Tardy, Monsieur Jean-Charles Robin, Monsieur Patrick Zulian, Madame Aude Maury, Madame Frédérique Salou et Madame Élisabeth Boccara-Smadja étant intéressés du fait de leurs liens avec l'Initiateur, ils se sont engagés à voter conformément au sens du vote dégagé par le vote de la majorité des membres du Conseil d'administration ne se trouvant pas en situation de conflit d'intérêts au regard de l'Offre, afin d'éviter tout potentiel conflit d'intérêts et permettre de réunir le quorum nécessaire pour la validité des délibérations du Conseil d'administration.

Tous les membres du conseil d'administration de la Société étaient présents ou représentés. Les débats et le vote sur l'avis motivé du conseil d'administration se sont tenus sous la présidence de Monsieur Jean-Charles Robin, en sa qualité de président du conseil d'administration de la Société.

L'avis motivé du conseil d'administration de la Société a été adopté à l'unanimité de ses membres.

La délibération du conseil d'administration de la Société contenant l'avis motivé est reproduite ci-dessous *in extenso* :

*« Le président du conseil d'administration de la Société (le « **Président** ») rappelle aux membres du conseil d'administration de la Société (le « **Conseil** ») qu'ils ont été convoqués ce jour à l'effet notamment, conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** »), de rendre un avis motivé sur l'intérêt que représente, ainsi que sur les conséquences qu'aurait pour la Société, ses actionnaires et ses salariés, le projet d'offre publique d'achat simplifiée (l'« **Offre** ») visant les actions de la Société à un prix de soixante-et-un (61,00) euros par action de la Société (le « **Prix de l'Offre** »), initiée par la société Groupe Spie batignolles (l'« **Initiateur** »).*

Préalablement à la réunion de ce jour, les membres du Conseil ont pu prendre connaissance des documents suivants, afin de leur permettre d'émettre un avis motivé :

- *le communiqué de presse conjoint publié le 22 janvier 2024 ;*
- *le projet de note d'information de l'Initiateur, destiné à être déposé auprès de l'AMF ce jour concomitamment au dépôt du projet de note en réponse de la Société, contenant notamment les motifs de l'Offre, les intentions de l'Initiateur, les termes et modalités de l'Offre (dont un calendrier indicatif), ainsi que les éléments d'appréciation du prix de l'Offre établis par l'établissement présentateur de l'Offre (ODDO BHF SCA) (le « **Projet de Note d'Information** ») ;*

- le projet de note en réponse établi par la Société, destiné à être déposé auprès de l'AMF ce jour (le « **Projet de Note en Réponse** ») et le projet de communiqué de presse normé y relatif (le « **Projet de CP Normé** ») ;
- le rapport du cabinet Finexsi, agissant en qualité d'expert indépendant, désigné en application des dispositions de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF et représenté par Monsieur Errick Uzzan et Monsieur Olivier Peronnet, qui conclut au caractère équitable des conditions financières de l'Offre.

Les membres du Conseil ont également eu communication du projet de document « *Autres Informations* » relatif aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société.

Le Président indique que Monsieur Olivier Tardy, Monsieur Patrick Zulian, Madame Aude Maury, Madame Frédérique Salou et Madame Élisabeth Boccara-Smadja et lui-même étant intéressés du fait de leurs liens avec l'Initiateur, ils se sont engagés à voter conformément au sens du vote dégagé par le vote de la majorité des membres du Conseil ne se trouvant pas en situation de conflit d'intérêts au regard de l'Offre, afin d'éviter tout potentiel conflit d'intérêts et permettre de réunir le quorum nécessaire pour la validité des délibérations du Conseil.

Rappel des termes de l'Offre :

Le Président rappelle que le dépôt de l'Offre fait suite à l'acquisition, par l'Initiateur, au Prix de l'Offre, le 22 janvier 2024 :

- de 654.500 actions de la Société, représentant 54,54% du capital et des droits de vote théoriques de la Société, auprès de la société Embregour ; et
- de 100.037 actions de la Société, représentant 8,34% du capital et des droits de vote théoriques de la Société, auprès de 9 membres du groupe familial Tardy ;

représentant, au total, 754.537 actions de la Société, soit 62,88% du capital social et des droits de vote théoriques de la Société (l'« **Acquisition du Bloc de Contrôle** »)¹⁵, détenues par l'Initiateur à la date des présentes.

Conformément aux dispositions des articles 234-2 et 231-6 du règlement général de l'AMF, l'Offre porte sur la totalité des actions composant le capital social de la Société non détenues par l'Initiateur à la date du Projet de Note d'Information, soit, à la connaissance de l'Initiateur, un nombre total d'actions de la Société égal à 445.463 actions, desquelles doivent être soustraites les 24.045 actions auto-détenues par la Société (qui ne seront pas apportées à l'Offre et qui sont assimilées aux titres détenus par l'Initiateur à la date du Projet de Note d'Information en application de l'article L. 233-9 2° du Code de commerce) (les « **Actions Auto-Détenues** »), soit, à la connaissance de l'Initiateur, un nombre total d'actions de la Société visées par l'Offre égal à 421.418 actions, représentant 35,12% du capital et des droits de vote théoriques de la Société.

Il est précisé que l'Offre ne portera pas sur les 7.663 AGA₂₀₂₃ en cours de période d'acquisition qui font par ailleurs l'objet d'un mécanisme de liquidité décrit à la section 1.4.3 du Projet de Note d'Information¹⁶ et qui seront attribuées de manière définitive par transfert d'Actions Auto-Détenues

¹⁵ Sur la base d'un capital social de la Société composé de 1.200.000 actions représentant 1.200.000 droits de vote théoriques, conformément aux dispositions de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

¹⁶ Etant toutefois précisé que les AGA₂₀₂₃ peuvent devenir disponibles par anticipation sous certaines circonstances (tels que le décès ou l'invalidité du bénéficiaire), conformément à la réglementation applicable.

(telles que détaillées à la section 1.2.6 du Projet de Note d'Information).

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, l'Offre est présentée par ODDO BHF SCA, agissant en qualité d'établissement présentateur de l'Offre (l'« **Établissement Présentateur** »). L'Établissement Présentateur garantit également la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

L'Offre, qui revêt un caractère obligatoire, sera réalisée selon la procédure simplifiée régie par les articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

L'Offre sera ouverte pour une durée de dix (10) jours de négociation et sera réalisée par achats sur le marché conformément à l'article 233-2 du règlement général de l'AMF.

Le Président indique enfin que l'ensemble des principaux termes et conditions du projet d'Offre sont exposés dans le Projet de Note d'Information préparé par l'Initiateur.

La constitution du Comité ad hoc :

Le Président rappelle que, conformément à l'article 261-1 III du règlement général de l'AMF et aux meilleures pratiques de gouvernance, le Conseil a constitué en son sein un comité ad hoc ayant pour mission, dans le cadre du projet d'Offre, (i) de proposer la désignation d'un expert indépendant chargé d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre, (ii) d'assurer le suivi des travaux dudit expert indépendant et (iii) de préparer un projet d'avis motivé sur le projet d'Offre au Conseil.

Le Conseil, réuni le 5 septembre 2023, a ainsi mis en place un comité ad hoc composé de Monsieur Frédéric Gastaldo (administrateur indépendant), qui a également été nommé président du Comité, Monsieur Laurent Billes-Garabedian (administrateur indépendant) et Madame Émilie Richaud-Soucaret (administratrice indépendante), conformément à la recommandation de l'AMF n°2006-15 relative à l'expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières (comité ad hoc composé de membres indépendants) et à la recommandation R7 du code Middlenext (le « **Comité** »), étant précisé que Monsieur Olivier Tardy, Monsieur Daniel Tardy, Embregour SAS et Madame Nicole Durieux ont souhaité ne pas prendre part au vote compte tenu du conflit d'intérêts dans lequel ils se trouvaient.

Les travaux du Comité ad hoc et de l'Expert Indépendant :

Monsieur Frédéric Gastaldo, en sa qualité de président du Comité, rend ensuite compte de sa mission et résume les travaux accomplis par le Comité.

Désignation de l'expert indépendant

Il est rappelé que l'Offre requiert, en application de l'article 261-1, I, 1°, 2° et 4° du règlement général de l'AMF, la désignation d'un expert indépendant ayant pour mission de préparer un rapport sur les conditions financières du projet d'Offre.

Le Comité a examiné les profils et l'expérience de plusieurs cabinets identifiés comme pouvant répondre aux critères de compétence et d'indépendance requis par la réglementation applicable. Trois cabinets ont été retenus en tenant compte notamment de (i) leur notoriété, (ii) leur compétence, (iii) leur implication dans des opérations récentes, (iv) l'absence de conflit d'intérêts et (v) l'absence de procédures judiciaires à leur encontre.

Après examen de leurs propositions de mission, leur expertise, leur approche de la mission, leurs références récentes, leur compréhension de l'activité de la Société et de l'opération envisagée, du volume d'heures de travail pressenti ainsi que des honoraires proposés et plus généralement, après analyse et comparaison des offres reçues de la part des experts indépendants sélectionnés, la

proposition retenue par le Comité sur la base de l'ensemble de ces critères a été celle du cabinet Finexsi, représenté par Monsieur Errick Uzzan et Monsieur Olivier Peronnet.

Le cabinet Finexsi, par l'intermédiaire de Monsieur Errick Uzzan et Monsieur Olivier Peronnet, a confirmé ne pas être en conflit d'intérêts avec les différents intervenants et disposer de moyens matériels suffisants et de disponibilité pour réaliser sa mission.

*En conséquence, sur recommandation du Comité, le Conseil, lors de sa réunion du 7 novembre 2023, a décidé de nommer le cabinet Finexsi, représenté par Monsieur Errick Uzzan et Monsieur Olivier Peronnet, en qualité d'expert indépendant, afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre sur le fondement de l'article 261-1, I, 1° 2° et 4° du règlement général de l'AMF (l'« **Expert Indépendant** »).*

Suivi des travaux de l'Expert Indépendant par le Comité :

Depuis sa mise en place par le Conseil, le Comité s'est réuni à plusieurs reprises pour les besoins de sa mission. Les membres du Comité ont échangé avec l'Expert Indépendant et le conseil juridique de la Société dans le cadre de réunions régulièrement convoquées et lors d'échanges informels.

Le Comité a participé à des réunions de travail avec les membres du cabinet Finexsi, dont Monsieur Errick Uzzan et Monsieur Olivier Peronnet, afin de suivre les travaux de l'Expert Indépendant dans le cadre de l'Offre et de s'assurer que celui-ci avait en sa possession l'ensemble des informations utiles pour l'exécution de sa mission et était en mesure de mener ses travaux dans des conditions satisfaisantes et dans le calendrier envisagé.

De manière générale, le détail des interactions entre les membres du Comité et l'Expert Indépendant figure en annexe au rapport de l'Expert Indépendant.

Le Comité indique ne pas avoir eu connaissance d'éléments de nature à remettre en cause le bon déroulement des travaux de l'Expert Indépendant.

Le Comité indique également que la Société, le Comité et l'Expert Indépendant ont reçu des observations écrites de la part d'actionnaires minoritaires sur l'Offre, au travers d'un premier courriel en date du 20 novembre 2023 et par courrier en date du 4 décembre 2023. Le détail des demandes et des réponses apportées par la Société et, le cas échéant, par son conseil juridique, figure à la section 9 du rapport de l'Expert Indépendant.

Travaux et conclusion de l'Expert Indépendant :

Le Président présente au Conseil les conclusions du rapport d'expertise indépendante sur les conditions de l'Offre préparé par les équipes du cabinet Finexsi, représenté par Monsieur Errick Uzzan et Monsieur Olivier Peronnet.

Il est rappelé que la direction de la Société, l'Établissement Présentateur et les conseils juridiques et financiers de la Société se sont réunis à plusieurs reprises afin de lui fournir des informations.

L'Expert Indépendant a eu accès à l'ensemble des accords connexes mentionnés dans son rapport et indique que : « L'examen des accords pouvant avoir une influence significative sur l'appréciation de l'Offre, à savoir les contrats de cession du Bloc de Contrôle et les contrats de liquidité offerts aux porteurs d'actions gratuites, ne fait pas apparaître selon nous de dispositions de nature à remettre en cause le caractère équitable de l'Offre d'un point de vue financier. ».

En conclusion, l'Expert Indépendant indique que : « Sur la base de ces éléments d'appréciation, nous sommes d'avis que le prix retenu pour l'Offre de 61,0 € par action est équitable d'un point de vue

financier pour les actionnaires de C.I.F.E. ».

Mesures susceptibles de faire échouer l'Offre mises en place par la Société

Le Président indique que la Société n'a pris aucune décision pouvant être qualifiée de mesures susceptibles de faire échouer l'Offre et que le Conseil a, dès sa réunion du 7 novembre 2023, accueilli favorablement le principe du projet d'Acquisition du Bloc de Contrôle et du projet d'Offre qui en découle.

Conclusions et recommandation du Comité ad hoc :

Le Président indique que le Comité a pris acte des éléments qui résultent des intentions et objectifs déclarés par l'Initiateur dans son Projet de Note d'Information. Le Comité a examiné l'intérêt de l'Offre pour la Société, pour les actionnaires et pour les salariés et a finalisé sa recommandation au Conseil au regard notamment de l'ensemble de ses travaux et du projet de rapport de l'Expert Indépendant. Il en communique les termes aux membres du Conseil.

S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour la Société :

Le Comité relève, outre le fait que l'Offre présente un caractère obligatoire dans la mesure où elle résulte de l'Acquisition du Bloc de Contrôle par l'Initiateur, que :

- le rapprochement entre le groupe Spie batignolles et le groupe C.I.F.E. – E.T.P.O. a notamment pour but d'élargir l'offre du groupe Spie batignolles sur des segments où il est historiquement moins actif (par exemple, les travaux fluviaux et sous-marins), ainsi que d'étendre la présence territoriale du groupe Spie batignolles, notamment à l'international et ainsi permettra au groupe C.I.F.E. – E.T.P.O. de se recentrer sur ses activités BTP, de poursuivre son expansion et de bénéficier de synergies commerciales liées à l'accès à des marchés plus importants par le biais de son intégration au sein du Groupe Spie batignolles étant précisé que ce dernier opère sur six grands domaines d'expertise qui sont complémentaires géographiquement et opérationnellement avec les activités du groupe C.I.F.E. – E.T.P.O. : la construction, le génie civil/les fondations, l'énergie, les travaux publics, l'immobilier et les aménagements paysagers et environnementaux ;
- l'Initiateur a indiqué avoir l'intention, en s'appuyant sur l'équipe de direction actuelle, de poursuivre les principales orientations stratégiques mises en œuvre par le groupe C.I.F.E. – E.T.P.O. et ne pas avoir l'intention de modifier, en cas de succès de l'Offre, le modèle opérationnel du groupe C.I.F.E. – E.T.P.O., en dehors de l'évolution normale de l'activité ;
- l'Initiateur a indiqué que les synergies potentielles concerneraient essentiellement, à court terme, (i) des optimisations commerciales dans le cadre de réponse à des appels d'offres et (ii) des optimisations pour les achats en faisant profiter le groupe C.I.F.E. – E.T.P.O. de l'organisation centralisée du groupe Spie batignolles, des économies d'échelle et de conditions préférentielles négociées avec de nombreux fournisseurs via des contrats cadres ;
- l'Initiateur a indiqué ne pas avoir l'intention de demander à l'AMF la mise en œuvre, dans un délai de trois (3) mois à compter de la clôture de l'Offre, d'une procédure de retrait obligatoire conformément aux dispositions de l'article L. 433-4, II du Code monétaire et financier et des articles 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF afin de se voir transférer les actions de la Société qui ne seraient pas apportées à l'Offre et que, en conséquence, à l'issue de l'Offre, les actions de la Société resteront cotées sur le marché réglementé Euronext Paris ;

connaissance prise des éléments figurant ci-dessus, le Comité confirme l'intérêt de l'Offre pour la Société.

S'agissant du prix de l'Offre et de l'intérêt de l'Offre pour les actionnaires :

Le Comité constate que :

- l'Initiateur indique que les actionnaires de la Société qui apporteront leurs actions à l'Offre, sur la base du Prix de l'Offre de 61,00 euros et en incluant les distributions de réserves exceptionnelles mises en paiement le 17 janvier 2024 ayant permis aux actionnaires de la Société d'obtenir 36,66 euros par action de la Société, soit sur la base d'un prix total de 97,66 euros, bénéficieront :
 - d'une prime de +75,96% sur la base du dernier cours de bourse de clôture de l'action C.I.F.E. au 6 novembre 2023 (dernier jour de cotation avant l'annonce du projet d'Offre) ; et
 - d'une prime de +67,37% par rapport au cours moyen pondéré par les volumes de l'action C.I.F.E. des 60 jours de négociation précédant l'annonce du projet d'Offre ;
- les actionnaires de la Société ont pu bénéficier d'une première rétrocession de valeur par le biais des distributions exceptionnelles de réserves votées lors de l'assemblée générale de la Société en date du 18 décembre 2023 et mises en paiement le 17 janvier 2024 à hauteur d'un montant total de 36,66 euros par action de la Société ;
- l'Expert Indépendant conclut dans son rapport que le Prix de l'Offre est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de la Société et, notamment s'agissant des accords connexes pouvant avoir une influence significative sur l'appréciation de l'Offre et du Prix de l'Offre, l'Expert Indépendant considère qu'ils ne font pas apparaître de dispositions de nature à remettre en cause ledit caractère équitable de l'Offre d'un point de vue financier ;
- l'Offre représente une opportunité de liquidité immédiate pour l'ensemble des actionnaires de la Société qui apporteront leurs titres à l'Offre sur l'intégralité de leur participation ;
- en matière de dividendes, l'Initiateur indique qu'il se réserve la possibilité de modifier la politique de distribution de dividendes de la Société à l'issue de l'Offre, conformément aux lois applicables et aux statuts de la Société, et en fonction notamment de sa capacité distributive et de ses besoins de financement mais qu'aucune décision n'a été prise à ce sujet ;
- s'agissant des bénéficiaires d'actions attribuées gratuitement, l'Initiateur a conclu avec l'ensemble des bénéficiaires dont les actions gratuites sont en période de conservation (ou en période d'acquisition) pour une période qui n'aura pas expiré avant la date de clôture de l'Offre, des promesses croisées d'achat et de vente pour leur permettre de bénéficier d'une liquidité à l'issue de la période de conservation ; et

connaissance prise des éléments figurant ci-dessus, le Comité considère que l'Offre représente une opportunité pour les actionnaires de la Société de bénéficier d'une liquidité immédiate, plus importante que celle offerte par le marché préalablement à l'annonce de l'Offre, dans des conditions de prix considérées comme équitables par l'Expert Indépendant.

S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour les salariés :

Le Comité constate que l'Initiateur a indiqué que :

- *s'inscrivant dans une stratégie de poursuite et de développement des activités de la Société, l'Offre ne devrait pas avoir d'incidences significatives sur la politique poursuivie par la Société en matière sociale ;*
- *il a l'intention de s'appuyer sur l'équipe de direction actuelle afin de poursuivre les principales orientations stratégiques mises en œuvre par le groupe C.I.F.E. – E.T.P.O. ; et*
- *il n'a pas l'intention de modifier, en cas de succès de l'Offre, le modèle opérationnel du groupe C.I.F.E. – E.T.P.O., en dehors de l'évolution normale de l'activité ;*

et que, dans ce cadre, le mandat social de Monsieur Olivier Tardy en qualité d'administrateur de la Société et de directeur général de la Société a été confirmé lors du conseil d'administration de la Société du 23 janvier 2024 et qu'en conséquence, au vu de ce qui précède, le Comité considère que l'Offre, telle que décrite dans le Projet de Note d'Information de l'Initiateur, est conforme aux intérêts des salariés de la Société.

Recommandation :

*Aux termes de sa mission, et connaissance prise des travaux de l'Expert Indépendant et de l'ensemble des éléments ci-dessus, le Comité **recommande** à l'unanimité de ses membres, au Conseil de conclure que l'Offre est dans l'intérêt de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés.*

Avis motivé du Conseil :

Les membres du Conseil examinent attentivement les différents documents et supports mis à leur disposition, en particulier le Projet de Note d'Information de l'Initiateur, le rapport de valorisation de l'Établissement Présentateur de l'Offre (inclus dans le Projet de Note d'Information), le Projet de Note en Réponse de la Société et le rapport de l'Expert Indépendant (inclus dans le Projet de Note en Réponse).

Au regard des éléments qui précèdent, et de la recommandation du Comité formulée ci-avant, des discussions s'ensuivent.

Le Conseil, après en avoir délibéré, sur recommandation du Comité, et connaissance prise de l'ensemble des éléments mis à la disposition de ses membres, à l'unanimité :

prend acte :

- *des termes de l'Offre et des éléments d'appréciation du Prix de l'Offre figurant dans le Projet de Note d'Information de l'Initiateur ;*
- *des motifs et intentions de l'Initiateur tels que figurant dans le Projet de Note d'Information de l'Initiateur ;*
- *des conclusions de l'Expert Indépendant sur les conditions financières de l'Offre considérant que le Prix de l'Offre proposé par l'Initiateur est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de la Société ;*
- *des travaux et de la recommandation du Comité et de l'avis favorable de ce dernier sur le projet d'Offre ;*

décide *de reprendre à son compte les travaux et la recommandation figurant dans le projet d'avis motivé du Comité ;*

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

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

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

prend acte que les actions auto-détenues par la Société (qui ont notamment vocation, pour partie, à être remises dans le cadre des attributions gratuites d'actions au bénéfice des salariés du groupe C.I.F.E. – E.T.P.O.) ne sont pas visées par l'Offre et **confirme**, en tant que de besoin, que la Société ne les apportera pas à l'Offre ;

approuve le Projet de Note en Réponse de la Société ;

approuve le projet de document « Autres Informations » relatif aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société ;

autorise, en tant que de besoin, le directeur général de la Société, avec faculté de subdélégation, à l'effet de :

- finaliser, amender, signer et déposer, au nom et pour le compte de la Société, le projet de note en réponse relatif à l'Offre, ainsi que tout document qui sera nécessaire dans le cadre de l'Offre et notamment le document « Autres Informations » relatif aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société ;
- préparer, signer et déposer auprès de l'AMF et/ou Euronext Paris toute la documentation requise dans le cadre de l'Offre ;
- signer toutes attestations requises dans le cadre de l'Offre ; et
- plus généralement prendre toutes dispositions et toutes mesures nécessaires ou utiles à la réalisation de l'Offre, en ce compris négocier, conclure et signer, au nom et pour le compte de la Société, toutes opérations et documents nécessaires et afférents à la réalisation de l'Offre, notamment tout communiqué de presse.

En conséquence de ce qui précède, les membres du Conseil précisent qu'ils apporteront à l'Offre l'ensemble des actions de la Société qu'ils détiennent. »

3. INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIÉTÉ

Les membres du conseil d'administration ont fait part de leurs intentions comme suit :

Nom	Fonction	Nombre d'actions de la Société détenues à la date de la présente Note en Réponse	% du capital social de la Société	Intention
Monsieur Jean-Charles ROBIN	Président du conseil d'administration	-	-	-
Monsieur Olivier TARDY	Membre du conseil d'administration et directeur général	-	-	-
Monsieur Patrick ZULIAN	Membre du conseil d'administration	-	-	-
Madame Aude MAURY	Membre du conseil d'administration	-	-	-
Madame Frédérique SALOU	Membre du conseil d'administration	-	-	-
Madame Élisabeth BOCCARA-SMADJA	Membre du conseil d'administration	-	-	-
Monsieur Laurent BILLES-GARABEDIAN	Membre indépendant du conseil d'administration	130	0,01%	Apport à l'Offre
Madame Émilie RICHAUD-SOUCARET	Membre indépendant du conseil d'administration	120	0,01%	Apport à l'Offre
Monsieur Frédéric GASTALDO	Membre indépendant du conseil d'administration	120	0,01%	Apport à l'Offre

4. INTENTION DE LA SOCIÉTÉ QUANT AUX ACTIONS AUTO-DÉTENUES

A la date de la présente Note en Réponse, la Société détient 24.045 de ses propres actions. La Société n'apportera pas ces actions qui, en application de l'article L. 233-9 2° du Code de commerce, sont assimilées aux titres détenus par l'Initiateur et ne sont donc pas visées par l'Offre.

Il est précisé que les Actions Auto-Détenues ont vocation, pour partie, à être remises dans le cadre des attributions gratuites d'actions au bénéfice des salariés du groupe C.I.F.E. – E.T.P.O.

Il est également précisé que la Société n'avait pas souscrit à un contrat de liquidité dans le cadre de l'animation du marché.

Le conseil d'administration de la Société du 26 février 2024 a pris acte du fait que les 24.045 Actions Auto-Détenues par la Société ne sont pas visées par l'Offre et a confirmé, en tant que de besoin, que la Société ne les apportera donc pas à l'Offre.

5. INFORMATION DES SALARIÉS DE LA SOCIÉTÉ

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

Pour rappel, le 27 novembre 2023, le comité social et économique de E.T.P.O. SA a rendu un avis positif sur le projet d'Acquisition du Bloc de Contrôle ainsi que sur le projet d'Offre en découlant.

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

Il est précisé qu'aucun des accords mentionnés à la présente section 6 de la Note en Réponse n'est susceptible d'être analysé comme un complément de prix (par rapport au Prix de l'Offre) ou de mettre en évidence une clause de prix de cession garanti.

6.1 Conventions de Restructuration

Avant la réalisation de l'Acquisition du Bloc de Contrôle et conformément au souhait de l'Initiateur de ne pas acquérir les activités immobilières et de concession, Embregour a conclu avec la Société, le 7 novembre 2023, les six contrats suivants :

- un contrat de cession de titres relatif à l'acquisition de 100% du capital de FWE Co. Inc. par Embregour ;
- un contrat de cession d'actions relatif à l'acquisition de 100% du capital de Oceanic Promotion SAS par Embregour ;
- un contrat de cession de parts sociales relatif à l'acquisition de 100% du capital de E.C.G. SARL par Embregour ;
- un contrat de cession de parts sociales relatif à l'acquisition de 100% du capital de Immobilière Sanitat SARL par Embregour ;
- un contrat de cession de créance relatif à l'acquisition par Embregour d'une créance détenue par la Société envers Immobilière Sanitat SARL ; et
- un contrat de cession de dette relatif à l'acquisition par Embregour d'une dette détenue par la Société envers Oceanic Promotion SAS.

(ensemble, avec le contrat de cession d'actions AGO5 visé au paragraphe ci-après, les « **Conventions de Restructuration** »).

Embregour a également conclu le 9 novembre 2023 avec la Société un contrat de cession d'actions relatif à l'acquisition des actions AGO5 qui ne seraient pas distribuées lors de l'Assemblée Générale (telle que détaillée à la section 1.2 de la présente Note en Réponse)

Conformément à la procédure des conventions règlementées figurant aux articles L. 225-38 et suivants du Code de commerce, les Conventions de Restructuration (i) ont été autorisées par les membres indépendants du conseil d'administration de la Société lors d'une réunion en date du 7 novembre 2023 (en se fondant notamment sur les conclusions du cabinet Grant Thornton relatif au Transfert AGO5 et sur le rapport d'évaluation du cabinet KPMG relatif au Transfert du Pôle Immobilier visé ci-après) et (ii) ont été approuvées par l'Assemblée Générale en date du 18 décembre 2023.

Le 17 janvier 2024, conformément aux Conventions de Restructuration :

- Embregour a acquis les 289.554 actions AGO5 non distribuées lors de l'Assemblée Générale (représentant 24,13% du capital et des droits de vote de cette dernière) pour un montant total d'environ 1,90 M€ (soit 6,57 euros par action AGO5), versé par Embregour à la Société ;
- Embregour a acquis 100% des titres émis par FWE Co. Inc, pour un montant total d'environ 11,93 M€, versé par Embregour à la Société ;
- Embregour a acquis 100% des actions émises par Oceanic Promotion SAS, pour un montant total d'environ 0,62 M€, versé par Embregour à la Société ;
- Embregour a acquis 100% des parts sociales émises par E.C.G. SARL, pour un montant total d'environ 0,03 M€, versé par Embregour à la Société ;
- Embregour a acquis 100% des parts sociales émises par Immobilière Sanitat SARL, pour un prix d'un euro, versé par Embregour à la Société ;
- Embregour a acquis la créance détenue par la Société envers Immobilière Sanitat pour une valeur d'environ 11,79 M€ (soit la valeur de la créance), versée par Embregour à la Société ; et
- Embregour a acquis la dette détenue par la Société envers Oceanic Promotion pour une valeur d'environ 0,65 M€ (soit la valeur de la dette), versée par la Société à Embregour.

Il est précisé que, dans le cadre du Transfert AGO5, la Société a mandaté le cabinet Grant Thornton afin de réaliser une évaluation indépendante de AGO5. Dans la mesure où le cabinet Grant Thornton a remis un éventail très large de valorisations, la Société a considéré que la valeur des actions correspondant à la quote-part des capitaux propres de Société Concessionnaire Aéroports du Grand Ouest (hors subventions d'investissements), telle qu'inscrite dans les comptes consolidés de la Société au 30 juin 2023 dans les titres mis en équivalence, constituait la méthode de valorisation réelle d'AGO5 la plus adéquate au regard du courrier de Grant Thornton du 2 novembre 2023.

Il est également précisé que, dans le cadre du Transfert du Pôle Immobilier, la valeur des actifs cédés susvisés résulte de l'évaluation indépendante réalisée par le cabinet KPMG, qui a spécifiquement été mandaté par la Société à cet effet.

En conséquence, depuis le 17 janvier 2024, Embregour détient 100% du capital et des droits de vote de FWE Co. Inc., Oceanic Promotion SAS, E.C.G. SARL et Immobilière Sanitat SARL, ainsi que l'ensemble des créances et/ou dettes existants entre la Société et lesdites filiales. Par ailleurs, depuis cette date également, la Société ne détient plus aucun titre émis par AGO5.

6.2 Accords de liquidité AGA

Le 22 janvier 2024, l'Initiateur a conclu des promesses croisées avec les personnes suivantes :

- les 11 bénéficiaires d'un total de 700 actions de la Société, obtenues gratuitement dans le cadre du plan AGA₂₀₂₀ (tel que décrit à la Section 7.2 ci-après), dont la période de conservation expirera le 27 avril 2024 ;
- les 12 bénéficiaires d'un total de 2.280 actions de la Société, obtenues gratuitement dans le cadre du plan AGA₂₀₂₁ (tel que décrit à la Section 7.2 ci-après), dont la période de conservation

expirera le 12 janvier 2025 ;

- les 11 bénéficiaires d'un total de 4.159 actions de la Société, obtenues gratuitement dans le cadre du plan AGA₂₀₂₂ (tel que décrit à la Section 7.2 ci-après), dont la période de conservation expirera le 18 janvier 2026 ;
- les 15 potentiels bénéficiaires d'un total de 7.663 actions de la Société¹⁷, qu'ils pourraient obtenir gratuitement le 17 janvier 2025 dans le cadre du plan AGA₂₀₂₃ (tel que décrit à la Section 7.2 ci-après), sous réserve du respect d'une condition de présence au sein du Groupe C.I.F.E. – E.T.P.O. à l'issue de la période d'acquisition et d'une condition de performance, qui devront ensuite respecter une période de conservation expirant le 17 janvier 2027,

(les « **Accords de Liquidité AGA** »).

Aux termes de ces Accords de Liquidité AGA, puisque les AGA₂₀₂₀, les AGA₂₀₂₁ et les AGA₂₀₂₂ sont actuellement en période de conservation et que les AGA₂₀₂₃ sont actuellement en cours d'acquisition et, en conséquence, ne peuvent pas être apportées à l'Offre par leurs bénéficiaires, (i) l'Initiateur s'est engagé irrévocablement à acquérir lesdites actions de la Société dans un délai de vingt jours calendaires suivant la date d'expiration de la période de conservation applicable auxdites actions gratuites dans le cas où un bénéficiaire souhaiterait les céder (la « **Promesse d'Achat** ») et (ii) chaque bénéficiaire desdites actions gratuites s'est engagé irrévocablement à les céder à l'Initiateur dans un délai de vingt jours calendaires suivant le dernier jour de la période d'exercice de la Promesse d'Achat susvisée, dans le cas où l'Initiateur souhaiterait les acquérir (la « **Promesse de Vente** »).

La Promesse d'Achat et la Promesse de Vente sont soumises à une condition d'illiquidité et ne sont applicables que dans les cas suivants :

- (i) si les actions émises par la Société ne sont plus admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext Paris ; ou
- (ii) si les actions émises par la Société sont admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext Paris mais le volume moyen journalier d'actions C.I.F.E échangé au cours des vingt (20) jours de bourse précédant la date à laquelle est appréciée la liquidité est inférieur à cinquante (50) actions ordinaires, sur la base des informations publiées par Euronext Paris.

La Promesse d'Achat et la Promesse de Vente pourront être exercées à un prix déterminable, selon une méthode cohérente avec le Prix de l'Offre, suivant l'application d'une formule calculée sur la base (i) du multiple d'EBITDA appliqué à l'Acquisition du Bloc de Contrôle et à la détermination du Prix de l'Offre et (ii) de la trésorerie nette et consolidée de la Société arrêtée à la date de détermination de l'EBITDA. À la connaissance de l'Initiateur, l'application de ladite formule à la date de la présente Note en Réponse conduirait à une acquisition au Prix de l'Offre des actions visées par les Accords de Liquidité AGA.

¹⁷ Un bénéficiaire qui s'était vu attribué 734 actions de la Société dans le cadre du plan AGA₂₀₂₃ a quitté le groupe C.I.F.E. – E.T.P.O. et n'a donc pas signé de promesses croisées sur lesdites actions puisqu'il est d'ores et déjà certain qu'il ne pourra pas les acquérir de manière définitive, faute de remplir la condition de présence au sein du groupe C.I.F.E. – E.T.P.O.

6.3 Engagements d'apport

A la connaissance de la Société, il n'existe pas d'engagement d'apport à l'Offre conclu avec l'Initiateur.

Néanmoins, il est précisé que le FCPE Actions Groupe ETPO a indiqué à la Société avoir décidé d'apporter à l'Offre les 13.150 actions de la Société qu'il détient, représentant 1,10% du capital et des droits de vote théoriques de la Société (tel que détaillé à la section 7.7 de la présente Note en Réponse).

6.4 Autres accords dont la Société a connaissance

A l'exception du Contrat d'Acquisition avec Embregour et du Contrat d'Acquisition avec le GFT ayant permis l'Acquisition du Bloc de Contrôle (tels que détaillés dans la Note d'Information) et des accords susvisés, la Société n'a pas connaissance d'autre accord et n'est partie à aucun autre accord lié à l'Offre ou qui serait de nature à avoir un effet significatif sur l'appréciation de l'offre ou son issue.

7. ÉLÉMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

7.1 Structure du capital de la Société

Le capital social de la Société s'élève, à la date de la présente Note en Réponse, à 24.000.000 euros divisés en 1.200.000 actions ordinaires, d'une valeur nominale unitaire de 20 euros, entièrement libérées et toutes de même catégorie.

À la suite de la réalisation, le 22 janvier 2024, de l'Acquisition du Bloc de Contrôle visée ci-avant à la section 1.2.1 de la présente Note en Réponse, le capital social et les droits de vote de la Société étaient, à la connaissance de la Société, répartis comme suit :

Actionnaires	Situation en capital		Situation en droits de vote théoriques(*)	
	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% de droits de vote
Groupe Spie batignolles SAS	754.537	62,88%	754.537	62,88%
Actions Auto-Détenues (**)	24.045	2,00%	24.045	2,00%
Sous total Initiateur	778.582	64,88%	778.582	64,88%
Flottant	421.418	35,12%	421.418	35,12%
TOTAL	1.200.000	100,00%	1.200.000	100,00%

(*) Conformément aux dispositions de l'article 223-11 alinéa 2 du règlement général de l'AMF, le nombre total de droits de vote théoriques est calculé sur la base de l'ensemble des actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les actions privées de droit de vote.

(**) Les Actions Auto-Détenues sont assimilées aux titres détenus par l'Initiateur à la date de la présente Note en Réponse en application de l'article L. 233-9 2° du Code de commerce.

À la suite de la réalisation, entre le 27 février 2024 et le 4 mars 2024, des Acquisitions Complémentaires visées ci-avant à la section 1.2.2 de la présente Note en Réponse, le capital social et les droits de vote de la Société sont, à la connaissance de la Société, répartis comme suit, à la date de la présente Note en Réponse :

Actionnaires	Situation en capital		Situation en droits de vote théoriques(*)	
	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% de droits de vote
Groupe Spie batignolles SAS	880.962	73,41%	880.962	73,41%
Actions Auto-Détenues(**)	24.045	2,00%	24.045	2,00%
Sous total Initiateur	905.007	75,42%	905.007	75,42%
Flottant	294.993	24,58%	294.993	24,58%
TOTAL	1.200.000	100,00%	1.200.000	100,00%

(*) Conformément aux dispositions de l'article 223-11 alinéa 2 du règlement général de l'AMF, le nombre total de droits de vote théoriques est calculé sur la base de l'ensemble des actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les actions privées de droit de vote.

(**) Les Actions Auto-Détenues sont assimilées aux titres détenus par l'Initiateur à la date de la présente Note en Réponse en application de l'article L. 233-9 2° du Code de commerce.

Au cours des douze derniers mois précédant le dépôt du projet d'Offre, l'Initiateur n'a été bénéficiaire d'aucun transfert d'actions de la Société autre que les transferts résultant de l'Acquisition du Bloc de Contrôle.

À la date de la présente Note en Réponse, il n'existe, à l'exception des AGA₂₀₂₃ qui seront attribuées de manière définitive par transfert d'Actions Auto-Détenues (telles que détaillées à la section 7.2 de la présente Note en Réponse), aucun autre titre de capital, ni aucun autre instrument financier émis par la Société ou droit conféré par la Société pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société.

7.2 Situation des bénéficiaires d'attribution gratuite d'actions

La Société a mis en place quatre plans d'attribution gratuite d'actions de la Société, dont trois sont en cours de période de conservation et un en cours de période d'acquisition :

Plan	AGA₂₀₂₀	AGA₂₀₂₁	AGA₂₀₂₂	AGA₂₀₂₃
Date de l'assemblée générale	25 juin 2019	25 juin 2019	22 juin 2021	28 juin 2022
Date d'attribution	27 avril 2021	12 janvier 2021	18 janvier 2022	17 janvier 2023
Nombre total maximum d'actions attribuées gratuitement	700	3.280	6.933 ^(*)	8.397 dont 7.663 peuvent encore être acquises ^(**)
Date d'acquisition définitive	27 avril 2022	12 janvier 2023	18 janvier 2024	17 janvier 2025
Nombre d'actions acquises définitivement	700	2.280	4.159	À déterminer en fonction du respect des conditions de présence et de performance
Fin de la période de conservation	27 avril 2024	12 janvier 2025	18 janvier 2026	17 janvier 2027

^(*) Le conseil d'administration du 23 janvier 2024 a porté le nombre maximum d'actions pouvant être attribuées gratuitement à 6.933 actions (au lieu de 4.250 actions initialement attribuées gratuitement), en application des articles L. 228-99, 3° et R. 228-91 du Code de commerce, à la suite de la réalisation de la Distribution n°1 et de la Distribution n°2.

^(**) Le conseil d'administration du 23 janvier 2024 a porté le nombre maximum d'actions pouvant être attribuées gratuitement à 8.397 actions (au lieu de 5.150 actions initialement attribuées gratuitement), en application des articles L. 228-99, 3° et R. 228-91 du Code de commerce, à la suite de la réalisation de la Distribution n°1 et de la Distribution n°2, étant précisé que l'un des 16 bénéficiaires potentiels du Plan d'AGA₂₀₂₃, pouvant acquérir gratuitement 734 actions de la Société à l'issue de la période d'acquisition, ne fait plus partie des effectifs salariés du Groupe C.I.F.E.-E.T.P.O., portant le nombre d'actions qui pourront potentiellement être acquises de manière définitive par les 15 bénéficiaires concernés à 7.663 actions de la Société.

L'ensemble de ces actions de la Société attribuées gratuitement peuvent être acquises définitivement et/ou devenir disponibles par anticipation selon certaines circonstances (tels que le décès ou l'invalidité du bénéficiaire), conformément aux dispositions législatives et/ou réglementaires applicables.

L'acquisition définitive des actions de la Société au profit des bénéficiaires dans le cadre du plan AGA₂₀₂₃ sera effectuée en janvier 2025 par transfert d'actions existantes de la Société auto-détenues par cette dernière.

Les bénéficiaires des plans d'attribution gratuite d'actions susvisées bénéficient des Accords de Liquidité AGA tels que décrits à la section 6.2 de la présente Note en Réponse.

7.3 Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et au transfert d'actions

7.3.1 Obligation de déclaration en matière de franchissements de seuils

À la date de la présente Note en Réponse, il n'existe pas de déclarations de franchissement de seuils statutaires spécifiques. Les obligations légales prévues à l'article L. 233-7 du Code de commerce sont applicables.

7.3.2 Transferts d'actions

À la date de la présente Note en Réponse, les statuts de la Société ne contiennent aucune restriction aux transferts d'actions de la Société.

7.4 Conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L.233-11 du code de commerce

À la date de la présente Note en Réponse, et à la connaissance de la Société, aucun accord portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote de la Société ne prévoit des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions, autre que les Accords de Liquidité AGA sous la forme de promesses croisées décrits en section 6.2 de la présente Note en Réponse.

7.5 Participations directes et indirectes dans le capital de la Société dont elle a connaissance en vertu des articles L. 233-7 et L. 233-12 du Code de commerce

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

Au cours des douze mois précédant la présente Note en Réponse, la Société a eu connaissance des déclarations suivantes :

- par courrier reçu le 24 janvier 2024, l'AMF et la Société ont été informées que, à la suite de la réalisation de l'Acquisition du Bloc de Contrôle, Embregour a déclaré avoir franchi à la baisse, le 22 janvier 2024, les seuils de 50%, 1/3, 30%, 25%, 20%, 15%, 10% et 5% du capital et des droits de vote de la Société ; et
- par courrier reçu le 25 janvier 2024, l'AMF et la Société ont été informées que, à la suite de la réalisation de l'Acquisition du Bloc de Contrôle, l'Initiateur a déclaré avoir franchi à la hausse, le 22 janvier 2024, les seuils de 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 1/3, et 50% du capital et des droits de vote de la Société.

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

Le capital de la Société est exclusivement composé d'actions ordinaires. La Société n'a émis aucune action de préférence au sens des articles L. 228-111 et suivants du Code de commerce.

À la date de la présente Note en Réponse, il n'existe aucun titre comportant des droits de vote doubles,

multiples ou spéciaux.

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

A la connaissance de la Société, 13.150 actions de la Société, représentant 1,10% de son capital et de ses droits de vote théoriques, sont détenues, à la date de la présente Note en Réponse par le fonds commun de placement d'entreprise (FCPE) Actions Groupe ETPO (le « **FCPE Actions Groupe ETPO** ») qui opère dans le cadre de plans d'épargne entreprise mis en place au sein des sociétés du Groupe C.I.F.E. –E.T.P.O., lesquelles actions de la Société sont visées par l'Offre.

Le conseil de surveillance du FCPE Actions Groupe ETPO a décidé le 7 décembre 2023 d'apporter à l'Offre les 13.150 actions de la Société détenues par le FCPE Actions Groupe ETPO.

7.8 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote

La Société n'a connaissance d'aucun accord, pacte ou engagement entre actionnaires en vigueur à ce jour pouvant entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote de la Société autre que les Accords de Liquidité AGA sous la forme de promesses croisées décrits en section 6.2 de la présente Note en Réponse.

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

7.9.1 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration

Les règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration sont décrites à l'article 12 des statuts de la Société.

Aux termes de l'article 12 des statuts de la Société, cette dernière est administrée par un conseil d'administration composé de trois (3) membres au moins et de dix-huit (18) membres au plus ; sous réserve de la dérogation prévue par la loi en cas de fusion.

Les administrateurs sont nommés, renouvelés et révoqués dans les conditions légales et réglementaires en vigueur.

La durée des fonctions des administrateurs est de trois (3) années au plus.

Le mandat social d'un membre du conseil d'administration prend fin à l'issue de l'assemblée générale ordinaire des actionnaires ayant statué sur les comptes de l'exercice écoulé et tenue dans l'année au cours de laquelle expire ledit mandat.

Le nombre des administrateurs ayant atteint l'âge de 70 ans ne peut dépasser le nombre de quatre (4) membres du conseil d'administration. Lorsque ce seuil est dépassé, l'administrateur le plus âgé est réputé démissionnaire d'office, à l'issue de la prochaine assemblée générale ordinaire.

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

Aux termes de l'article 13 des statuts de la Société, le conseil d'administration élit parmi ses membres personnes physiques, son président, dont il fixe la durée du mandat, sans qu'elle puisse excéder la durée du mandat d'administrateur. La limite d'âge du mandat de président du conseil d'administration est fixée à 70 ans, sauf si un président en fonction vient à dépasser cet âge, il peut alors, à titre exceptionnel, être réélu d'année en année sans qu'il puisse, en aucun cas, demeurer en fonction après avoir atteint l'âge de 80 ans. Le président du conseil d'administration est révocable à tout moment par ledit conseil.

7.9.2 Modification des statuts de la Société

La modification des statuts de la Société se fait conformément aux dispositions légales et réglementaires.

7.10 Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres

Conformément aux stipulations de l'article 15 des statuts de la Société, le conseil d'administration détermine les orientations de l'activité de la Société et veille à leur mise en œuvre. Sous réserve des pouvoirs expressément attribués aux assemblées d'actionnaires et dans la limite de l'objet social, il se saisit de toute question intéressant la bonne marche de la société et règle par ses délibérations les affaires qui la concernent. Le conseil d'administration procède aux contrôles et vérifications qu'il juge opportuns.

Conformément aux stipulations de l'article 13 des statuts de la Société, le président du conseil d'administration organise et dirige les travaux de celui-ci, dont il rend compte à l'assemblée générale. Il veille au bon fonctionnement des organes de la société et s'assure, en particulier, que les administrateurs sont en mesure de remplir leur mission.

Outre les pouvoirs légaux qui lui sont conférés par la loi et les statuts de la Société, le conseil d'administration bénéficie des autorisations et délégations listées ci-dessous.

Date de l'assemblée générale	Objet de la délégation ou de l'autorisation accordée par l'assemblée générale au conseil d'administration	Plafond de la délégation	Durée (date d'expiration)	Utilisation faite des délégations
20 juin 2023 (5 ^{ème} résolution)	Autorisation à l'effet de faire racheter par la Société ses propres actions dans le cadre du dispositif de l'article L. 22-10-62 du Code de commerce	10 % du nombre d'actions composant le capital social, étant précisé que le prix maximum d'achat des actions est fixé à 85 euros et le montant maximal de l'opération est fixé à 10.200.000 euros	18 mois (20 décembre 2024)	Aucune
20 juin 2023 (12 ^{ème} résolution)	Autorisation en vue d'annuler les actions rachetées par la Société dans le cadre du dispositif de l'article L. 22-10-62 du Code de commerce	10 % du capital social calculé au jour de la décision d'annulation, déduction faite des éventuelles actions annulées au cours des 24 derniers mois	18 mois (20 décembre 2024)	Aucune
20 juin 2023 (11 ^{ème} résolution)	Autorisation en vue d'attribuer gratuitement des actions de la Société aux salariés ou mandataires sociaux éligibles de la Société ou des sociétés liées	10 % du capital social calculé au jour de la décision d'assemblée générale	38 mois (20 décembre 2026)	Aucune

Date de l'assemblée générale	Objet de la délégation ou de l'autorisation accordée par l'assemblée générale au conseil d'administration	Plafond de la délégation	Durée (date d'expiration)	Utilisation faite des délégations
28 juin 2022 (12 ^{ème} résolution)	Autorisation à l'effet de procéder à une augmentation de capital réservée aux salariés de la société et des sociétés du Groupe C.I.F.E. – E.T.P.O. dans le cadre de plans d'épargne	3 % du capital social calculé au jour de la décision d'émission	26 mois (28 août 2024)	Aucune

7.11 Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société, sauf si cette divulgation, hors les cas d'obligation légale de divulgation, porterait gravement atteinte à ses intérêts

Certains contrats de financement de la Société et de ses filiales contiennent une obligation d'information des prêteurs en cas de projets de modification significative de son actionnariat, notamment ceux qui auraient pour conséquence un changement de contrôle de la Société, pouvant entraîner une exigibilité anticipée.

Néanmoins, la Société et ses filiales ont obtenu les renonciations de ses principaux prêteurs bancaires aux clauses de remboursement anticipé dans le cadre du changement de contrôle résultant de l'Acquisition du Bloc de Contrôle.

À la connaissance de la Société, aucune convention significative conclue par la Société ne sera résiliée du fait de la réalisation de l'Offre.

7.12 Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration, la direction générale ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique d'achat ou d'échange

À la connaissance de la Société, il n'existe pas d'accord au sein de la Société prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration, la direction générale ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse, ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique d'achat ou d'échange.

7.13 Mesures susceptibles de faire échouer l'Offre que la Société a mises en œuvre ou décide de mettre en œuvre

La Société n'a pas mis en œuvre de mesures susceptibles de faire échouer l'Offre et n'a pas l'intention de mettre en œuvre de telles mesures.

8. RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT

Le conseil d'administration de la Société a désigné, le 7 novembre 2023, sur recommandation du Comité *ad hoc* prévu par l'article 261-1 III du règlement général de l'AMF, le cabinet Finexsi, représenté par Monsieur Errick Uzzan et Monsieur Olivier Peronnet, en qualité d'Expert Indépendant, sur le fondement des articles 261-1 I 1°, 2° et 4° du règlement général de l'AMF.

Le rapport du cabinet Finexsi en qualité d'Expert Indépendant, complété d'un addendum en date du 8 mars 2024, est reproduit en intégralité **Annexe 1** de la présente Note en Réponse et en fait partie intégrante.

9. MODALITÉS DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIÉTÉ

Conformément à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les autres informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société font l'objet d'un document spécifique qui a été déposé auprès de l'AMF et qui sera mis à la disposition du public selon les modalités propres à assurer une diffusion effective et intégrale, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre.

Ces documents seront également disponibles sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org), de la Société (www.groupe-etpo.fr/investisseurs/) et de Groupe Spie batignolles (<https://www.spiebatignolles.fr/>).

10. PERSONNE QUI ASSUME LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE EN RÉPONSE

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

Monsieur Olivier TARDY
Directeur général de C.I.F.E. SA

Annexe 1

Rapport de l'Expert Indépendant



FINEXSI
EXPERT & CONSEIL FINANCIER



Attestation d'équité

Offre Publique d'Achat Simplifiée (OPAS) initiée
par SPIE BATIGNOLLES visant les titres de C.I.F.E

26 février 2024

1. Présentation de l'Opération	4
2. Contexte de notre mission	6
2.1 Mission du cabinet FINEXSI.....	6
2.2 Déclaration d'indépendance	7
2.3 Diligences effectuées.....	7
3. Présentation des activités du GROUPE ETPO et de son environnement économique.....	9
3.1 Présentation du GROUPE ETPO	9
3.1.1 Présentation de la société objet de l'Offre	9
3.1.2 Actionnariat de C.I.F.E.....	9
3.1.3 Organigramme du GROUPE ETPO	10
3.1.4 Rappel de l'historique du Groupe	12
3.1.5 Présentation des activités du GROUPE ETPO	14
3.2 Présentation de l'environnement économique et concurrentiel du GROUPE ETPO.....	19
3.2.1 Présentation des principaux acteurs	19
3.2.2 Présentation du marché du bâtiment	21
3.2.3 Présentation du marché des travaux maritimes, fluviaux et sous-marins ...	23
3.2.4 Présentation du marché des ouvrages d'art et de génie civil.....	25
4. Analyse financière du GROUPE ETPO	27
4.1 Compte de résultat consolidé de la Société post-réalisation des Opérations Préalables à l'Offre sur la période 2019 – S1 2023	28
4.2 Bilan consolidé de la Société post-réalisation des Opérations Préalables à l'Offre sur la période 2019 – S1 2023	32
4.3 Flux de trésorerie consolidés de la Société post-réalisation des Opérations Préalables à l'Offre sur la période 2020 – S1 2023	36
5. Matrice SWOT	38
6. Évaluation des actions C.I.F.E.....	39
6.1 Méthodes d'évaluation écartées	39
6.1.1 Actif net comptable	39
6.1.2 Actif net comptable réévalué.....	39
6.1.3 La valeur de rendement (Modèle d'actualisation des dividendes)	39
6.1.4 La valeur liquidative	39
6.1.5 Les objectifs de cours de bourse des analystes suivant le titre	40

6.2	Méthodes d'évaluation retenues	40
6.3	Données de référence de C.I.F.E	40
6.3.1	Date de valorisation	40
6.3.2	Nombre de titres retenus	41
6.3.3	Éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres	41
6.4	Mise en œuvre de la valorisation de la Société C.I.F.E	44
6.4.1	Prix d'acquisition du Bloc de Contrôle (à titre principal).....	44
6.4.2	L'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels (à titre principal)	45
6.4.3	Comparables boursiers (à titre secondaire).....	49
6.4.4	Les transactions comparables (à titre secondaire)	52
6.4.5	Cours de bourse (à titre indicatif).....	54
6.5	Synthèse de nos travaux d'évaluation	58
7.	Analyse des éléments d'appréciation du prix établis par l'Établissement Présentateur	59
7.1	Choix des méthodes et références d'évaluation	60
7.2	Mise en œuvre des différentes méthodes.....	60
7.2.1	Données de référence	60
7.2.2	Actualisation des flux de trésorerie prévisionnels	61
7.2.3	Multiplés observés sur les sociétés cotées comparables.....	63
7.2.4	Multiplés observés sur des transactions comportant des sociétés comparables	64
7.2.5	Analyse du cours de bourse	65
8.	Analyse des accords connexes à l'Offre	66
8.1	Contrats d'acquisition du Bloc de Contrôle	66
8.2	Mécanisme de liquidité offert aux porteurs d'actions gratuites	66
9.	Analyse et appréciation des observations reçues d'actionnaires minoritaires	68
10.	Synthèse de nos travaux et appréciation sur le caractère équitable du prix offert.....	71
10.1	Synthèse de nos travaux d'évaluation	71
10.2	Conclusion	73
11.	Annexes	75

1. Présentation de l'Opération

Fondée en 1913, la COMPAGNIE INDUSTRIELLE ET FINANCIERE D'ENTREPRISES (ci-après « GROUPE ETPO », « C.I.F.E », « le Groupe » ou « la Société ») opère dans les secteurs du Bâtiment, des Travaux Maritimes et Fluviaux, des Ouvrages d'Art et Génie Civil, des Travaux Spéciaux et de l'Immobilier en France et à l'international. La Société détient des filiales en France (dont neuf en métropole, trois à La Réunion, deux en Martinique et une en Guyane et en Guadeloupe) ainsi qu'aux Etats-Unis, au Canada, au Maroc, au Cameroun et à Djibouti.

La société SPIE BATIGNOLLES (ci-après « l'Initiateur »), fondée en 1846, est un acteur majeur dans le secteur de la Construction. La société, qui a réalisé un chiffre d'affaires de 2,4 Mds€ en 2022¹ et compte près de 8 000 collaborateurs en France et à l'international, opère dans les secteurs de la Construction (43 % du CA 2022), du Génie Civil & Fondations (21 % du CA), des Travaux Publics et de l'Environnement (24 % du CA), de l'Énergie (10 % du CA) et de l'Immobilier (2 % du CA).

Le 7 novembre 2023, SPIE BATIGNOLLES a annoncé, par communiqué de presse, son entrée en négociations exclusives avec le GROUPE ETPO en vue d'acquérir un bloc majoritaire (ci-après le « Bloc de Contrôle ») auprès du principal actionnaire de C.I.F.E.² et de certains membres de la famille TARDY³ (le « Groupe Familial TARDY »).

L'accord de négociations exclusives signé en date du 7 novembre 2023 entre l'Initiateur et les actionnaires du Bloc de Contrôle prévoyait que cette acquisition serait précédée des opérations suivantes, visant (i) le recentrage de la Société sur les activités Bâtiments et Travaux Publics (BTP) et (ii) une distribution exceptionnelle de réserves et de primes en numéraire (ci-après les « Opérations Préalables à l'Offre ») :

- La cession des titres des sociétés qui composent le pôle Immobilier (FWE CO INC., E.C.G. SARL, IMMOBILIERE SANITAT SARL et OCEANIC PROMOTION SAS) à EMBREGOUR. Cette cession a été réalisée en date du 17 janvier 2024 au prix de 12,6 M€, tel que déterminé par le cabinet KPMG dans son rapport d'évaluation indépendante du 7 novembre 2023. Il est à noter que cette opération inclut également la cession des comptes courants entre C.I.F.E et les sociétés qui composent le pôle Immobilier, pour un montant de 10,5 M€, portant le prix de cession du Pôle Immobilier à environ 23,12 M€ ;
- La sortie de l'activité de concession de C.I.F.E au moyen de la création d'A.G.O. 5 SAS à laquelle ont été transférées les actions détenues par C.I.F.E dans la société AEROPORTS DU GRAND OUEST (5 % du capital) suivie de la distribution des actions A.G.O. 5 SAS par C.I.F.E par voie de distribution exceptionnelle de réserves.

Cette distribution a été proposée à l'Assemblée Générale des actionnaires de C.I.F.E le 18 décembre 2023⁴, qui ont eu la possibilité de bénéficier (i) d'actions A.G.O. 5 SAS ou (ii) de leur valeur en numéraire. La valorisation retenue pour cette participation, qui a également fait l'objet d'un rapport d'évaluation indépendante réalisé par le cabinet GRANT THORNTON, correspond à la valeur comptable des titres mis en équivalence au 30 juin 2023, soit 7,9 M€.

¹ Rapport annuel de SPIE BATIGNOLLES (2022)

² SAS EMBREGOUR.

³ Daniel Tardy, François Tardy, Marie-Noëlle Tardy, Olivier Tardy, Nicole Durieux, Cécile Janicot, Monique Bureau, Gérard Tardy, Adrien Tardy et Jules Tardy.

⁴ Etant précisé que les membres du Groupe Familial TARDY se sont abstenus de voter sur cette résolution.

Lors de l'Assemblée Générale des actionnaires de C.I.F.E du 18 décembre 2023, la résolution autorisant cette distribution a été approuvée à l'unanimité des voix exprimées. Le 17 janvier 2024, cette distribution a été réalisée (i) en numéraire pour un montant de 1,7 M€ et (ii) par remise de 910.446 actions A.G.O. 5 SAS représentant 75,87 % du capital d'A.G.O. 5 SAS. Par ailleurs, comme prévu dans l'accord de négociations exclusives du 7 novembre 2023, EMBREGOUR a racheté à C.I.F.E le solde des actions A.G.O. 5 non distribuées (soit 289.554 actions) ;

- La réalisation d'une distribution exceptionnelle de réserves et de primes pour un montant de 36,1 M€ (35,2 M€ retraité de l'autocontrôle, comme annoncé par voie de communiqué de presse le 22 janvier 2024). Cette distribution a été approuvée par l'Assemblée Générale des actionnaires de C.I.F.E du 18 décembre 2023 et mise en paiement le 17 janvier 2024.

Sur ces bases, le montant distribué aux actionnaires de la Société préalablement à la réalisation de l'acquisition du Bloc de Contrôle et de l'Offre (ci-après les « distributions préalables ») s'est élevé à 44 M€ (43,1 M€ après retraitement de l'autocontrôle).

Le 22 janvier 2024, SPIE BATIGNOLLES a fait l'acquisition du Bloc de Contrôle, représentant 62,88 % du capital de la Société (54,54 % auprès de SAS EMBREGOUR, soit 654.500 actions, et 8,34 % directement auprès du Groupe Familial TARDY, soit 100.037 actions), au prix de 61,0 € par action (pour un total de 754.537 actions).

En tenant compte des distributions préalables, le prix d'Offre de 61,0 € par action permet ainsi à chaque actionnaire de C.I.F.E de recevoir un montant total de 97,7 € par action⁵, extériorisant une prime de 76,0 % par rapport au cours de clôture du 7 novembre 2023 qui s'élevait à 55,5 €.

L'Offre porte sur les actions de la Société qui ne sont pas détenues par l'Initiateur soit, selon le Projet de Note d'information établie en date du 22 février 2024, un nombre maximum de 445.463 actions, duquel sont soustraites les actions auto détenues (24.045 actions), soit 421.418 actions représentant 35,12 % du capital de la Société.

Par ailleurs, l'Initiateur ne compte pas initier, à la suite de l'Offre, de retrait obligatoire.

⁵ Correspondant au prix d'Offre de 61,0 € par action majoré des distributions à hauteur de 43,1 M€ (soit 36,7 € par action).

2. Contexte de notre mission

2.1 Mission du cabinet FINEXSI

En application des dispositions prévues aux articles 261-1-I 1°, 2° et 4° du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers (ci-après l'« **AMF** »), sur proposition du Comité *ad hoc*, le Conseil d'Administration du GROUPE ETPO du 7 novembre 2023 a désigné le cabinet FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER (ci-après « **FINEXSI** ») en qualité d'Expert indépendant, dans le cadre du projet d'Offre Publique d'Achat Simplifiée.

Dans ce cadre, notre mission a pour objet d'apprécier le caractère équitable des conditions financières de l'Opération du point de vue des actionnaires de C.I.F.E. Cela suppose notamment d'apprécier la valeur de l'action de C.I.F.E et le positionnement du prix d'Offre.

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

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents publics et pris connaissance d'un ensemble d'informations comptables et financières (états financiers, communiqués, etc.) qui ont été publiées ou nous ont été transmises par C.I.F.E. Ces documents et informations ont été considérés comme exacts et exhaustifs et n'ont pas fait l'objet de vérification particulière. Nous n'avons pas cherché à valider les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous avons seulement vérifié la vraisemblance et la cohérence. Cette mission n'a pas consisté à procéder à un audit des états financiers, des contrats, des litiges et de tout autre document qui nous ont été communiqués.

Notre responsabilité ne pourra pas être recherchée quant à l'exactitude ou l'exhaustivité des informations recueillies dans le cadre de notre mission.

Dans le cadre de notre mission, nous avons été sollicités par des actionnaires minoritaires et leur conseil, qui ont fait part de leurs observations dans différents courriers qui ont été également transmis à la Société et ses conseils. Une synthèse des observations et des réponses apportées est présentée en partie 9.

Nous précisons que le présent rapport établi pour les seuls besoins du Règlement Général de l'AMF en France ne préjuge en aucun cas des éventuelles obligations qui pourraient résulter de législations étrangères, même si l'Offre est ouverte aux actionnaires d'autres pays.

2.2 Déclaration d'indépendance

Le cabinet FINEXSI, ainsi que ses Associés :

- Sont indépendants au sens des articles 261-1 et suivants du Règlement Général de l'AMF et sont en mesure à ce titre d'établir la déclaration d'indépendance prévue par l'article 261-4 dudit Règlement Général, et ne se trouvent notamment dans aucun des cas de conflit d'intérêts visés à l'article 1 de l'instruction AMF 2006-08 ;
- Disposent de façon pérenne des moyens humains et matériels nécessaires à l'accomplissement de leur mission, ainsi que d'une assurance ou d'une surface financière suffisante en rapport avec les risques éventuels liés à cette mission ;
- Adhèrent à l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI), association reconnue par l'AMF en application des articles 263-1 et suivants de son Règlement Général.

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

2.3 Diligences effectuées

Nous présentons ci-après les principales diligences (dont le contenu détaillé figure en Annexe) qui ont été mises en œuvre par FINEXSI dans le cadre de l'appréciation du caractère équitable des termes de l'Offre. Elles comprennent notamment, conformément aux dispositions du Règlement Général de l'AMF susvisé et de son instruction d'application n°2006-08 relative à l'expertise indépendante, ainsi que la recommandation de l'AMF 2006-15 :

- La prise de connaissance détaillée de l'Opération, de ses modalités et du contexte spécifique dans lequel elle se situe ;
- L'examen de la performance financière historique de C.I.F.E et notamment du Pôle BTP ;
- La détermination et la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritère de C.I.F.E. post-réalisation des Opérations Préalables à l'Offre, qui comprend notamment :
 - L'analyse des risques et opportunités identifiés susceptibles d'affecter sa valorisation, dont la synthèse est présentée sous la forme d'une matrice SWOT ;
 - L'analyse de l'information publique disponible ;
 - Le choix motivé des critères d'évaluation (exclus/retenus) ;
 - L'analyse de l'évolution du cours de bourse sur une période pertinente ;
 - L'analyse détaillée des comptes, du budget et du plan d'affaires établi par le *Management* du GROUPE ETPO qui couvre la période 2023-2027 et qui a fait l'objet d'une validation par le Conseil d'Administration de C.I.F.E le 18 décembre 2023 ;
 - L'identification des hypothèses structurantes sur lesquelles s'appuie le plan d'affaires du GROUPE ETPO et l'appréciation de leur pertinence ;

- Des tests de sensibilité sur les hypothèses structurantes considérées ;
- L'identification et l'analyse des sociétés cotées comparables et des transactions comparables récentes sur la base des données publiques disponibles.
- L'analyse critique et indépendante du rapport d'évaluation préparé par ODDO BHF SCA, établissement présentateur (ci-après « l'Établissement Présentateur » ou « ODDO ») de l'Offre ;
- Sur ces bases, l'examen du positionnement du prix de l'Offre par rapport aux résultats des différents critères d'évaluation retenus ;
- L'analyse des accords et opérations connexes susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix de l'Offre ;
- La restitution au fur et à mesure de nos travaux auprès du Comité *ad hoc* chargé de superviser l'avancement de nos travaux ;
- L'établissement d'un rapport présenté sous forme d'une attestation d'équité exposant les travaux d'évaluation des actions C.I.F.E et notre opinion quant au caractère équitable du prix de l'Offre.

Dans le cadre de notre mission, nous avons pris connaissance d'un ensemble d'informations comptables et financières publiées par la Société au titre des derniers exercices clos dont les comptes ont été approuvés.

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

Nous nous sommes entretenus à différentes reprises avec le *Management* de la Société tant pour appréhender le contexte de l'Offre que pour comprendre les perspectives d'activité et les prévisions financières qui en découlent. Ces échanges ont porté sur :

- Le contexte et les modalités de l'Opération ;
- L'activité de C.I.F.E, son évolution et ses perspectives de développement à moyen et long terme.

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

3. Présentation des activités du GROUPE ETPO et de son environnement économique

3.1 Présentation du GROUPE ETPO

3.1.1 Présentation de la société objet de l'Offre

La société C.I.F.E est une société anonyme, dont le siège social est situé au 101 Avenue François Arago à Nanterre (92000). Enregistrée au Registre du Commerce et des Sociétés de Nanterre sous le numéro 855 800 413, la Société est spécialisée dans le domaine du génie civil, de la construction, et des travaux maritimes.

Les actions de la Société sont cotées sur le compartiment C d'EURONEXT Paris (code ISIN : FR 0000066219). Au 31 décembre 2023, le capital social s'élevait à 24.000.000,00 €, divisé en 1.200.000 actions de valeur nominale de 20,00 € chacune.

3.1.2 Actionnariat de C.I.F.E

La répartition du capital et des droits de vote théoriques de C.I.F.E se présentait comme suit au 31 janvier 2024 :

Tableau 1 – Actionnariat de la Société au 31 janvier 2024

En milliers d'actions	Capital		
	Nombre	%	% droits de votes
Spie Batignolles	754 537	62,88 %	62,88 %
Flottant / Autres actionnaires	421 418	35,12 %	35,12 %
Autodétention (CIFE)	24 045	2,00 %	2,00 %
Total	1 200 000	100,0 %	100,0 %

Sources : Société

Acquisition du Bloc de Contrôle

Pour rappel, le GROUPE ETPO a annoncé avoir trouvé un accord avec la société SPIE BATIGNOLLES le 7 novembre 2023 pour l'acquisition d'un bloc de contrôle majoritaire de 754.537 actions, représentant 62,88 % du capital de la Société au prix de 61,00 € par action. Le 22 janvier 2024, le Bloc de Contrôle a été acquis par l'Initiateur.

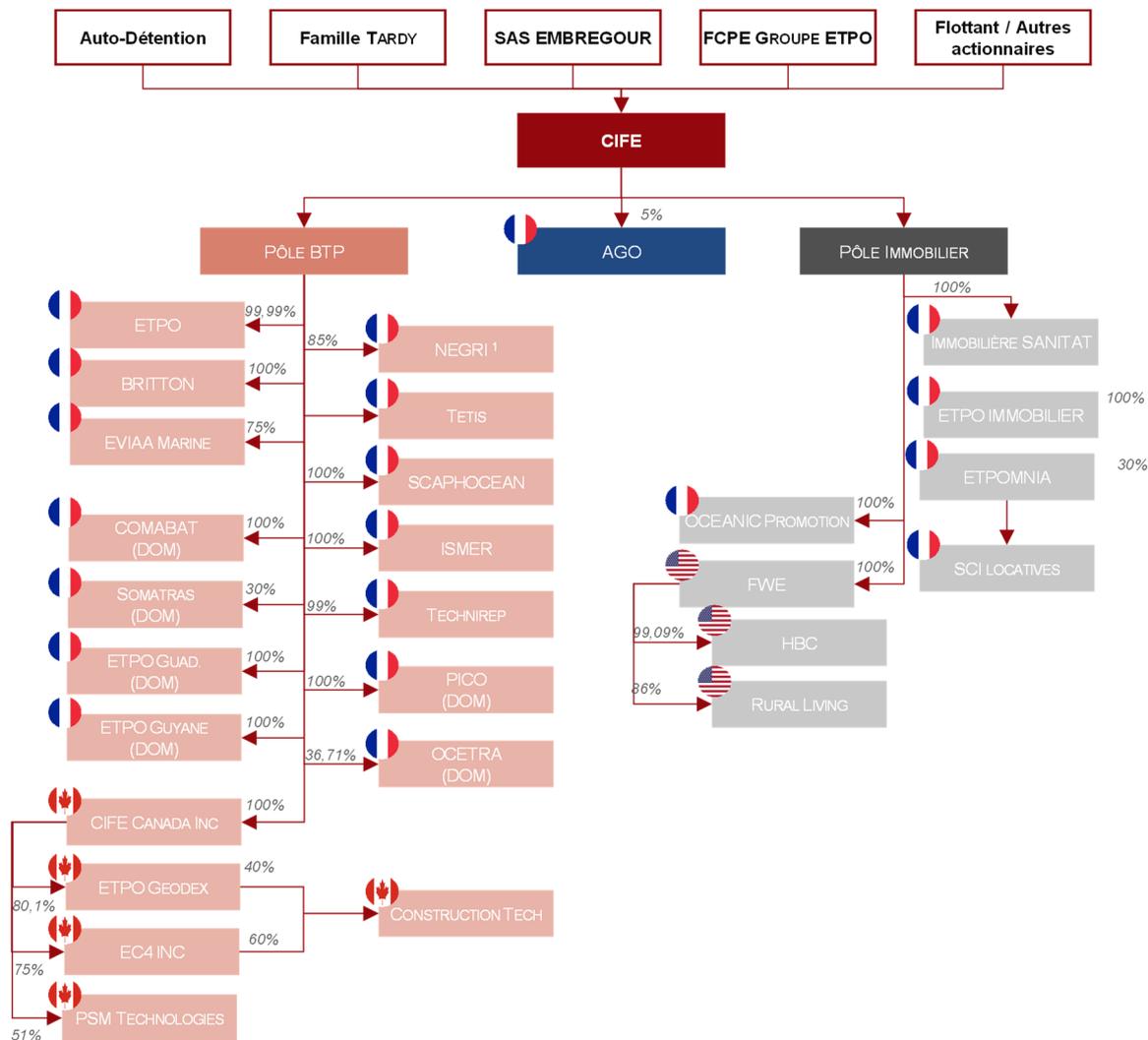
Instrument financiers (plan d'actions gratuites)

À la date de l'Offre, 7.663 actions sont attribuables à des collaborateurs de la Société au titre des plans d'actions gratuites en cours.

3.1.3 Organigramme du GROUPE ETPO

La structure juridique du GROUPE ETPO avant réalisation des Opérations Préalables à l'Offre était organisée autour de trois segments principaux : le Pôle BTP, le Pôle Immobilier (Promotion Immobilière et Immobilier Patrimonial) et la participation dans AEROPORTS DU GRAND OUEST (AGO), telle que présentée ci-après :

Figure 1 – Organigramme simplifié du GROUPE ETPO pré-Opérations Préalables à l'Offre

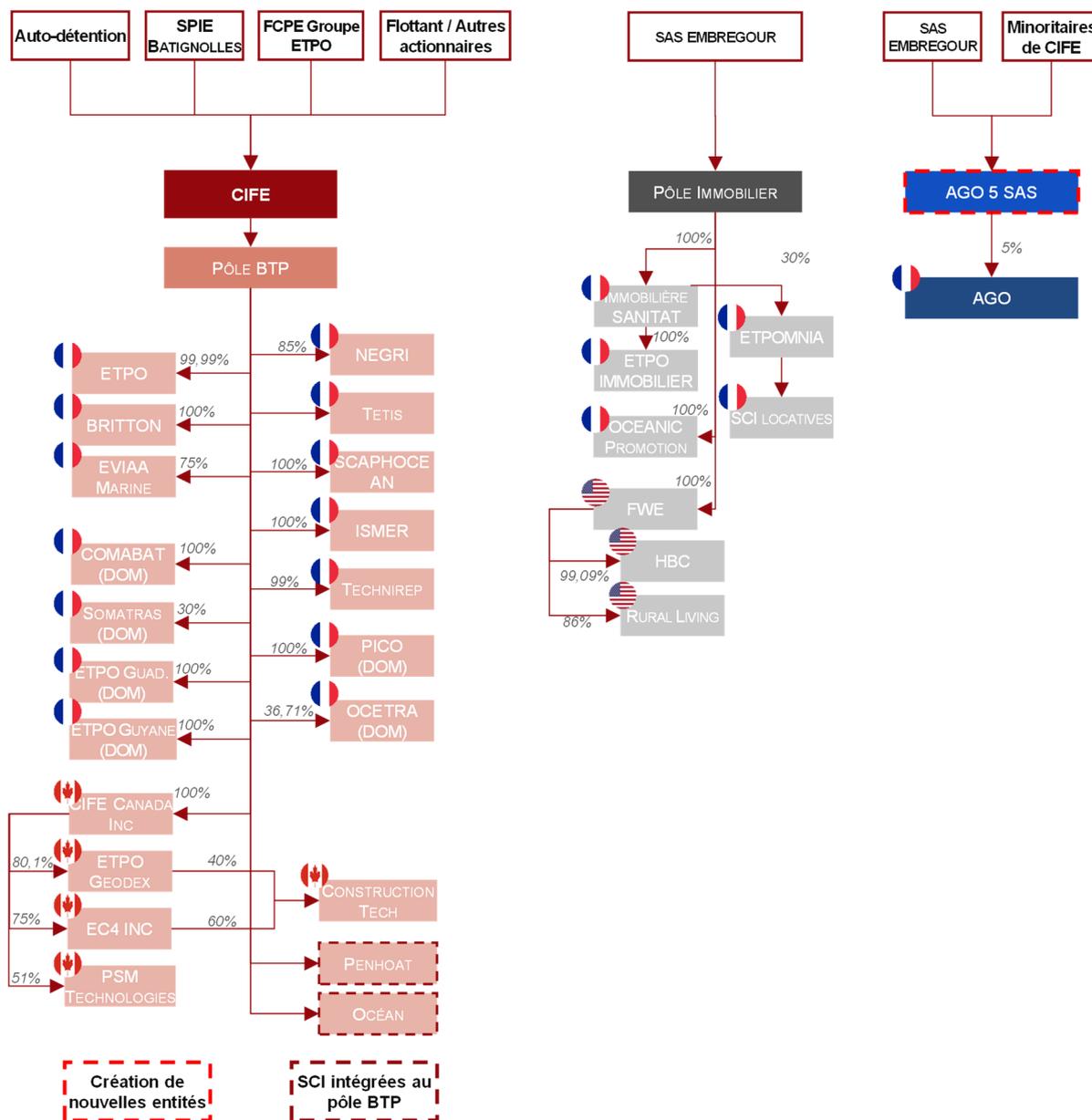


Sources: Société, Analyses FINEXSI

1: NEGRI détient notamment 85% de Pascal Martin et 75% de DMA

Après la réalisation des Opérations Préalables à l'Offre, la structure juridique du Groupe se présente comme suit :

Figure 2 – Organigramme simplifié du GROUPE ETPO post-réalisation des Opérations Préalables à l'Offre⁶



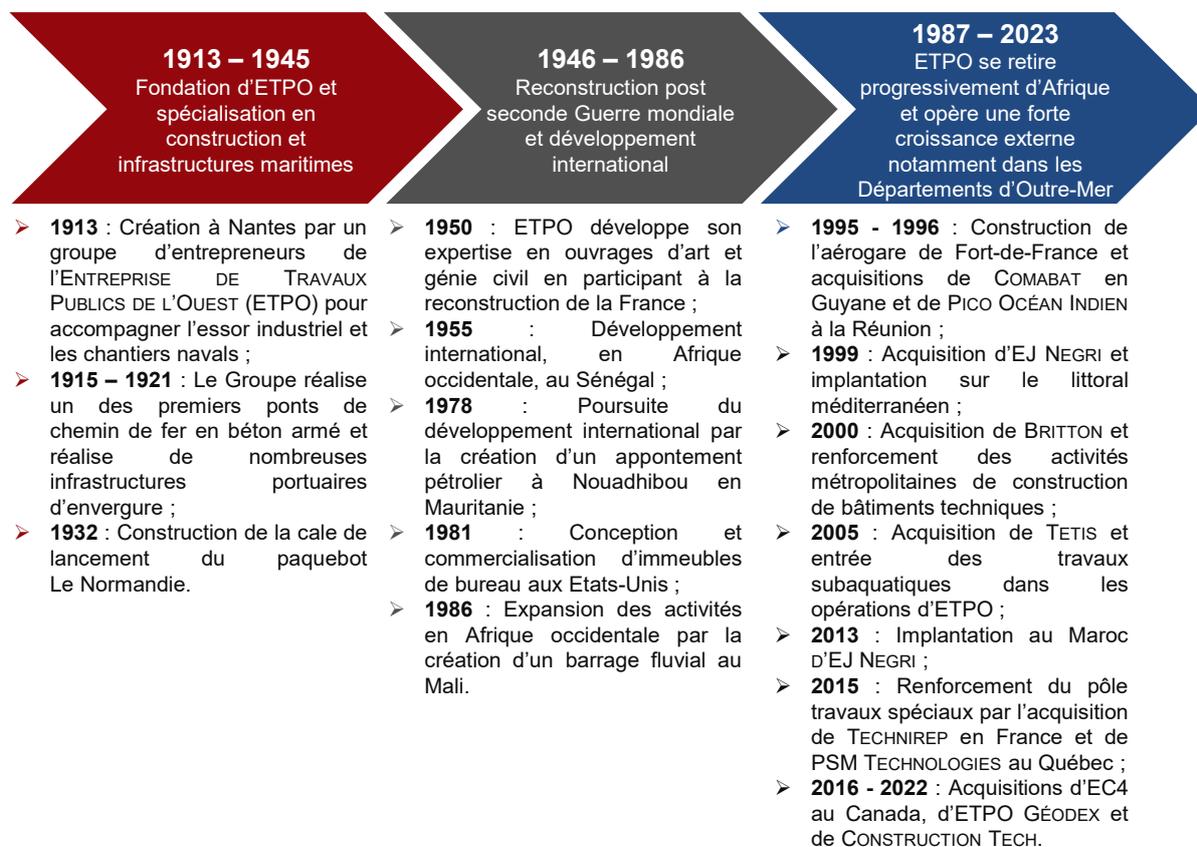
Sources : Société, Analyses FINEXSI

N. B. : Les SCI OCEAN et SCI PENHOAT, préalablement intégrées dans le pôle Immobilier du Groupe au sein des SCI Locatives, mais dont l'activité concerne le pôle BTP, ont été détachées du pôle Immobilier et intégrées au périmètre du pôle BTP post-Opérations Préalables à l'Offre.

⁶ Etant précisé que les sociétés SOMATRAS et CONSTRUCTION TECH ont été acquises par C.I.F.E au cours de l'exercice 2022 et sont concernées par des compléments de prix (*earn-out*) pour un montant de 2,7 M€ que nous avons considérés dans le tableau de passage valeur d'entreprise - valeur des fonds propres. De même, les actifs de la société ETPO GEODEX ont été cédés en septembre 2023 et le produit de cession a été intégré dans le passage VE – VFP. (cf. §6.3.3).

3.1.4 Rappel de l'historique du Groupe

Figure 3 – Historique du GROUPE ETPO



Source : Société

L'ENTREPRISE DE TRAVAUX PUBLICS DE L'OUEST (ETPO) a été fondée en 1913 par un groupe d'entrepreneurs nantais, qui avait pour but d'accompagner l'essor industriel et les chantiers navals. Dans la période d'entre-deux-guerres, la Société a notamment réalisé de nombreuses infrastructures portuaires d'envergure sur la côte Atlantique et au nord-ouest de la France.

Après la Seconde Guerre mondiale, la Société a participé à la réalisation des grands chantiers de reconstruction en France. Elle a acquis à ce titre une expertise en ouvrages d'art et de génie civil. Dans le même temps, le Groupe s'est développé en Afrique occidentale et notamment à Dakar au Sénégal et à Nouadhibou en Mauritanie, entamant son développement international. En 1981, la Société s'est implantée aux États-Unis et s'est spécialisée en conception et commercialisation d'immeubles de bureau.

Le 2 janvier 1992, ETPO a ouvert son capital au public et a débuté à partir de cette date une politique de croissance en France et à l'International, pouvant être dé aillée comme suit :

- Au début des années 1990, le Groupe s'est progressivement retiré d'Afrique et a développé ses activités en outre-mer avec l'acquisition de COMABAT en Guyane en 1995 puis à la Réunion avec PICO OCEAN INDIEN en 1995 ;
- En 1999, le Groupe s'est implanté sur le littoral méditerranéen et s'est spécialisé dans les travaux maritimes et fluviaux à la suite de l'acquisition de l'entreprise EJ NEGRI, située à Fos-sur-Mer ;
- Le pôle Travaux Maritimes et Fluviaux s'est également renforcé en 2005 avec l'acquisition de TETIS, société spécialisée dans les travaux subaquatiques, puis en 2013 avec l'implantation au Maroc d'une filiale d'EJ NEGRI ;
- En 2015, ETPO a réalisé l'acquisition de TECHNIREP en France et de PSM TECHNOLOGIES au Québec et s'est renforcée dans les Travaux Spéciaux ;
- En 2016, la Société a acheté les actifs de GEODEX à Montréal, spécialiste des fondations profondes et des travaux fluviaux ;
- En 2019 et 2020, le Groupe a développé son activité en réalisant l'acquisition au Canada d'EC4, en France métropolitaine de DRAGAGE MARINE ASSISTANCE et SCAPHOCEAN et dans les DROM-COM avec la prise de participation dans la société OCETRA ;
- En 2021, la Société a continué de développer son activité de Travaux Maritimes et Fluviaux en acquérant EVIAA MARINE ;
- Enfin, en 2022, le Groupe a renforcé sa position sur les activités maritimes et fluviales en réalisant l'acquisition d'ISMER, de SOMATRAS et s'est renforcé au Canada par l'acquisition de CONSTRUCTION TECH.

En 2023, le Groupe, dont l'ensemble des activités a été rassemblé sous le nom « ETPO » depuis 2018, emploie plus de 600 collaborateurs et se structure autour de cinq activités, que nous présentons ci-après.

3.1.5 Présentation des activités du GROUPE ETPO

En 2023, avant la cession de ce pôle intervenue le 22 janvier 2024, le GROUPE ETPO est spécialisé dans les Bâtiments et Travaux Publics (Bâtiment, Travaux Maritimes et Fluviaux, Ouvrages d'Art et Génie Civil, et Travaux Spéciaux), qui représentent 92 % du chiffre d'affaires consolidé 2022, ainsi que dans l'Immobilier (Promotion immobilière, Immobilier Patrimonial), qui en représente 8 %.

Figure 4- Présentation des segments d'activité du GROUPE ETPO

Bâtiment & Travaux Publics (BTP)					Immobilier
 Bâtiment	 Travaux maritimes & fluviaux	 Ouvrages d'art & Génie civil	 Travaux Spéciaux	 DOM & International (2)	 Immobilier
CA 2022 ⁽¹⁾ : 56,2 M€ Marge d'EBIT: (4,0)%	CA 2022 ⁽¹⁾ : 32,9 M€ Marge d'EBIT: 10,6%	CA 2022 ⁽¹⁾ : 47,8 M€ Marge d'EBIT: 3,1%	CA 2022 ⁽¹⁾ : 11,6 M€ Marge d'EBIT: 3,8%	CA 2022 ⁽¹⁾ : 83,2 M€ Marge d'EBIT: 5,4%	CA 2022 ⁽¹⁾ : 25,6 M€ Marge d'EBIT: 6,5%
Le Groupe conçoit, finance et construit des bâtiments à forte technicité (hôpitaux, gares, aéroports, gymnases), neuf ou en rénovation.	Activité historique du Groupe, qui comprend la réalisation d'infrastructures portuaires diverses ainsi que des écluses, barrages, renforcement des berges, etc.	Le Groupe dispose d'une forte expertise dans la réalisation de projets d'ouvrages d'art (ponts, viaducs) et de génie civil (barrages, ouvrages souterrains, parkings...)	Activité de réparation, renforcement et entretien d'infrastructures, en particulier en ce qui concerne des ouvrages de génie civil et des bâtiments.	Regroupe l'ensemble des métiers et expertises du Groupe ETPO exercés hors France métropolitaine.	Le Groupe dispose d'une activité de développement et promotion immobilière, résidentielle et tertiaire. Ce pôle fait l'objet d'une cession préalablement à la réalisation de l'Offre.
					
Tour Guyot Environnement	Deuxième ponton Fremm	Passerelle Pierre Larousse	Réparation du Pont d'Iéna	Jetée d'approche, Kamsar	Jardins de la Convention

(1) Les données financières présentées ci-dessus intègrent les sociétés mises en équivalence.

(2) Le pôle DOM & International regroupe l'ensemble des sociétés du Groupe implantées hors France (DROM-COM et Canada), étant précisé que ces sociétés opèrent sur l'ensemble des activités du pôle BTP (Bâtiment, Travaux Maritimes et Fluviaux, Ouvrages d'Art et Travaux Spéciaux). Par ailleurs, il est à noter que les autres pôles interviennent également sur des chantiers à l'étranger (Cameroun, Guinée, Djibouti, etc.).

Sources : Société, Analyses FINEXSI

Nous présentons ci-après la répartition du chiffre d'affaires consolidé du GROUPE ETPO entre le 31 décembre 2019 et le 30 juin 2023 par activité et par zone géographique :

Figure 5 - Répartition du chiffre d'affaires du Groupe par type d'activité

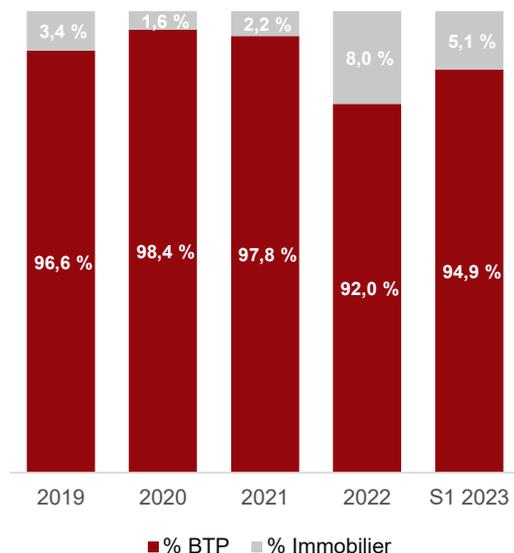
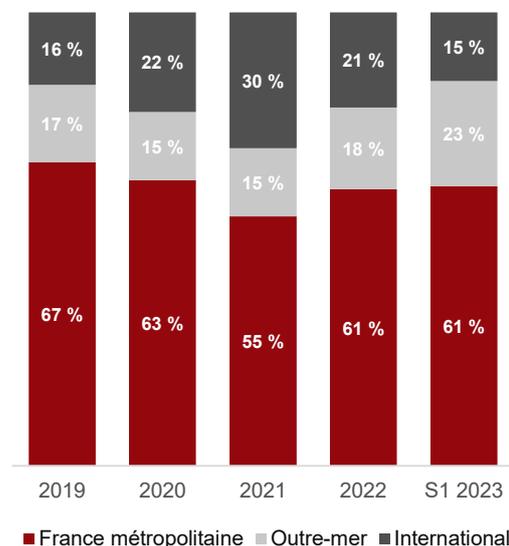


Figure 6 - Répartition du chiffre d'affaires du Groupe par zone géographique



Source : Société

La croissance du GROUPE ETPO a notamment été accompagnée par le développement des métiers d'Ouvrages d'Art et de Génie Civil. La croissance de l'activité à l'international en 2021 (cf. Figure 6) est portée par des travaux réalisés en Afrique, dont des chantiers au Cameroun, en Guinée et à Djibouti. Plus de 90 % du chiffre d'affaires consolidé est réalisé par les activités BTP du Groupe est réalisé principalement en France métropolitaine et en Outre-mer.

Les cinq activités de la Société sont présentées ci-après.

Bâtiment

Le Pôle « Bâtiment » intègre trois principales activités : (i) la construction neuve, (ii) l'extension d'ouvrages existants ainsi que (iii) la rénovation et la réhabilitation de bâtiments libres ou occupés.

Par ailleurs, le GROUPE ETPO intervient sur différents types de structures :

- Immeubles (logements et bureaux) ;
- Bâtiments culturels (musées, écoles, cinémas) ;
- Bâtiments techniques (gares, aéroports et hôpitaux).

Le Pôle « Bâtiment », est composé des sociétés NANTES BATIMENT (agence de Nantes), IDF BATIMENT (agence située en région parisienne), AG REHABILITATION BRET-PDIL et BRITTON, et a généré un chiffre d'affaires de 36 M€ au premier semestre 2023⁷, soit 26 % du CA total.

⁷ D'après les informations financières (*reportings*) de la Société, y compris sociétés mises en équivalence et hors revenus générés par les activités DOM & International

L'expertise de ce Pôle est notamment renforcée par la présence d'une équipe BIM (*Building Information Modeling*), dont la mission est de transformer l'acte de construire (i) en anticipant les évolutions des infrastructures et (ii) en prévoyant les retours sur investissement.

Enfin, le GROUPE ETPO est la première entreprise de construction en France certifiée ISO 9001 (Qualité) pour l'ensemble de ses sites. Le Groupe détient également des certifications (i) environnementales (ISO 14001 et ISO 26000 au niveau Confirmé) et (ii) santé et sécurité (OHSAS 18001) et est également certifié Qualibat RGE (Reconnu Garant de l'Environnement) grâce à son engagement dans le domaine des économies d'énergie.

Récemment, le Pôle Bâtiment est intervenu sur différents chantiers en France, notamment :

- Pour la réalisation du gros œuvre de l'hippodrome de Marville en 2021 (respect du cahier des charges pour les *boxes*, les zones dédiées aux soins vétérinaires et les pistes de trot et galop) ;
- Pour la construction de la tour Guyot Environnement à Brest en 2022 (structure de 30 mètres de hauteur avec 130 tonnes d'armatures) ; et
- Pour la réalisation d'une Structure d'Accompagnement vers la Sortie (SAS)⁸ en Martinique en 2023.

La majeure partie du chiffre d'affaires du pôle Bâtiment est portée par les activités de constructions neuves (90 %) en France métropolitaine.

Travaux maritimes, fluviaux et sous-marins

Le Pôle Travaux Maritimes et Fluviaux (TMF), qui comprend les travaux d'aménagement (écluses, barrages et quais), de renforcement (confortement de berges) et de protection, constitue le cœur d'activité historique du GROUPE ETPO. Le Pôle TMF a réalisé au premier semestre 2023 un chiffre d'affaires de 22,2 M€⁹, soit 16 % du CA total.

La Société est présente en France métropolitaine, dans les départements d'outre-mer et au Québec. Les activités TMF se décomposent comme suit :

- Travaux maritimes et fluviaux : le GROUPE ETPO intervient sur les aménagements portuaires, le dragage, la protection des structures fluviales et maritimes et les mouillages ;
- Travaux subaquatiques : l'activité est portée au sein du Groupe par les filiales EJ NEGRI et TETIS, acteurs subaquatiques français historiques. La Société intervient pour proposer son expertise, réhabiliter et réparer des ouvrages sous-marins, mais aussi grâce à son savoir-faire en énergies marines renouvelables ;
- Travaux fluviaux et sous-marins : la Société construit et réhabilite des ouvrages lourds et volumineux grâce à son expertise portuaire et fluviale ;

⁸ Établissement visant à favoriser l'autonomisation et la responsabilisation des personnes détenues.

⁹ D'après les informations financières (*reportings*) de la Société, y compris sociétés mises en équivalence et hors revenus générés par les activités DOM & International

- **Travaux en milieu confiné** : le GROUPE ETPO réalise l'inspection, les réparations et l'entretien des ouvrages avec la possibilité d'intervenir dans les zones dites ATEX (Atmosphère Explosive), à haute température et dans des bassins contaminés.

Au cours des dernières années, le Pôle TMF est notamment intervenu sur différents chantiers en France :

- Le prolongement de la digue de Sartrouville en 2018, en groupement avec BERTHOLD BTP (770 tonnes de palplanches¹⁰) ;
- La réalisation des travaux de construction de la passerelle Pierre Larousse à Aubervilliers en 2023 (182 tonnes de charpentes et à 5 mètres de hauteur) en préparation des Jeux Olympiques de Paris 2024.

Le Pôle TMF opère principalement en France (métropolitaine et départements d'outre-mer), ainsi qu'en Afrique et au Canada. A l'instar de l'activité Bâtiment, les activités de construction neuves sont les plus contributives au chiffre d'affaires de cette activité.

Ouvrages d'art et de génie civil

Le Pôle Ouvrages d'Art et Génie Civil (OA-GC) du Groupe est présent en Métropole et en outre-mer, et a réalisé un chiffre d'affaires de 22,6 M€¹¹ au premier semestre 2023, soit 16 % du CA total.

Au travers de son activité OA-GC, le Groupe intervient à la fois sur les ponts, viaducs, barrages, tranchées couvertes, soutènements, fondations profondes ainsi que pour les ouvrages souterrains. Les principaux clients de la Société sont les collectivités locales ainsi que l'État.

Le GROUPE ETPO dispose de nombreuses certifications (ISO 9001, OHSAS 18001¹²) attestant de la qualité des travaux, et de la rigueur dans leur réalisation qui ont fait la réputation du GROUPE ETPO depuis plus d'un siècle.

Au cours des dernières années, la Société est notamment intervenue sur plusieurs chantiers en France Métropolitaine :

- La désaturation de la gare de Lyon (2021) et de celle d'Herblay sur Seine (2022 - réalisation de douze tonnes d'armatures et 200 m³ de béton) ;
- Le prolongement de la ligne B du métro à Toulouse (2023 - réalisation de 900 voussoirs préfabriqués¹³ sur le chantier, 58 piles coulées sur place et sept piles construites par des moyens nautiques).

¹⁰ Utilisées pour retenir la terre à l'aide de tôles d'acier aux bords imbriqués pour réaliser des murs de soutènement verticaux

¹¹ D'après les informations financières (*reportings*) de la Société, y compris sociétés mises en équivalence et hors revenus générés par les activités DOM & International

¹² ISO 9001 : Certification témoignant de la mise en place d'un système de *management* de la qualité.

OHSAS 18001 : Certification indiquant la mise en place d'un *management* de la santé et de la sécurité au travail.

¹³ Un voussoir préfabriqué est réalisé en béton armé et utilisé par les tunneliers pour tapisser les parois.

La construction de nouveaux ouvrages, qui se caractérisent par une forte intensité capitalistique des projets, représente la majorité des revenus du Pôle.

Travaux spéciaux

Le Pôle Travaux Spéciaux du GROUPE ETPO rassemble les activités de réparation, de renforcement et de protection des infrastructures. Ces activités ont pour but (i) de renforcer les infrastructures vieillissantes et (ii) d'inscrire ces constructions dans une logique plus durable. Via sa filiale TECHNIREP, le Pôle Travaux Spéciaux et Entretien a réalisé un chiffre d'affaires de 4 M€ au premier semestre 2023¹⁴.

Le Pôle Travaux Spéciaux intervient pour des secteurs d'activité variés : Immobilier, Transport, Industries (pétrochimiques, agroalimentaires, énergies nucléaires et renouvelables) ainsi que l'Eau et l'Energie.

En 2022, les équipes de TECHNIREP et d'EJ NEGRI ont démarré la réparation de la jetée d'approche à Kamsar en Guinée. Cette réalisation a entraîné la présence à l'international du pôle¹⁵.

En 2023, les équipes de TECHNIREP ont démarré les chantiers pour la rénovation d'une buse routière à Pont-l'Évêque (département du Calvados) et pour le vérinage¹⁶ d'un ouvrage de réparation et confortement d'un pont à Orly.

Immobilier (activité cédée en janvier 2024)

Le Pôle Immobilier du GROUPE ETPO intègre quatre activités principales : (i) les projets tertiaires, (ii) les projets résidentiels, (iii) le partenariat avec OMNES CAPITAL lancé en 2017 via la filiale ETPOMNIA¹⁷ et (iv) l'immobilier patrimonial aux Etats-Unis.

Le Pôle Immobilier intervient également dans le cadre de programmes d'opérations de promotions immobilières. Au sein du GROUPE ETPO, le Pôle est notamment composé des sociétés OCEANIC PROMOTION, ETPO IMMO IDF, ETPOMNIA, INVEST ETPO GEODEX, IMMOBILIERE SANITAT, de plusieurs sociétés civiles de construction-vente (SCCV) et de sociétés civiles immobilières, d'implantations en Roumanie et aux Etats-Unis (FWE, HBC, RURAL LIVING).

En France, les activités immobilières d'ETPO se concentrent sur deux agences situées en régions parisienne et nantaise, qui développent des projets tertiaires et résidentiels en promotion. À l'international les activités comprennent la gestion d'un parc de bureaux de 6 300 m², de 238 places de parking et de 62 maisons individuelles aux États-Unis et d'une réserve foncière à Bucarest en Roumanie.

¹⁴ D'après les informations financières (*reportings*) de la Société, étant précisé que la société TECHNIREP est consolidée selon la méthode de la mise en équivalence.

¹⁵ Les sociétés des pôles hors DOM & International étant susceptibles d'intervenir sur des chantiers à l'étranger, comme précisé ci-avant.

¹⁶ Levage ou poussage d'éléments lourds à l'aide de vérins

¹⁷ Conclusion d'un partenariat avec le fonds « Construction Énergie Plus » au travers d'une filiale commune (ETPOMNIA), société spécialisée dans la réalisation de projets immobiliers tertiaires à très haute performance environnementale.

Lors du premier semestre 2023, le Pôle Immobilier a généré un chiffre d'affaires de 7,5 M€¹⁸, principalement en France.

Au cours des dernières années, ce pôle est notamment intervenu en France métropolitaine pour les constructions :

- De l'immeuble de bureau Ilot 3D (6 400 m² qui visent la certification BREEAM¹⁹ « Very Good ») à Nantes et des Jardins de la Convention à Saint-Maur-des-Fossés en 2022 (respect du label RT 2012 – 20 %²⁰) ;
- Et la conception de la résidence Le Rossi à Ablon-sur-Seine en 2023 disposant des labels RT 2012 – 10 % et NF HABITAT²¹.

Nous rappelons que cette activité a été cédée préalablement à l'Offre.

3.2 Présentation de l'environnement économique et concurrentiel du GROUPE ETPO

3.2.1 Présentation des principaux acteurs

Le marché français du BTP regroupe trois types d'acteurs principaux²² :

- Les « majors » du secteur comme VINCI, BOUYGUES, EIFFAGE, suivis de NGE et SPIE BATIGNOLLES, qui sont des groupes pluridisciplinaires et qui interviennent principalement auprès des industriels, grands promoteurs et des collectivités locales ;
- Les Entreprises de Taille Intermédiaire (ETI) qui disposent de compétences techniques de pointe, comme le GROUPE ETPO dans les TMF, et pouvant intervenir en France et à l'étranger ;
- Les entreprises de taille plus modeste, spécialisées sur des activités spécifiques et pouvant intervenir en tant que sous-traitants sur des chantiers de plus grande ampleur.

¹⁸ D'après les informations financières (*reportings*) de la Société, y compris sociétés mises en équivalence.

¹⁹ Certification établie dans 83 pays pour évaluer la qualité d'un bâtiment d'un point de vue environnemental.

²⁰ Label pour dépasser les exigences du label Réglementation Thermique 2012 de 20 % et objectiver une consommation annuelle d'environ 40 kWhEP (kilowatt/heure d'énergie primaire) /m².an.

²¹ Certification française garantissant la qualité de construction, de performance énergétique et de confort d'un logement neuf ou rénové.

²² D'après XERFI, La conjoncture du Bâtiment à l'horizon 2024

Ainsi, le marché français du BTP est fortement concentré autour d'acteurs majeurs dont les cinq plus importants sont :

- VINCI CONSTRUCTION, filiale regroupant l'activité construction du Groupe VINCI, qui a réalisé un chiffre d'affaires de 29,3 Mds€ en 2022, dont 13,1 Mds€ (45 %) en France sur l'activité Travaux Publics. Ce pôle a poursuivi son développement international et intervient sur les grands projets en Europe, Océanie et Amérique du Nord. Le Groupe présentait au 31 décembre 2022 un carnet de commandes de 33,8 Mds€²³. Par ailleurs, le groupe VINCI dispose également d'activités dans les secteurs des Concessions (autoroutes et aéroports), de l'Energie et de l'Immobilier ;
- Les filiales du Groupe BOUYGUES (BOUYGUES CONSTRUCTION et COLAS), dont le chiffre d'affaires est de 24,8 Mds€ en 2022. Ces deux sociétés évoluent dans plus de 60 pays et disposent d'un carnet de commandes au 31 décembre 2022 de 25,8 Mds€²⁴. Par ailleurs, le Groupe BOUYGUES opère majoritairement dans les secteurs des Télécoms (BOUYGUES TELECOM), de l'Energie (EQUANS) et des Médias (GROUPE TF1) ;
- EIFFAGE, qui a réalisé un chiffre d'affaires, toutes activités confondues, de 20,3 Mds€ en 2022 dont notamment 21,5 % via la construction et 35,9 % via ses activités d'infrastructures. Le Groupe présentait un carnet de commandes au 31 décembre 2022 de 18,5 Mds€²⁵. Par ailleurs, le GROUPE EIFFAGE dispose d'activités dans les secteurs de l'Energie et des Concessions (autoroutes et infrastructures) ;
- NGE, entreprise française de BTP qui a réalisé plus de 3 Mds€ de chiffre d'affaires en 2022, en deçà des trois acteurs les plus importants du secteur. Cette société, qui a récemment réalisé l'acquisition d'une filiale de VEOLIA spécialisée dans le secteur de l'Eau (SADE-GTH, représentant 1 Md€ de chiffre d'affaires en 2022), a publié un carnet de commandes de 5,3 Mds€ au 31 décembre 2022²⁶ ;
- SPIE BATIGNOLLES, acteur majeur dans le secteur de la Construction, qui a réalisé un chiffre d'affaires de 2,4 Mds€ en 2022²⁷ et compte près de 8 000 collaborateurs en France et à l'international dans les secteurs de la Construction (43 % du CA 2022), du Génie Civil & Fondations (21 % du CA), des Travaux Publics et de l'Environnement (24 % du CA), de l'Énergie (10 % du CA) et de l'Immobilier (2 % du CA).

Les tendances des principaux secteurs sur lesquelles opère le pôle BTP de la Société (Bâtiment, Travaux Maritimes et Fluviaux, et Ouvrages d'Art et Génie Civil) sont présentées ci-après.

²³ D'après le rapport annuel 2022 de VINCI.

²⁴ D'après les rapports annuels 2022 de BOUYGUES.

²⁵ D'après le rapport annuel 2022 d'EIFFAGE.

²⁶ D'après les publications de NGE au 31/12/2022.

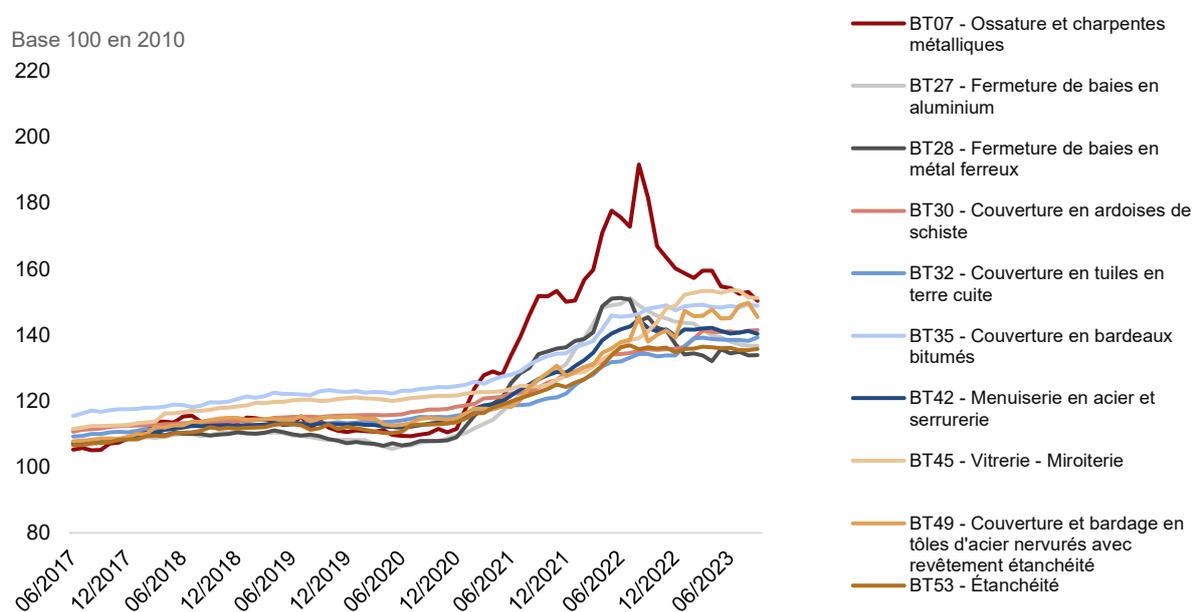
²⁷ Rapport annuel de SPIE BATIGNOLLES.

3.2.2 Présentation du marché du bâtiment

Le secteur du Bâtiment regroupe les activités de conception et de construction de projets immobiliers résidentiels et non résidentiels. Au cours des dernières années, les prix des matières premières ont fortement impacté les chantiers ainsi que les marges des entreprises du secteur. Depuis la crise sanitaire et à la suite du conflit russo-ukrainien, les différents indices des prix de la production industrielle française affichent des hausses très importantes.

Parmi les indices de prix des matériaux présentés ci-dessous, les plus fortes hausses concernent les ossatures et charpentes métalliques (+42,8 %), la vitrerie/miroiterie (+35,6 %) ainsi que les couvertures et bardages en tôles d'aciers (+34,9 %) :

Figure 7 - Indices de prix de production industrielle de matériaux pour le marché français



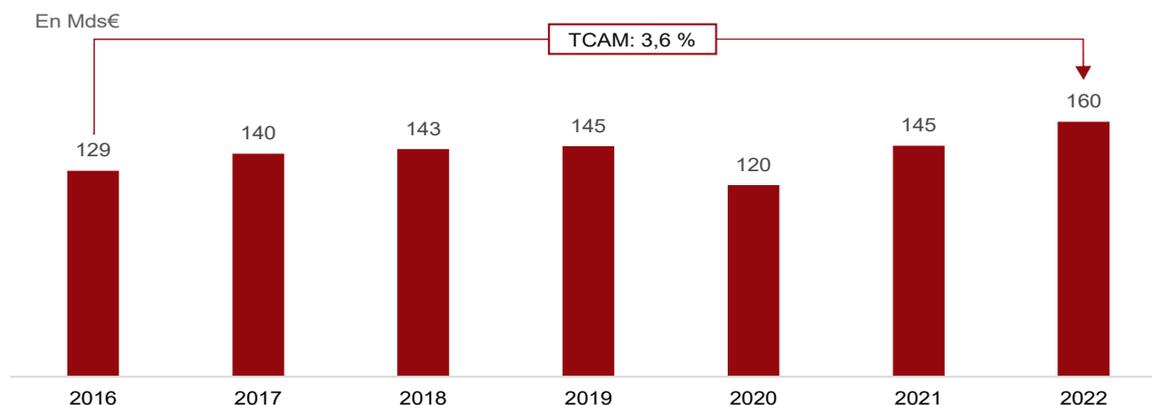
06/2017 - 09/2023	BT07	BT27	BT28	BT30	BT32	BT35	BT42	BT45	BT49	BT53
CAGR mensuel (06/2017 - 12/2020)	0,1 %	0,1 %	0,0 %	0,2 %	0,1 %	0,2 %	0,1 %	0,2 %	0,1 %	0,2 %
CAGR mensuel (01/2021 - 09/2023)	0,8 %	0,7 %	0,6 %	0,6 %	0,6 %	0,5 %	0,6 %	0,7 %	0,7 %	0,5 %

Sources : INSEE, analyses FINEXSI

Entre juin 2017 et décembre 2020, la croissance mensuelle moyenne des indices de prix de production est restée plutôt mesurée, entre 0,0 % (BT28) et 0,2 % (BT45). Depuis janvier 2021, la hausse de ces indices est largement supérieure aux niveaux historiques, affichant une croissance mensuelle moyenne entre 0,5 % (BT53) et 0,8 % (BT07) (cf. Figure 7).

Pour pallier ces hausses des coûts, les entreprises du BTP ont augmenté les prix de vente de leurs chantiers, induisant une hausse de leurs revenus. Ainsi, le marché a augmenté en valeur, affichant une croissance annuelle moyenne de 3,6 % entre 2016 et 2022 (cf. Figure 8), comme présenté dans le graphe ci-après :

Figure 8 - Chiffre d'affaires du secteur du Bâtiment entre 2016 et 2022



Sources : Observatoire des métiers du BTP, analyses FINEXSI

Cet effet prix observé sur le marché masque la baisse en volume de l'activité du Bâtiment, dont le niveau reste en deçà du niveau atteint en 2019 (-1,5 % par rapport à 2019)²⁸, malgré un léger rebond entre 2021 et 2022.

Toutefois, les entreprises du secteur ne sont pas systématiquement en mesure de répercuter ces hausses de coûts aux clients. Lors de la négociation des contrats, les parties peuvent s'accorder sur un prix ferme et non révisable, entraînant ainsi une dégradation des niveaux de marge des constructeurs.

En ce qui concerne l'activité prévisionnelle du secteur, il est à noter que le niveau des carnets de commandes s'établit à 8,4 mois de chiffre d'affaires en moyenne au T3 2023²⁹, contre un niveau moyen de 8,7 mois au T4 2022, et s'établit à 7 mois d'activité à fin novembre 2023, traduisant ainsi un ralentissement anticipé de l'activité.

²⁸ Selon l'Observatoire des métiers du BTP – Notes de conjoncture 2022

²⁹ D'après l'Observatoire des métiers du BTP – Notes de conjoncture T3 2023

Par ailleurs, la poursuite de la hausse des coûts des matières premières a entraîné une réduction du nombre de chantiers en France au cours des derniers mois, qui s'est notamment matérialisée par :

- Le recul de 21,8 % du nombre de mises en chantiers de logements entre le T3 2023 et le T2 2022²⁹ ;
- Le recul de 11,8 % des surfaces de travaux commencés pour les bâtiments non résidentiels sur la même période²⁹ ;
- Une chute de plus de 25 % du nombre de permis de construire auquel s'ajoute une diminution de 50,9 % des crédits immobiliers octroyés sur les trois derniers mois à fin juillet 2023³⁰.

3.2.3 Présentation du marché des travaux maritimes, fluviaux et sous-marins

Les travaux maritimes, fluviaux et sous-marins (TMF) intègrent les ouvrages et réalisations exécutés en mer, rivière ou sur les plans d'eau intérieurs. Ces travaux visent principalement à la réalisation de nouveaux ouvrages, à l'aménagement et à la régularisation de voies d'eau navigables ou non³¹.

Les TMF regroupent les travaux (i) *offshore*, (ii) d'ingénierie navale, (iii) de génie côtier, (iv) subaquatiques, (v) de génie civil et (vi) d'ingénierie hydraulique.

Le marché des travaux maritimes et fluviaux en France métropolitaine représente une position de niche sur l'ensemble du secteur des Travaux Publics. En 2022, ce marché s'élevait à 649 M€, soit 1,4 % de l'ensemble des travaux réalisés (47 994 M€)³².

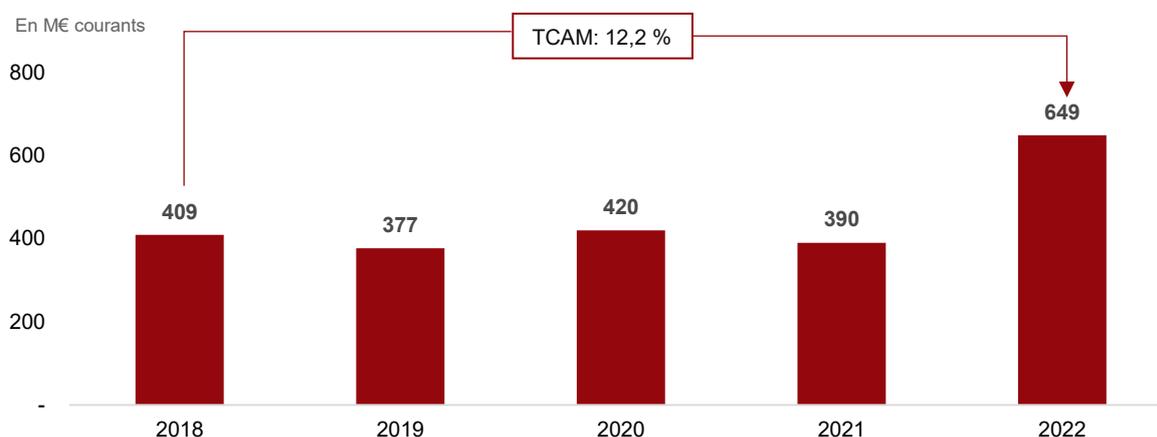
³⁰ D'après la FEDERATION FRANÇAISE DU BATIMENT – Tendances récentes du bâtiment – septembre 2023

³¹ Tel que défini par la Fédération National des Travaux Publics dans son recueil de statistiques 2022

³² Tel que calculé par le Recueil de Statistiques 2022 publié par la FEDERATION NATIONALE DES TRAVAUX PUBLICS

Cependant, le marché des TMF affiche une croissance annuelle moyenne de 12,2 % (409 M€ à 649 M€ - cf. Figure 9) entre 2018 et 2022, soit un niveau supérieur à la croissance du secteur des Travaux Publics³³, comme cela est présenté ci-après :

Figure 9 - Évolution des montants des TMF réalisés en métropole entre 2018 et 2022



Source : FEDERATION NATIONALE DES TRAVAUX PUBLICS (FNTP)

Le marché des TMF portant sur des travaux réalisés « à titre principal³⁴ » s'établit à 563 M€ en 2022³⁵, et se compose de travaux neufs (326 M€, soit 58 %) et d'amélioration/entretien (237 M€, soit 42 %).

Depuis 2011, l'État a engagé des actions pour prévenir le risque lié aux inondations, conduisant à la labellisation de 67 Programmes d'Actions de Prévention des Inondations (PAPI) entre 2011 et 2017, qui disposent ainsi de financements liés au Programme 181³⁶ et au fonds Barnier³⁷, ainsi que d'autres financements permettant la réalisation de ces travaux.

À titre d'exemple, ces labels ont permis à des espaces fortement exposés, comme l'île d'Oléron, de réaliser des travaux sur les différentes façades maritimes (une digue à SAINT-TROJAN-LES-BAINS au sud de l'île et des murets anti-submersion à BOYARDVILLE à l'est de l'île).

Au regard des tendances historiques et au vu du potentiel de la France dans le développement des parcs *offshore* d'énergie éolienne en Europe (objectif d'atteindre une capacité de 5 GW en 2028, auquel s'ajoute un potentiel énergétique supérieur à 50 GW, qui requiert la construction d'ouvrages spécifiques), le marché des TMF devrait être en mesure de poursuivre sa croissance dans les prochaines années³⁸.

³³ Croissance de +4,0 %, de 41 004 M€ à 47 994 M€ sur la même période.

³⁴ Par opposition aux travaux réalisés en complément d'autres activités (Ouvrages d'art, Génie Civil, etc...).

³⁵ Le reste des travaux étant réalisés en compléments d'autres activités de travaux publics (Génie Civil, Travaux Spéciaux, etc.).

³⁶ Le Programme 181 « Prévention des risques » est consacré à la prévention de nombreux risques, qu'ils soient naturels, technologiques, industriels, nucléaires ou miniers – Avis n° 4502 – Tome 2 – 15e législature – Assemblée Nationale.

³⁷ Le fonds de Prévention des risques naturels majeurs (FPRNM), dit fonds Barnier, permet de soutenir des mesures de prévention ou de protection des personnes et des biens exposés aux risques naturels majeurs.

³⁸ D'après les études des associations France Énergie Éolienne (FEE) et le Syndicat des énergies renouvelables (SER).

3.2.4 Présentation du marché des ouvrages d'art et de génie civil

Les spécialistes des ouvrages d'art et du génie civil interviennent dans la construction et l'entretien de ponts, tunnels et viaducs, ainsi que de passerelles en métal ou en béton³⁹.

Le marché des ouvrages d'art et génie civil est principalement porté par les grands projets d'infrastructures engagés par les collectivités locales, les grandes entreprises de transport et l'État français (réseau routier, parc ferroviaire, ouvrages hydrauliques).

En 2022 en France, le réseau routier comptait environ 840 tunnels, 250 000 ponts et plus de 6 000 murs de soutènement⁴⁰, tandis que le parc ferroviaire était composé de 27 000 ponts, 1 440 tunnels et 9 050 ponts-rails supérieurs à 10 mètres de hauteur. A ces ouvrages s'ajoute également un parc de plus de 520 barrages supérieurs à 15 mètres de hauteur⁴¹.

En raison du coût élevé des travaux de construction des ouvrages d'art, les nouveaux ouvrages représentent la majeure partie du chiffre d'affaires du secteur. Cependant, les opérations d'entretien et de rénovation constituent la majorité du marché en volume⁴².

Sur le marché français, le marché des ouvrages d'art et de génie civil est concentré autour des principaux acteurs du secteur (cf. §3.2.1).

En 2020, VINCI, EIFFAGE, BOUYGUES et SPIE BATIGNOLLES représentaient 62,5 % du marché, ce qui traduit la forte concentration du marché et qui peut s'expliquer par :

- Les barrières à l'entrée pour de nouveaux acteurs, en raison de la forte intensité capitalistique que nécessite chaque projet, entraînant ainsi des besoins de financement importants ;
- Le renforcement des normes environnementales.

³⁹ Tel que défini par XERFI – La construction et l'entretien d'ouvrages d'art – décembre 2022.

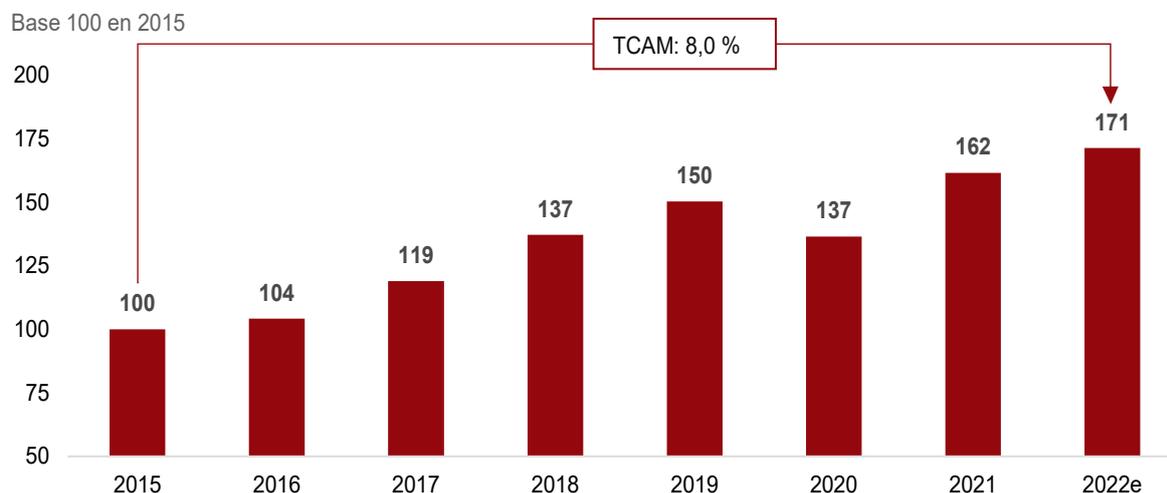
⁴⁰ Murs verticaux ou subverticaux destinés à contenir des éléments sur une surface donnée.

⁴¹ Selon l'étude XERFI – La construction et l'entretien d'ouvrages d'art – décembre 2022.

⁴² D'après l'étude XERFI – La construction et l'entretien d'ouvrages d'art – décembre 2022.

Entre 2015 et 2022, le secteur des OA-GC a progressé en moyenne de 8,0 % par an (cf. Figure 10), comme présenté ci-après :

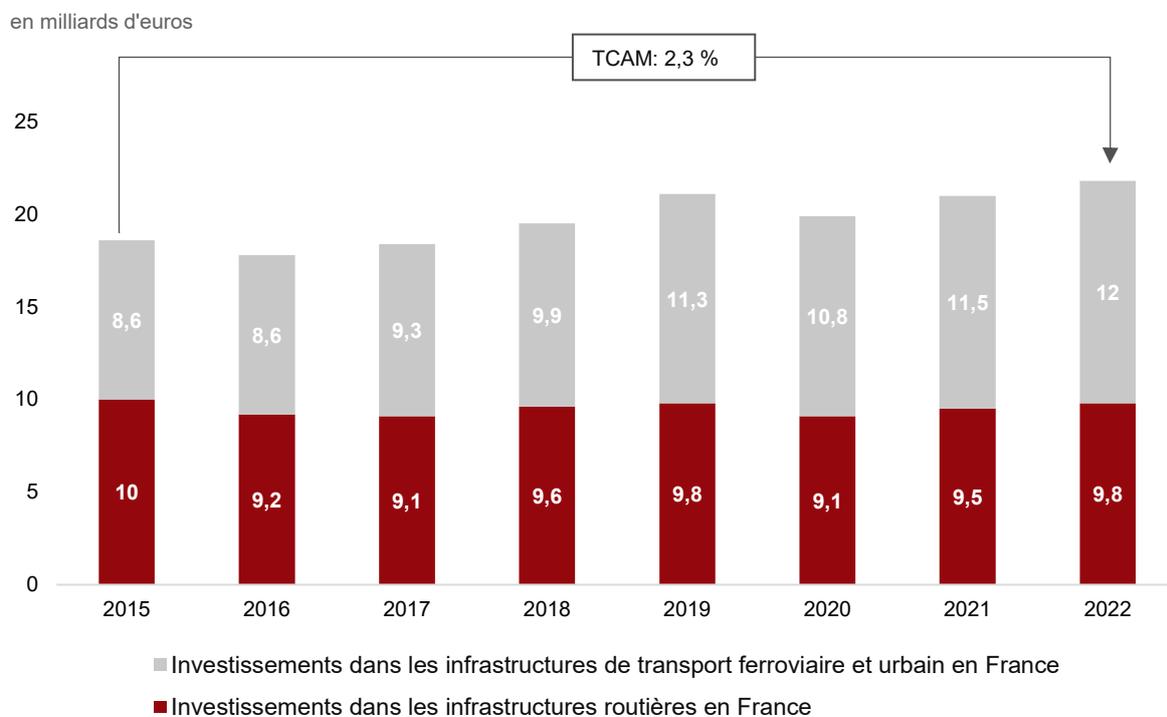
Figure 10 : Chiffre d'affaires du secteur de la Construction d'ouvrages d'art



Source : INSEE

Cette augmentation s'explique notamment par l'augmentation des investissements dans les structures routières et ferroviaires en France, détaillée ci-après :

Figure 11 - Investissements dans les structures routières et ferroviaires en France

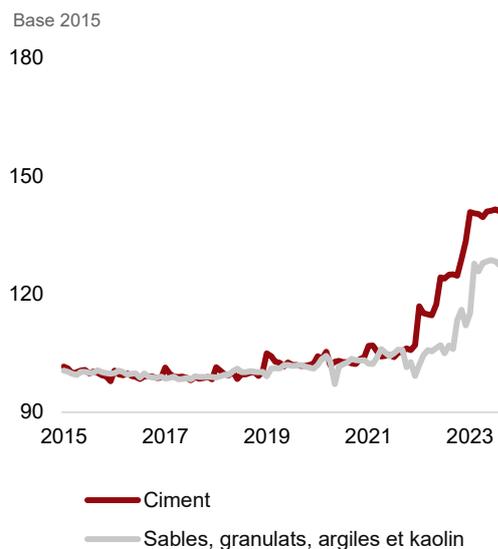


Source : XERFI



Cette croissance, notamment dans le ferroviaire, s'explique à la fois par (i) l'augmentation des investissements liés aux enjeux de mobilités durables, (ii) les besoins constants de maintien en l'état des infrastructures, auxquels s'ajoute (iii) la hausse des coûts de l'énergie, des matières premières et du transport (cf. Figures 12 et 13), qui est répercutée dans le prix de vente, tel que détaillé ci-après :

Figure 12 – Indices de prix de production de l'industrie française pour le marché français



Source : INSEE – Indices CPF 23.51 et CPF 08.12

Figure 13 – Indices de prix de production de l'industrie française pour le marché français



Source : INSEE - Index TP02 et TP13

Enfin, bien que concentrée autour d'un faible nombre d'acteurs et malgré les conditions macroéconomiques actuelles, la progression attendue du secteur de la Construction d'ouvrages d'art était de 3 % en 2023⁴³, portée par un effet prix qui compense le tassement anticipé du volume d'activité.

4. Analyse financière du GROUPE ETPO

Les comptes consolidés de C.I.F.E des quatre derniers exercices clos ont fait l'objet d'une certification sans réserve de la part des Commissaires aux comptes⁴⁴. Pour rappel, les comptes annuels de la Société clôturent au 31 décembre.

Les données financières que nous présentons ci-après (Compte de résultat, Bilan, Tableau de flux de trésorerie) correspondent aux données financières post-réalisation des Opérations Préalables à l'Offre issues des éléments financiers de la Société⁴⁵. Elles ne prennent donc pas en compte les activités immobilières qui ne font plus partie du périmètre du Groupe.

⁴³ Selon les estimations de XERFI – La construction et l'entretien d'ouvrages d'art – décembre 2022

⁴⁴ RSM OUEST et ERNST & YOUNG, désignés respectivement lors des assemblées du 8 juin 2007 et du 25 juin 2019

⁴⁵ Correspondant aux éléments financiers du pôle BTP issus de la communication financière de la Société après prise en compte des SCI PENHOAT et SCI OCEAN (initialement intégrées au pôle Immobilier), sur la base des éléments financiers contributifs consolidés.

4.1 Compte de résultat consolidé de la Société post-réalisation des Opérations Préalables à l'Offre sur la période 2019 – S1 2023

Nous présentons ci-après les comptes de résultat de la Société entre le 31 décembre 2019 et le 30 juin 2023, après réalisation des Opérations Préalables à l'Offre.

Tableau 2 - Compte de résultat de la Société (post-réalisation des Opérations Préalables à l'Offre) entre 2019 et le 1er semestre 2023

Compte de résultat consolidé après réalisation des opérations préalables - M€	2019	2020	2021	2022	S1 2022	S1 2023
Chiffre d'affaires	176,8	167,5	186,0	204,1	92,6	119,9
<i>% croissance</i>		<i>(5,2)%</i>	<i>11,0%</i>	<i>9,7%</i>		<i>29,5%</i>
Achats consommés	(87,0)	(77,7)	(89,4)	(98,3)	(40,1)	(61,3)
Charges externes	(36,7)	(36,9)	(33,2)	(42,5)	(22,5)	(26,3)
Charges de personnel	(41,8)	(42,4)	(47,7)	(51,2)	(24,9)	(25,8)
Impôts et taxes	(1,7)	(1,9)	(1,4)	(1,5)	(0,9)	(1,1)
Dotations nettes aux amortissements et provisions	(8,7)	(9,0)	(7,5)	(11,8)	(4,5)	(7,0)
Autres produits et charges opérationnels courants	(0,2)	0,2	(0,1)	(0,2)	0,0	0,2
Eliminations intra-groupe			1,0	7,1	2,6	3,0
Résultat opérationnel - EBIT courant	0,8	(0,2)	7,6	5,6	2,4	1,6
<i>% du CA</i>	<i>0,4%</i>	<i>(0,1)%</i>	<i>4,1%</i>	<i>2,7%</i>	<i>2,6%</i>	<i>1,4%</i>
Produits opérationnels non-courants	n.c	n.c	1,3	1,5	0,1	0,9
Charges opérationnelles non courantes	-	1,0	(0,8)	(1,1)	(0,4)	(0,8)
Autres produits et charges opérationnels	-	1,0	0,5	0,4	(0,2)	0,0
Eliminations intra-groupe	-	-	-	0,0	-	-
Dépreciations des écarts d'acquisition	-	-	(0,1)	(0,0)	(0,0)	-
Résultat opérationnel - EBIT	0,8	0,8	8,0	5,9	2,2	1,7
<i>% du CA</i>	<i>0,4%</i>	<i>0,5%</i>	<i>4,3%</i>	<i>2,9%</i>	<i>2,3%</i>	<i>1,4%</i>
Produits de trésorerie et d'équivalents de trésorerie	0,7	0,4	0,3	0,4	0,1	0,6
Coût de l'endettement financier brut	(0,4)	(0,4)	(0,4)	(0,4)	(0,2)	(0,3)
Coût de l'endettement financier net	0,3	0,0	(0,0)	0,0	(0,1)	0,4
Autres produits et charges financiers	0,6	(0,2)	0,7	0,6	0,7	(0,1)
Eliminations intra-groupe	-	-	0,2	(0,1)	0,0	0,2
Résultat financier	0,9	(0,2)	0,9	0,5	0,7	0,5
<i>% du CA</i>	<i>0,5%</i>	<i>(0,1)%</i>	<i>0,5%</i>	<i>0,2%</i>	<i>0,7%</i>	<i>0,4%</i>
Impôts sur les résultats	(0,7)	(1,7)	(2,5)	(1,0)	(0,3)	(1,0)
Quote-part de résultat des entreprises associées	1,2	0,5	1,0	1,6	(0,2)	0,5
Résultat net de l'ensemble consolidé	2,2	(0,6)	7,3	7,0	2,3	1,7
Intérêts minoritaires	0,8	0,9	1,2	0,7	0,2	0,3
Résultat net part du Groupe	1,5	(1,5)	6,1	6,3	2,1	1,4
<i>% du CA</i>	<i>0,8%</i>	<i>(0,9)%</i>	<i>3,3%</i>	<i>3,1%</i>	<i>2,2%</i>	<i>1,2%</i>

Sources : Société, comptes de résultat contributifs (2019, 2020, 2021, 2022, S1 2022 et S1 2023)

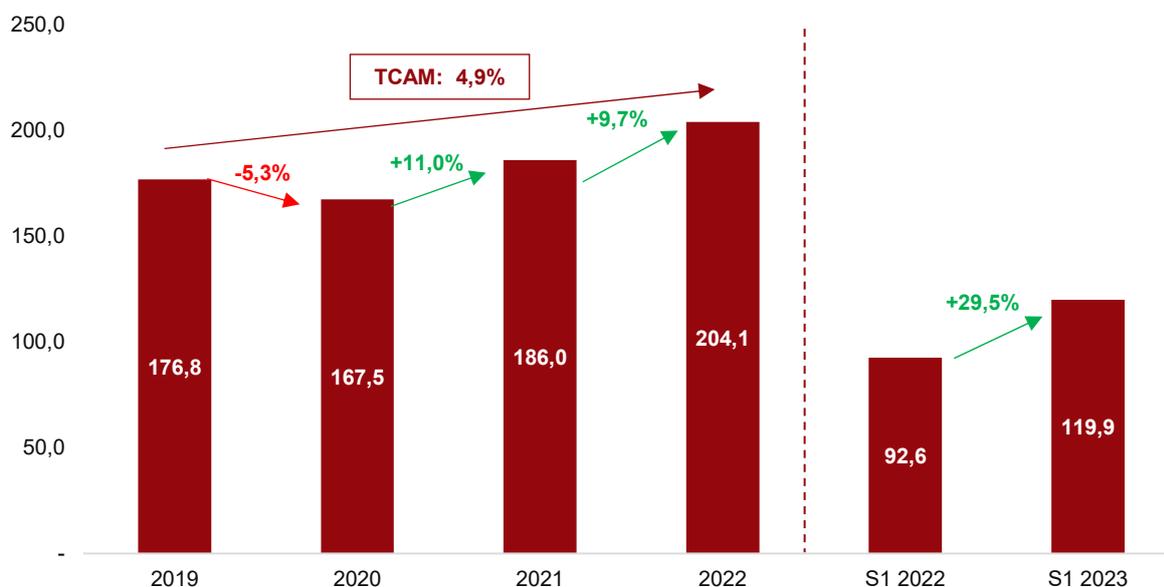
N. B. : A noter qu'il existe des écarts non significatifs entre (i) les données financières présentées et (ii) les données financières du périmètre BTP issues de l'information financière de la Société, qui s'expliquent principalement par la prise en compte des sociétés SCI OCEAN et SCI PENHOAT (intégrées historiquement dans le pôle Immobilier et retraitées dans les éléments présentés, ces deux sociétés faisant partie du périmètre post-réalisation des Opérations Préalables à l'Offre). A titre illustratif, l'impact de ces deux sociétés sur l'EBIT et le résultat net – part du Groupe est de 0,1 M€ en 2022.

Les Eliminations intra-groupe correspondent principalement au chiffre d'affaires généré par le Pôle Bâtiment auprès du Pôle Immobilier, étant précisé que les activités entre le pôle Bâtiment et le pôle Immobilier se font sans marge.

Chiffre d'affaires consolidé

Nous présentons ci-après l'évolution du chiffre d'affaires de la Société post-réalisation des Opérations Préalables à l'Offre entre le 31 décembre 2019 et le 1^{er} semestre 2023.

Figure 14 – Évolution du chiffre d'affaires de la Société post-réalisation des Opérations Préalables à l'Offre entre 2019 et le 1^{er} semestre 2023 (en M€)



Sources : Rapports financiers annuels 2019, 2020, 2021 et 2022 de la Société, rapports semestriels 2022 et 2023, comptes de résultat contributifs annuels 2019, 2020, 2021 et 2022 et semestriels 2022 et 2023 et analyses FINEXSI.

Entre 2019 et 2022, le chiffre d'affaires a enregistré un Taux de Croissance Annuel Moyen (« TCAM ») de +4,9 %, porté par :

- Les acquisitions intervenues sur la période pour les activités :
 - « Travaux Maritimes et Fluviaux », avec notamment les acquisitions de DRAGAGE MARINE ASSISTANCE et SCAPHOCEAN en 2020 et ISMER en 2022 ;
 - « Ouvrage d'Art et Génie Civil », avec notamment l'acquisition d'EVIAA MARINE en 2021 ;
 - « DOM & International », avec notamment les acquisitions d'EC4 en 2020, puis de SOMATRAS et CONSTRUCTION TECH en 2022.

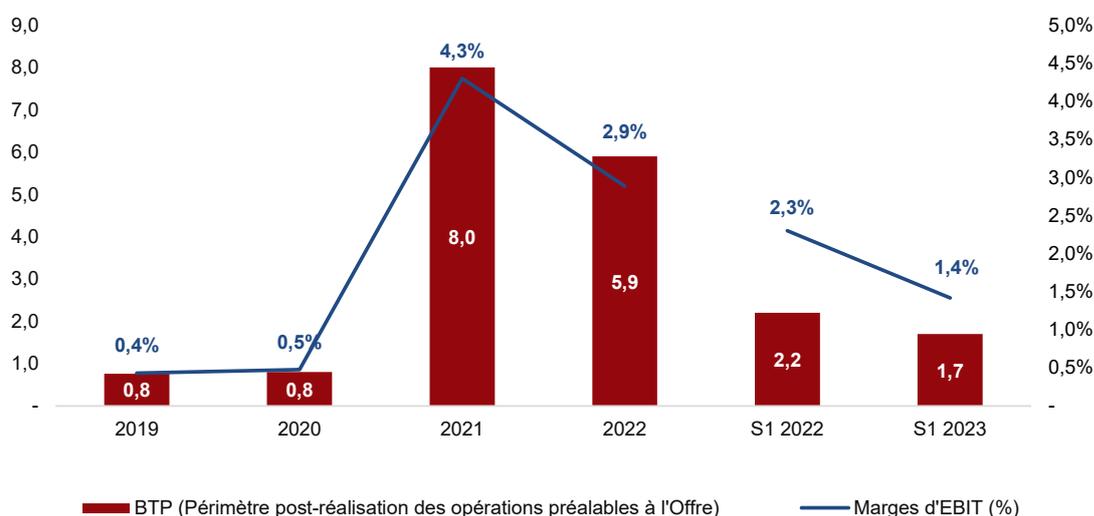
- Une croissance de l'activité à périmètre constant, expliquée en particulier par la progression (i) du pôle d'activité « Ouvrage d'Art » et « Génie Civil » dont le chiffre d'affaires a progressé en cumul de +38,0 % entre 2019 et 2022⁴⁶ du fait du quasi-doublement du chiffre d'affaires des agences du Havre et de l'Ouest, et (ii) du pôle d'activité DOM & International, dont la croissance du chiffre d'affaires entre 2019 et 2022 s'est établie à +25,7 %⁴⁷, portée par la forte progression des activités réunionnaises⁴⁸ ;
- Ces évolutions ont compensé la baisse du chiffre d'affaires de l'activité Bâtiment, qui a subi l'impact du faible niveau des prises de commandes, en particulier pour les agences de Nantes et d'Île-de-France. A noter que C.I.F.E a également procédé à la cession de la société SOMARE au cours de l'année 2020.

Le chiffre d'affaires au 30 juin 2023 est en hausse de 29,5 % par rapport à celui du premier semestre de l'année précédente. Cette croissance est portée en particulier par les sociétés ETPO et PICO, qui ont enregistré une hausse de leurs chiffres d'affaires entre le 30 juin 2022 et le 30 juin 2023, portée par le niveau élevé du carnet de commandes au 31 décembre 2022 (en particulier pour les activités hors Bâtiment), conséquence de la reprise de l'activité post-crise sanitaire.

Marge opérationnelle (EBIT)

Nous présentons ci-après l'évolution de la marge d'EBIT, exprimée en pourcentage du chiffre d'affaires, de la Société post-réalisation des Opérations Préalables à l'Offre entre le 31 décembre 2019 et le premier semestre 2023.

Figure 15 - Évolution de la marge d'EBIT (en M€) et du taux de marge d'EBIT (en % du chiffre d'affaires) de la Société post-réalisation des Opérations Préalables du 31 décembre 2019 au 1^{er} semestre 2023



Sources : Rapports financiers annuels 2019, 2020, 2021 et 2022 de la Société, rapports semestriels 2022 et 2023, comptes de résultat contributifs annuels 2019, 2020, 2021 et 2022 et semestriels 2022 et 2023 et analyses FINEXSI.

⁴⁶ Soit une croissance annuelle moyenne de 11,3 %, portée notamment par le chantier Quai Joannes COUVERT.

⁴⁷ Soit une croissance annuelle moyenne de 7,9 %.

⁴⁸ En lien avec l'augmentation de l'activité VRD (Voirie et Réseaux Divers), en raison du déblocage des Fonds Européen de Développement Régional (FEDER), entraînant une augmentation du nombre de chantiers.

Sur la période analysée, la marge opérationnelle a progressé de 0,4 % en 2019 à 2,9 % en 2022. Avec des évolutions plus contrastées selon les années, la marge opérationnelle de l'activité Bâtiment est systématiquement négative sur la période, en raison notamment de la signature de contrats à prix fermes et non révisables en Île-de-France en 2017 ainsi qu'à Nantes en 2020. La rentabilité de ces projets, qui était conditionnée à la stabilité des prix de certains matériaux ou de prestations, s'est fortement dégradée en raison de la hausse significative des coûts ne pouvant pas être répercutée sur les prix de vente.

L'activité est redevenue profitable en 2019, après deux années consécutives de pertes (-5,8 M€ en 2018 et -6,1 M€ en 2017), expliquées essentiellement par les mauvaises performances de l'activité Bâtiment liée aux contrats signés en Île-de-France en 2017.

En 2020, malgré la diminution du volume d'affaires en raison des conséquences sanitaires liées à la pandémie Covid-19, entraînant une moindre absorption des coûts fixes et à fortiori une érosion des niveaux de marge opérationnelle, le Groupe est parvenu à maintenir un niveau de profitabilité positif, en raison de la prise en compte dans le résultat opérationnel du produit de cession de la filiale SOMARE pour un montant de 1,0 M€.

L'exercice 2021 a, quant à lui, été marqué par la nette amélioration de la marge opérationnelle, qui a progressé de 0,5 % à 4,3 %, portée par l'ensemble des activités du pôle, et plus particulièrement :

- L'activité Bâtiment, qui a connu une réduction de ses pertes entre 2020 et 2021 en raison (i) d'un quasi-retour à l'équilibre pour l'agence de Nantes et (ii) de la fin des chantiers non rentables signés par l'agence d'Île-de-France en 2017 ;
- L'activité TMF, qui a connu une amélioration significative de ses niveaux de marge en 2021, en raison notamment de la réalisation de plusieurs chantiers particulièrement profitables à Toulon, au Cameroun et à Djibouti ;
- Les activités DOM & International, qui ont retrouvé un niveau de profitabilité positif, notamment en Guadeloupe et en Guyane.

Malgré une progression des volumes d'affaires en 2022, l'activité BTP n'a pas su maintenir un niveau de marge similaire à celui de l'année 2021, dont le niveau revêtait un caractère exceptionnel en raison des niveaux de marges importants observés sur l'activité TMF. La diminution de la marge opérationnelle est essentiellement due aux difficultés rencontrées sur l'activité Bâtiment et, dans la continuité de la tendance entamée en 2021, à l'augmentation progressive du coût des matières premières et de l'énergie, en particulier depuis le début du conflit russo-ukrainien survenu à la fin du mois de février.

Afin d'analyser et d'apprécier la profitabilité de la Société sur une plus longue période, nous présentons ci-après l'évolution du chiffre d'affaires et de la marge d'EBIT de l'activité BTP entre le 31 décembre 2013 et le 31 décembre 2022.

Figure 16 – Évolution du chiffre d'affaires (en M€) et du taux de marge d'EBIT du pôle BTP entre 2013 et 2022



Sources : Rapports financiers annuels 2013 à 2022

N. B. : Les écarts non significatifs observés entre les données présentées ci-avant et les données présentées ci-dessus sont principalement dus à la prise en compte des sociétés SCI OCEAN et SCI PENHOAT, initialement intégrées dans le pôle Immobilier. A titre illustratif, l'impact de ces deux sociétés sur l'EBIT est de 0,1 M€ en 2022.

La marge opérationnelle moyenne s'établit à 1,2 % sur l'ensemble de la période, et à 3,2 % en retraçant les années de bas de cycle⁴⁹.

4.2 Bilan consolidé de la Société post-réalisation des Opérations Préalables à l'Offre sur la période 2019 – S1 2023

Nous présentons ci-après le bilan consolidé de la Société après réalisation des Opérations Préalables, entre le 31 décembre 2019 et le 30 juin 2023. A noter que les éléments présentés intègrent la valeur comptable (i) des titres des sociétés du pôle Immobilier cédées et (ii) des titres d'AGO (AEROPORTS DU GRAND OUEST), dans la mesure où la cession et la distribution de ces deux périmètres sont intervenues postérieurement au 30 juin 2023.

⁴⁹ Comme évoqué ci-avant, les années 2017 et 2018 sont considérées comme non représentatives des performances moyennes de la Société, car intègrent des pertes liées à deux chantiers non rentables en Île de France pour l'activité Bâtiment. Bien que l'année 2019 marque un retour à la rentabilité, cette année est encore impactée par les pertes de l'activité Bâtiment liée aux chantiers précédemment évoqués. L'année 2020 a quant à elle été impactée par la crise sanitaire, et n'a pas été retenue à ce titre.

Tableau 3 - Bilan de la Société (post-réalisation des Opérations Préalables à l'Offre) entre 2019 et le 1er semestre 2023

Actif consolidé après réalisation des opérations préalables - M€	2019	2020	2021	2022	S1 2022	S1 2023
Ecart d'acquisition	0,5	0,5	0,8	1,6	0,8	1,6
Immobilisations incorporelles (hors Goodwill)	0,4	1,0	0,4	0,3	0,4	0,2
Immobilisations corporelles	37,1	36,1	32,0	31,4	32,1	30,4
Droits d'utilisation nets	-	-	5,1	6,8	7,8	6,9
Immobilisations financières	13,5	12,7	12,4	10,9	12,5	11,1
Titres mis en équivalence	6,9	7,5	8,5	11,1	8,7	11,6
Impôts différés - actif	0,8	0,8	0,4	0,9	0,3	1,4
Actif non courant	59,2	58,7	59,6	62,9	62,6	63,2
Stocks et en-cours	1,3	1,6	3,6	5,3	4,0	4,4
Clients et comptes rattachés	66,3	70,5	68,3	80,9	84,6	101,5
Autres actifs courants	27,0	27,7	28,6	36,3	34,9	45,8
Trésorerie et équivalents de trésorerie	65,1	70,1	60,3	76,7	56,5	66,0
Actif courant	159,7	169,9	160,8	199,3	180,0	217,7
Total Actif	218,9	228,6	220,3	262,2	242,6	280,9
Passif consolidé après réalisation des opérations préalables - M€	2019	2020	2021	2022	S1 2022	S1 2023
Capital	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0
Primes liées au capital	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Ecart de réévaluation	0,0	0,0	0,3	0,3	0,3	0,3
Réserves	73,0	73,7	74,2	78,3	79,8	82,7
Résultat net (Part du groupe)	2,9	(0,4)	6,0	6,5	2,6	1,4
Capitaux propres (Part du groupe)	100,8	98,2	105,3	109,8	107,6	109,3
Intérêts ne conférant pas le contrôle	3,4	4,0	4,7	4,6	4,3	4,9
Total des capitaux propres	104,2	102,2	110,0	114,5	111,9	114,2
Provisions non courantes	2,3	2,8	2,5	2,1	2,1	2,0
Impôts différés - passif	0,9	1,5	1,9	2,4	1,9	2,6
Endettement non courant	0,0	-	9,1	8,9	2,9	7,7
Dettes de location non courantes	-	-	4,0	5,2	6,4	5,1
Passif non courant	3,1	4,3	17,6	18,6	15,5	17,4
Provisions courantes	11,9	10,9	9,4	10,4	8,9	11,9
Endettement courant	20,3	27,9	4,5	4,5	13,3	4,6
Dettes de location courantes	-	-	1,2	1,8	1,6	2,2
Fournisseurs et comptes rattachés	37,8	46,5	42,4	47,7	46,2	60,1
Autres passifs courants	47,2	42,4	40,8	70,2	50,9	76,2
Passif courant	117,2	127,7	98,3	134,7	120,8	154,9
Compte de liaison (intercos)	(5,6)	(5,6)	(5,6)	(5,6)	(5,6)	(5,6)
Total Passif	218,9	228,6	220,3	262,2	242,6	280,9

Sources : Société, Bilans contributifs par société du Groupe (2019, 2020, 2021, 2022, S1 2022 et S1 2023)

N. B. Il est à noter que les bilans contributifs fournis par la Société pour les années 2019 et 2020 n'incluaient pas les impacts liés à l'application de la norme IFRS 16, expliquant l'absence de droits d'utilisations nets et de dettes de location sur ces deux années.

Les Compte de liaison (intercos) correspondent à des écritures de consolidation venant en contrepartie de (i) la valeur des titres de participation consolidés et (ii) des écarts d'acquisition, qui figurent à l'actif du bilan.

Actif immobilisé

Les écarts d'acquisition ou *goodwill* (1,6 M€ au 31 décembre 2022) représentaient 0,6 % du total du bilan au 31 décembre 2022. Ils correspondent essentiellement aux sociétés acquises *i.e.* NEGRI, TETIS, EC4 et ISMER. Pour cette dernière, un *goodwill* de 611 k€ a été constaté au titre de l'exercice 2022.

Les immobilisations incorporelles (hors *goodwill*) représentent une part limitée du total du bilan (0,1 %) et correspondent essentiellement à des concessions, brevets et licences.

Les immobilisations corporelles représentaient quant à elle 12,0 % du total du bilan au 31 décembre 2022. Elles correspondent essentiellement à des installations techniques et outillages (22,1 M€ au 31 décembre 2022), d'autres immobilisations corporelles (3,6 M€) et du matériel de transport (2,3 M€).

Les immobilisations financières (10,9 M€ au 31 décembre 2022) représentaient 4,2 % du total du bilan au 31 décembre 2022 et correspondent essentiellement à la valeur comptable des titres du pôle Immobilier détenus par C.I.F.E (10,3 M€)⁵⁰, à des créances rattachées à des participations et à des titres immobilisés.

Les titres mis en équivalence représentaient au 31 décembre 2022 un montant de 11,1 M€, dont 7,4 M€ dus à la participation de 5,0 % dans la société AEROPORT DU GRAND OUEST⁵¹. Le solde de 3,7 M€ concerne les sociétés TECHNIREP⁵² (2,1 M€), SOMATRAS⁵³ (1,3 M€), OCETRA (0,5 M€) et PSM (0,0 M€).

⁵⁰ Etant précisé que ces titres ont été cédés pour un montant de 12,6 M€, comme précisé en §1.

⁵¹ Etant précisé que les titres d'AGO ont fait l'objet d'une distribution aux actionnaires de C.I.F.E, en numéraire et sous forme de titres A.G.O. 5, comme précisé en §1.

⁵² Bien que C.I.F.E détienne 99 % du capital de la société TECHNIREP, cette dernière est consolidée selon la méthode de la mise en équivalence, dans la mesure où les statuts de TECHNIREP disposent d'une clause de décision à l'unanimité. A ce titre, C.I.F.E ne dispose par conséquent pas du contrôle de cette société.

⁵³ Suite à l'acquisition de participations complémentaires dans la société SOMATRAS, cette société est consolidée selon la méthode de l'intégration globale depuis le second semestre 2023.

Besoin en fonds de roulement (BFR)

L'évolution du besoin en fonds de roulement de la Société après réalisation des Opérations Préalables à l'Offre entre le 31 décembre 2019 et le 31 décembre 2022 est présentée ci-après :

Tableau 4 – Besoin en fonds de roulement d'exploitation (BFR) de la Société (post-réalisation des Opérations Préalables à l'Offre) entre 2019 et le 1^{er} semestre 2023

En M€	2019	2020	2021	2022	S1 2022	S1 2023
Stocks et en-cours	1,3	1,6	3,6	5,3	4,0	4,4
Clients et comptes rattachés	66,3	70,5	68,3	80,9	84,6	101,5
Autres actifs courants ⁽¹⁾	22,8	21,0	20,3	24,5	23,2	30,3
Fournisseurs et comptes rattachés	(37,8)	(46,5)	(42,4)	(47,7)	(46,2)	(60,1)
Autres passifs courants	(47,2)	(42,4)	(40,8)	(70,2)	(50,9)	(76,2)
BFR	5,4	4,3	9,0	(7,2)	14,7	(0,1)
<i>Variation</i>	<i>n.a.</i>	<i>1,2</i>	<i>(4,7)</i>	<i>16,2</i>	<i>(5,7)</i>	<i>(7,1)</i>
<i>BFR en jour de CA</i>	<i>11,1</i>	<i>9,2</i>	<i>17,4</i>	<i>(12,7)</i>	<i>28,5</i>	<i>(0,2)</i>
<i>En % de CA</i>	<i>3,1 %</i>	<i>2,6 %</i>	<i>4,8 %</i>	<i>(3,5)%</i>	<i>7,9 %</i>	<i>(0,0)%</i>

(1) hors éléments intragroupes

Sources : Société, Bilans contributifs par société pour les années 2019, 2020, 2021, 2022, premier semestre 2022 et 2023

D'une manière générale, le niveau de BFR de la Société est principalement influencé par :

- La composition du portefeuille de projets et de chantiers et leurs modalités de financements, avec des versements d'acomptes plus ou moins importants en début de contrat ;
- Les échéances de facturation, fonction de l'avancement et de la saisonnalité des projets. Ce phénomène explique notamment les fluctuations de BFR observées entre la clôture annuelle au 31 décembre et la clôture semestrielle au 30 juin, tel que présenté dans le tableau ci-dessus.

Le BFR de la Société a augmenté au cours de l'exercice 2021 sous l'effet de la croissance de l'activité du Groupe. Il a cependant diminué de manière significative au cours de l'exercice 2022, du fait de l'encaissement d'acomptes en fin d'exercice dans le cadre d'un projet de construction de grande envergure (CHU de l'Île-de-Nantes) et de l'encaissement important par la société PICO de créances importantes.

Sur ces bases, nous considérons que le niveau de BFR normatif est estimé à 4,0 % du chiffre d'affaires, en ligne avec les niveaux de BFR historiques présentés ci-dessus⁵⁴.

Ainsi, dans la mesure où le niveau de BFR de la Société au 30 juin 2023 n'apparaît pas normatif au regard de ces éléments, nous avons procédé à un ajustement de BFR dans le passage valeur d'entreprise à valeur des fonds propres (cf. §6.3.3.).

⁵⁴ Comme présenté ci-dessus, le niveau de BFR moyen sur la période 2019-2021 s'établit à 3,5 % du chiffre d'affaires. Nous n'avons pas retenu l'année 2022 dans notre analyse, dans la mesure où le niveau de BFR est anormalement faible, en raison de l'encaissement d'avances et de créances significatives.

Endettement financier net

L'évolution de l'endettement financier net de la Société après réalisation des Opérations Préalables à l'Offre entre le 31 décembre 2019 et le 30 juin 2023 est présentée ci-après :

Tableau 5 – Trésorerie / Endettement financier net de la Société (post-réalisation des Opérations Préalables à l'Offre) entre 2019 et le 1^{er} semestre 2023

En M€	2019	2020	2021	2022	S1 2022	S1 2023
Emprunts bancaires	(19,2)	(27,3)	(13,5)	(13,2)	(13,9)	(11,4)
Autres dettes financières	(1,1)	(0,7)	(0,2)	(0,2)	(2,3)	(0,9)
Endettement financier brut	(20,3)	(27,9)	(13,7)	(13,4)	(16,2)	(12,3)
Trésorerie et équivalents de trésorerie	65,1	70,1	60,3	76,7	56,5	66,0
Endettement financier net (hors IFRS 16)	44,8	42,2	46,6	63,3	40,2	53,7
Dettes locatives (IFRS 16)	-	-	(5,2)	(7,0)	(8,0)	(7,3)
Endettement financier net (avec IFRS 16)	44,8	42,2	41,4	56,3	32,3	46,5

Sources : Société, Bilans contributifs par société pour les années 2019, 2020, 2021, 2022, premier semestre 2022 et 2023.

Depuis 2005⁵⁵, la Société dispose d'une situation de trésorerie structurellement positive, lui permettant ainsi de s'inscrire dans des cycles d'exploitation longs tout en maintenant des niveaux de trésorerie élevés.

Provisions courantes et non courantes

Les provisions courantes et non courantes s'élèvent à 13,9 M€ au 30 juin 2023, et sont majoritairement composées (i) de provisions pour risques d'exploitation et pertes à terminaison pour 10,3 M€, (ii) de pensions et retraites pour 1,9 M€ et (iii) de provisions pour litiges pour 0,9 M€.

4.3 Flux de trésorerie consolidés de la Société post-réalisation des Opérations Préalables à l'Offre sur la période 2020 – S1 2023

Nous présentons ci-après l'évolution des flux de trésorerie de la Société après réalisation des Opérations Préalables à l'Offre, entre le 31 décembre 2020 et le 30 juin 2023 :

⁵⁵ Dates des derniers états financiers disponibles sur le site internet de la Société.

Tableau 6 – Flux de trésorerie de la Société (post-réalisation des Opérations Préalables à l'Offre) entre 2020 et le 1^{er} semestre 2023

Tableau des flux de trésorerie consolidé après réalisation des opérations préalables - M€	2020	2021	2022	S1 2022	S1 2023
Résultat net total des entités consolidées	0,1	7,2	7,2	2,9	1,7
Élimination de la quote-part de résultat des sociétés MEE	(0,5)	(1,0)	(1,6)	(0,2)	(0,5)
Dividendes reçus des mises en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dotations nettes aux amortis. dépr. et provisions	8,7	7,9	11,8	4,5	7,0
Eléments calculés ou gains/pertes liés aux var. de juste valeur	-	(0,1)	(0,0)	(0,0)	(0,0)
Élimination des plus ou moins values de cessions d'actifs	(1,9)	(0,3)	(0,2)	(0,2)	(0,1)
CAF après coût de l'endettement financier	6,3	13,7	17,2	7,0	8,1
Coût de l'endettement financier	0,4	0,4	0,4	0,2	0,3
Charge d'impôt de la période, y compris impôts différés	1,7	2,5	1,0	0,3	1,0
CAF avant coût de l'endettement financier et impôt	8,3	16,6	18,6	7,5	9,3
Variation du BFR	(2,9)	(7,6)	11,5	(6,8)	(12,0)
Flux de trésorerie d'exploitation (I)	5,5	9,0	30,1	0,7	(2,7)
Acquisitions d'immobilisations	(13,6)	(11,0)	(13,3)	(7,5)	(5,2)
Cessions d'immobilisations	3,2	0,9	2,5	0,3	0,8
Incidence des variations de périmètre	(2,7)	(0,9)	(2,8)	(0,5)	-
Opérations internes Haut de Bilan	0,8	0,3	1,7	(0,0)	(0,0)
Flux de trésorerie d'investissement (II)	(11,9)	(10,5)	(12,9)	(7,5)	(4,4)
Variation nette des emprunts	8,0	(7,5)	1,1	2,6	(1,6)
Dont remboursements des droits d'utilisation (IFRS16)	-	(1,3)	(1,9)	(0,7)	(1,0)
Dividendes versés des filiales	(0,2)	(0,7)	(0,3)	(0,3)	(0,2)
Dividendes reçus/versés de la société mère	0,2	(0,3)	(2,0)	(2,0)	(2,1)
Augmentations / réductions de capital	3,9	-	0,4	-	0,0
Cessions (acq.) nettes d'actions propres	(0,4)	0,1	0,0	0,1	(0,2)
Flux de trésorerie de financement (III)	11,5	(8,4)	(0,8)	0,4	(4,1)
INCIDENCE DES VARIATIONS DE CHANGE (IV)	(0,5)	0,8	(0,0)	0,5	(0,0)
VARIATION DE FLUX TRÉSORERIE (I + II + III + IV)	4,5	(9,2)	16,4	(5,9)	(11,2)

Sources : Société, Flux de trésorerie contributifs par société du Groupe pour les années 2020, 2021, 2022 ainsi que le premier semestre 2022 et le premier semestre 2023

Les flux de trésorerie d'exploitation générés reflètent l'activité de la Société et sont positifs sur l'ensemble de la période analysée, à l'exception du premier semestre 2023, négativement impacté par une variation de BFR négative. La détérioration constatée s'explique principalement par le niveau exceptionnellement bas du BFR en décembre 2022, suivi d'un retour à un niveau plus conforme à la moyenne historique.

Les flux de trésorerie d'investissements sont stables sur la période (entre 11,0 M€ et 13,6 M€) et se composent principalement (i) des acquisitions d'immobilisations corporelles (7,9 M€ en moyenne entre 2021 et 2022) et (ii) de l'impact des crédits-bails et des contrats de location IFRS 16 (4,0 M€ en moyenne entre 2021 et 2022⁵⁶).

L'évolution des flux de trésorerie de financement résulte essentiellement des remboursements d'emprunts.

⁵⁶ Impact investissements bruts et emprunts de crédit-bail et de location IFRS 16, tel que décrit dans la communication financière de la Société

5. Matrice SWOT

Figure 17 - Matrice SWOT du GROUPE ETPO



Sources : Société, Analyses FINEXSI

6. Évaluation des actions C.I.F.E

Conformément aux dispositions de l'article 262-1 du Règlement Général de l'AMF, nous avons procédé à notre propre évaluation multicritère de C.I.F.E dont les modalités et résultats sont exposés ci-après.

6.1 Méthodes d'évaluation écartées

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes suivantes :

6.1.1 Actif net comptable

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

À titre d'information, l'actif net comptable, au 30 juin 2023, avant réalisation des Opérations Préalables à l'Offre, s'établit à 100,0 M€, soit 84,5 € par action C.I.F.E sur la base du nombre actuel d'actions hors auto-détention (47,8 € après réalisation des Opérations Préalables à l'Offre⁵⁷).

6.1.2 Actif net comptable réévalué

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

6.1.3 La valeur de rendement (Modèle d'actualisation des dividendes)

Cette méthode est dépendante de la politique de distribution décidée par la Société, et présente le biais de mieux valoriser les sociétés dont les taux de distribution sont les plus élevés, sans tenir compte de l'impact à moyen terme des arbitrages entre distribution, autofinancement et investissement.

6.1.4 La valeur liquidative

Nous n'avons pas considéré devoir retenir cette méthode, non pertinente dans un contexte où seules des approches en continuité d'exploitation permettent de valoriser les actions de C.I.F.E.

⁵⁷ Actif net comptable de 84,5 € par action soustrait d'un montant de distributions de 36,7 € par action.

6.1.5 Les objectifs de cours de bourse des analystes suivant le titre

Dans la mesure où le titre C.I.F.E n'est suivi par aucun analyste, nous n'avons par conséquent pas considéré cette référence.

6.2 Méthodes d'évaluation retenues

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

- La référence au prix d'acquisition du Bloc de Contrôle (§6.4.1) ;
- La méthode intrinsèque selon l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels (*Discounted Cash Flows* ou DCF) sur la base du plan d'affaires 2023-2027 de la Société (§6.4.2).

A titre secondaire :

- La référence aux multiples de valorisation observés sur des sociétés cotées comparables (§6.4.3) ;
- La référence aux multiples de valorisation observés sur des transactions comparables (§6.4.4).

À titre indicatif, nous présentons également :

- L'analyse du cours de bourse du titre C.I.F.E (§6.4.5)

Nous détaillons dans leur examen, notre appréciation sur la pertinence relative de chacun de ces critères.

6.3 Données de référence de C.I.F.E

6.3.1 Date de valorisation

Nous nous positionnons au 30 juin 2023, date des derniers états financiers disponibles.

Les comptes de l'exercice clos au 31 décembre 2023 sont en cours d'établissement et n'ont pas été arrêtés par les organes de gouvernance de la Société.

6.3.2 Nombre de titres retenus

Nos calculs sont réalisés sur la base du nombre d'actions composant le capital social au 30 juin 2023 (1.200.000 actions), diminué du nombre d'actions auto détenues (24.045 actions) et augmenté des actions gratuites attribuables au titre des plans d'AGA 2023 (7.663 actions). Ainsi, nous retenons un nombre d'actions de 1.183.618.

6.3.3 Éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

Les ajustements permettant le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres ont été déterminés sur la base (i) des éléments de trésorerie et de dette financière tels qu'ils figurent dans les comptes consolidés du périmètre après réalisation des Opérations Préalables à l'Offre au 30 juin 2023⁵⁸ et (ii) des éléments de négociations discutés entre l'Initiateur et la Société dans le cadre de l'acquisition du Bloc de Contrôle.

Sur ces bases, le passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des fonds propres au 30 juin 2023 a été déterminé comme suit :

⁵⁸ Etant précisé que les comptes consolidés de la Société au 30 juin 2023 ont fait l'objet d'une attestation par les commissaires aux comptes

Figure 18 – Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres de C.I.F.E (pro forma) au 30 juin 2023

En M€	juin-23
Trésorerie	23,8
VMP	42,2
Emprunts bancaires	(12,3)
Trésorerie / (dette) nette	53,7
Impôts différés actifs/passifs (déficits reportables, décalages fiscaux)	2,0
Intérêts minoritaires	(12,4)
Titres mis en équivalence réévalués (hors AGO et Somatras)	8,0
Titres immobilisés	0,7
Provisions après IS	(9,7)
Dettes de location (IFRS 16)	(7,3)
Tranches 2 et 3 et earn-out acquisition Somatras	(2,6)
Earn-out acquisition Construction Tech	(0,1)
Produit de cession des actifs de la société ETPO Geodex	11,3
Produit brut de cession des titres des sociétés du pôle Immobilier	12,6
Frottement fiscal et frais de transactions liés à la cession du pôle Immob.	(3,4)
Position nette de comptes-courants au 30 juin 2023	8,6
Ajustement de BFR au 30 juin 2023	(9,2)
Provision pour dépréciation CIR 2013-2014	(0,3)
Créances sur cessions de titres	0,2
Créances rattachées à des participations	0,9
Valorisation des actifs (à céder/en cours) non intégrés	0,7
Ajustements (hors distribution en numéraire)	0,0
Distribution en numéraire nette de l'autocontrôle	(35,2)
Passage de la VE à la VFP (yc dette IFRS 16)	18,5
Neutralisation dettes de location (IFRS 16)	7,3
Neutralisation ajustement de BFR (capté dans les flux)	9,2
Passage de la VE à la VFP (hors dette IFRS 16 et ajustement de BFR)	34,9

Sources : Société, Analyses FINEXSI

Comme présenté en §4.2, la trésorerie nette du Groupe (Pôle BTP) s'établit à 53,7 M€ au 30 juin 2023.

Nous avons ajusté la trésorerie nette des principaux éléments suivants :

- Les impôts différés actifs liés aux déficits reportables nets des impôts différés passifs, qui résultent de l'actualisation de l'économie d'impôt anticipée sur la base du stock net de déficits fiscaux reportables au 30 juin 2023 considérés comme activables, après réalisation des cessions du Pôle Immobilier (3,7 M€) nette des impôts différés passifs liés à des décalages fiscaux (-1,7 M€) ;
- Les intérêts minoritaires, qui ont fait l'objet d'une réévaluation en tenant compte des résultats d'exploitation futurs des principales sociétés (NEGRI, PM, EVIAA MARINE et EC4), pour un montant de 12,4 M€ ;
- Les principales sociétés mises en équivalence (TECHNIREP, OCETRA et PSM TECHNOLOGIES)⁵⁹, réévaluées par la méthode des comparables boursiers sur la base des données financières prévisionnelles, pour un montant de 8,0 M€ ;
- Les titres immobilisés, correspondant principalement à la valeur de marché estimée des titres de placement ELAIS CAPITAL et des titres IBAT (3,3 % du capital) au 30 juin 2023, pour un montant de 0,7 M€ ;
- Les provisions après impôts (IS), qui correspondent essentiellement à des provisions d'exploitation, provisions pour litiges et engagements de retraites, pour un montant de 9,7 M€ ;
- Les dettes de location (IFRS 16), pour un montant de 7,3 M€ ;

Dans la mesure où les flux du plan d'affaires intègrent l'impact de la norme IFRS 16, cet ajustement ne sera pas considéré dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres utilisés pour la mise en œuvre de la méthode DCF.

- Les tranches 2 et 3 de l'*earn-out* ainsi que l'*earn-out* relatifs aux acquisitions de SOMATRAS et CONSTRUCTION TECH, pour des montants de 2,6 M€ et 0,1 M€ respectivement ;
- Le produit de cession des actifs de la société ETPO GEODEX et des titres du pôle Immobilier intervenue postérieurement au 30 juin 2023, pour des montants de 11,3 M€ et 12,6 M€ respectivement, auquel s'ajoute un impact fiscal et des frais de transactions pour -3,4 M€ ;
- La position nette de compte courant au 30 juin 2023, correspondant à une créance nette de compte courant pour un montant total de 8,6 M€, composé (i) de 11,1 M€ de dettes de compte courant du pôle BTP envers les sociétés en participation (SEP) et (ii) 19,7 M€ de créances en compte courant du pôle BTP et C.I.F.E envers le Pôle Immobilier⁶⁰;

⁵⁹ Il est à noter que nous n'avons pas intégré la société AEROPORTS DU GRAND OUEST, cette société ayant fait l'objet d'une distribution préalablement à l'Offre. De même, nous n'avons pas inclus la société SOMATRAS ; cette société étant consolidée selon la méthode de l'intégration globale à partir du second semestre 2023, elle est par conséquent intégrée dans les prévisions financières de la Société.

⁶⁰ Dont 10,5 M€ ont été cédés à EMBREGOUR préalablement à la réalisation de l'Offre.

- Un ajustement de BFR⁶¹, en raison d'une position à fin juin 2023 que nous ne considérons pas comme normative (cf. §4.2). Compte tenu du fait que cet ajustement est intégré dans les flux du plan d'affaires, ce dernier ne sera pas considéré dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres lors de la mise en œuvre de la méthode DCF ;
- Une provision pour dépréciation d'une créance de Crédit d'Impôt Recherche ancienne (2013-2014), contestée par les services fiscaux et qui a été dépréciée à ce titre, pour un montant de 0,3 M€ ;
- Une créance sur cession de titres estimée en fonction de la valorisation théorique des actions de la société TECHNIREP, pour un montant de 0,2 M€ ;
- Les créances rattachées à des participations correspondant aux quasi-fonds propres d'AGO incluant les intérêts courus, pour un montant de 0,9 M€ ;
- La valorisation d'actifs à céder/en cours de cession et non intégrés dans le prix du pôle Immobilier, correspondant à certains actifs immobiliers (parking, appartements et maisons) destinés à être cédés, pour un montant de 0,7 M€ ;
- La distribution en numéraire intervenue en janvier 2024 pour un montant de 35,2 M€⁶², comme annoncé par voie de communiqué de presse le 22 janvier 2024.

Sur ces bases, le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres s'élève à 18,5 M€ en incluant les dettes de location IFRS 16 et l'ajustement de BFR.

6.4 Mise en œuvre de la valorisation de la Société C.I.F.E

6.4.1 Prix d'acquisition du Bloc de Contrôle (à titre principal)

La transaction intervenue sur le Bloc de Contrôle s'est inscrite dans un processus d'acquisition concurrentiel démarré en décembre 2022. Dans ce contexte, la Société a échangé et reçu des marques d'intérêt de la part de plusieurs acteurs industriels, donnant lieu à des réunions et échanges avec de potentiels acquéreurs à partir du mois de février 2023.

Dans le cadre de ces échanges, l'intérêt de SPIE BATIGNOLLES s'est matérialisé par l'envoi de lettres d'offres indicatives en avril et septembre 2023, puis par la réalisation de *due diligence* jusqu'en octobre 2023.

Le 7 novembre 2023, SPIE BATIGNOLLES et la Société ont signé un accord de négociations exclusives, puis les accords relatifs à l'acquisition du Bloc de Contrôle le 4 décembre 2023.

Le 22 janvier 2024, SPIE BATIGNOLLES a acquis 62,88 % du capital et des droits de vote de C.I.F.E représentant un total de 754.537 actions.

⁶¹ L'ajustement de BFR (-9,2 M€) est calculé par différence entre (i) la position de BFR au 30 juin 2023 et (ii) la position de BFR au 31 décembre 2023, estimée de manière normative à 4,0 % du chiffre d'affaires.

⁶² Le tableau de passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des fonds propres n'intègre pas la quote-part de distribution versée en numéraire relative à la société AG, dans la mesure où cette dernière est compensée par le rachat par EMBREGOUR des titres non distribués pour le même montant.

Le prix d'achat retenu dans le cadre de cette acquisition, d'un montant de 61,0 € par action, constitue ainsi la principale référence de valorisation.

6.4.2 L'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels (à titre principal)

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

Cette méthode permet de reconnaître la valeur attribuable aux perspectives de développement de la Société. Elle est par ailleurs représentative de la pleine valeur de la Société dans la mesure où elle permet d'appréhender les perspectives de développement.

Présentation du plan d'affaires 2023^e – 2027^e pro forma du Management

Nous avons mené nos travaux sur la base du plan d'affaires 2023^E – 2027^E, établi par le *Management* de la Société en novembre 2023 qui nous a été communiqué le 15 décembre 2023 et a été approuvé par le Conseil d'Administration le 18 décembre 2023.

Ce plan a été construit par le *Management* selon une approche « *bottom-up* » au niveau de chaque société comprise dans le périmètre post-réalisation des Opérations Préalables à l'Offre, puis retraité (i) des participations mises en équivalences (TECHNIREP, PSM, OCETRA, etc.) et (ii) des variations de périmètre intervenues en 2023⁶³.

À noter que ce plan présente les prévisions de chiffre d'affaires et de résultat opérationnel (EBIT) à périmètre constant et n'intègre pas d'opérations de croissance externe.

Conformément à la recommandation 2006-15 de l'AMF, nous avons échangé avec le *Management* de la Société sur les hypothèses structurantes du plan d'affaires.

Le plan d'affaires reflète les ambitions du *Management* d'un point de vue opérationnel, se fondant sur les projections des différentes activités du Groupe, et en particulier l'objectif du Groupe de redresser les niveaux de marge de l'activité Bâtiment, notamment via (i) l'arrêt des contrats à prix fermes et non révisables et (ii) la reconstitution d'équipes parisiennes solides.

⁶³ Cession des activités d'ETPO GEODEX en septembre 2023 et entrée de la société SOMATRAS dans le périmètre de consolidation à partir du second semestre de l'année 2023.

Sur ces bases, le plan d'affaires repose sur les principales hypothèses suivantes :

- Un taux de croissance annuel moyen du chiffre d'affaires de 2,2 % pour l'ensemble des activités du Groupe, porté notamment par la croissance des activités Bâtiment et Ouvrage d'Art Génie Civil ;
- La capacité du Groupe à accroître son taux de marge opérationnelle (EBIT) à des niveaux proches des niveaux moyens historiquement observés⁶⁴. Sur ces bases, la Société considère dans son plan d'affaires une progression du taux de marge opérationnelle par rapport aux niveaux anticipés en 2023, afin d'atteindre les niveaux historiquement observés à partir de l'année 2025.

Ainsi, le plan d'affaires, plutôt équilibré selon le *Management* de la Société, repose principalement sur la capacité de cette dernière à redresser l'activité Bâtiment et à renforcer ses niveaux d'activité et de rentabilité opérationnelle, dans un environnement économique et concurrentiel complexe, comme présenté ci-avant (cf. §3.2).

Détermination des flux de trésorerie

Dans la mesure où nous effectuons notre évaluation sur la base des derniers éléments financiers disponibles au 30 juin 2023, nous avons considéré comme premier flux le second semestre de l'exercice 2023⁶⁵.

Dans la mesure où la construction du plan d'affaires du *Management* s'arrêtait au résultat opérationnel (EBIT), nous avons considéré les principales hypothèses suivantes, discutées et validées avec le *Management* de la Société, afin de déterminer les autres éléments constitutifs des flux de trésorerie :

- Un niveau de BFR égal à 4,0 % du chiffre d'affaires, correspondant aux niveaux de BFR moyens observés, comme présenté en §4.2 ;
- Un niveau d'investissement 2023 déterminé sur la base des investissements moyens 2021 et 2022 (jugés normatifs par le *Management*) puis *inflatés* sur la base des prévisions d'inflation long-terme du Fonds Monétaire International (FMI) ;
- Les dotations aux amortissements ont été estimées égales aux investissements sur l'ensemble du plan d'affaires ;
- Un taux d'IS de 25,83 %, correspondant au taux d'impôt français en vigueur.

Par ailleurs, nous avons appliqué une période d'extrapolation de deux ans en considérant une diminution progressive de la croissance du chiffre d'affaires, de façon à atteindre le niveau attendu à long terme, retenu pour déterminer le flux normatif.

⁶⁴ Tel que détaillé en §4.1.1.

⁶⁵ Recalculé par différence entre (i) le flux annuel au 31 décembre 2023 issu du plan d'affaires et (ii) le flux de trésorerie semestriel au 30 juin 2023.

Flux normatif

Un taux de croissance à l'infini de 1,6 % a été appliqué pour déterminer le chiffre d'affaires retenu en année normative ainsi que l'évolution des investissements sur les périodes de projection et d'extrapolation. Ce niveau de croissance est en ligne avec les perspectives de développement à long terme de la Société et est fondé sur les prévisions d'inflation à long terme du Fonds Monétaire International (FMI)⁶⁶ pour la France.

Les prévisions de profitabilité opérationnelle à long terme présentent un fort degré d'incertitude compte tenu de la nature de l'activité et de la dépendance du secteur à des facteurs exogènes (coûts de matières premières, énergie, taux...) qui sont difficilement appréhendables.

Sur ces bases, le flux normatif repose sur les hypothèses suivantes :

Les prévisions de profitabilité opérationnelle à long terme présentent un fort degré d'incertitude compte tenu de la nature de l'activité et de la dépendance du secteur à des facteurs exogènes (coûts de matières premières, énergie, taux...) qui sont difficilement appréhendables.

Sur ces bases, le flux normatif repose sur les hypothèses suivantes :

- Taux de profitabilité à long terme de 2,8 % (EBIT / CA), correspondant à la moyenne des marges observées historiquement sur les 10 dernières années ainsi que sur la période du plan d'affaires et hors années exceptionnelles de pertes (2017, 2018, ainsi que 2019 et 2020) ;
- Flux d'investissement normatif représentant 3,4 % du chiffre d'affaires annuel retenu dans le flux terminal et correspondant aux niveaux moyens observés sur les deux dernières années du plan ;
- Dotations aux amortissements estimées égales au montant des investissements ;
- Taux d'impôt normatif égal à 25,83 %, correspondant au taux d'impôt français en vigueur ;
- Niveau de BFR en fonction du chiffre d'affaires stable par rapport aux niveaux retenus sur les périodes de projection et d'extrapolation.

⁶⁶ Source: FMI, "World Economic Outlook Database" - Inflation rate, average consumer prices, October 2023.

Taux d'actualisation

Dans la mesure où la Société est en position de trésorerie nette (cf.§6.3.3), le coût du capital est équivalent au coût des fonds propres. Ce coût a été estimé à 12,5 % sur la base :

- D'un taux sans risque de 3,05 % correspondant au taux moyen OAT TEC 10 (moyenne 6 mois calculée, source : BANQUE DE FRANCE) ;
- D'une prime de risque de marché actions de 4,59 % (moyenne 6 mois des primes de risque mensuelles selon le Modèle TRIVAL) ;
- D'un bêta désendetté de 0,93 (moyenne 1 an des bêtas de sociétés cotées comparables, source : Capital IQ) ;
- D'une prime de taille de 5,2 % justifiée par la différence entre la taille de la Société et celle des sociétés comparables retenues pour le bêta (calculée par différence des primes issues de la table 2022 publiée par DUFF & PHELPS) ;

Compte tenu du caractère équilibré du plan d'affaires selon le *Management* et des hypothèses retenues, nous n'avons pas pris en compte de prime de risque spécifique.

Calcul de la valorisation

Sur ces bases, la valeur d'entreprise de C.I.F.E ressort en valeur centrale à 36,5 M€, dont 72,3 % résultant de la valeur terminale. Compte tenu du montant du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres (hors ajustement de BFR⁶⁷ et dette de location IFRS 16), le montant des fonds propres s'établit à 71,4 M€, soit 60,3 € par action C.I.F.E.

La sensibilité de la valeur des fonds propres par action de la Société à une variation combinée du coût des fonds propres (de -0,25 point à +0,25 point) et du taux de marge d'EBIT retenue en valeur terminale (de -0,50 point à +0,50 point) est présentée ci-après.

Tableau 7 – Analyse de sensibilité à une variation combinée du coût des fonds propres et du taux de marge d'EBIT en valeur terminale

		Marge d'EBIT (valeur terminale) (%)				
		1,8 %	2,3 %	2,8 %	3,3 %	3,8 %
Coût des FP (%)	12,0 %	52,5	57,4	62,2	67,1	72,0
	12,3 %	51,8	56,5	61,3	66,0	70,7
	12,5 %	51,2	55,8	60,3	64,9	69,5
	12,8 %	50,6	55,0	59,5	63,9	68,3
	13,0 %	50,1	54,3	58,6	62,9	67,2

Sources : Analyses FINEXSI

⁶⁷ Cet élément étant considéré dans le flux du second semestre 2023.

Nous retiendrons à l'issue de cette analyse une **fourchette de valeurs comprises entre 55,8 € et 64,9 € par action C.I.F.E, avec une valeur centrale de 60,3 €**. Le prix d'Offre fait ainsi ressortir une prime de +9,4 % sur la borne basse, une prime de +1,1 % sur la valeur centrale et une décote de -6,0 % sur la borne haute de notre fourchette.

6.4.3 Comparables boursiers (à titre secondaire)

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

Les sociétés que nous avons identifiées opèrent essentiellement sur le marché européen et ont un profil d'activité similaire à C.I.F.E. En revanche, les sociétés identifiées sont de tailles supérieures à celle de C.I.F.E. De surcroit, elles disposent de structures de coûts et d'activités secondaires différentes pouvant justifier entre autres des différences de profitabilité opérationnelle au niveau consolidé.

Par ailleurs, nous n'avons pas retenu dans notre échantillon les « majors » du secteur (*i.e.* VINCI, BOUYGUES, EIFFAGE) qui présentent des profils opérationnels (activités de concession d'autoroute, de télécommunications par exemple) et financiers différents de la Société, ainsi que des tailles largement supérieures (environ 29 Mds € de capitalisation moyenne).

Pour ces raisons, nous présentons la méthode des comparables boursiers à titre secondaire. Nous avons toutefois identifié onze sociétés cotées intervenant dans le secteur de la Construction et présentant une activité similaire au GROUPE ETPO.

L'échantillon retenu se compose des onze sociétés suivantes, celles-ci étant considérées comme les plus comparables au GROUPE ETPO pour les raisons évoquées ci-après :

- **NCC AB** : société suédoise, est la plus grande entreprise de construction des pays nordiques et n'opère qu'en Europe. La société a réalisé un chiffre d'affaires de 5,2 Mds€ en 2022 et est spécialisée dans, la Construction (47 % du CA), l'Infrastructure (31 % du CA), l'Industrie (20 % du CA) et l'Immobilier (2 % du CA) ;
- **WEBUILD S.P.A** : principal groupe italien de Bâtiments et Travaux Publics, opère 50 % de ses activités en Europe, 26 % aux Amériques, 11 % en Afrique, Moyen-Orient et 13 % en Asie-Océanie. Le groupe a réalisé un chiffre d'affaires de 7,8 Mds€ en 2022 et son activité se concentre notamment sur la construction (98 % du CA) de projets complexes et de grande envergure pour la mobilité, l'énergie, l'eau et les écoconstructions ;
- **SKANSKA AB** : spécialiste suédois de la Construction et du Développement Immobilier ayant des activités réparties entre l'Europe (55 %) et les États-Unis (45 %). La société a réalisé un chiffre d'affaires de 14,0 Mds€ en 2022 dont 86 % proviennent de l'activité de Construction, le reste étant lié aux activités de Promotion Immobilière ;
- **KIER GROUP PLC** : acteur historique britannique de la Construction, opérant uniquement en Europe. Le groupe a réalisé un chiffre d'affaires de 3,7 Mds€ en 2022 et a un parc d'activité diversifié autour des Infrastructures (44 % du CA) et la Construction (56 % du CA) ;

- **BALFOUR BEATTY PLC** : société britannique qui génère près de la moitié de ses revenus en 2022 au Royaume-Uni (49 %) et est aussi implantée aux États-Unis (34 %) et à Hong-Kong (17 %). Le groupe a réalisé un chiffre d'affaires de 8,6 Mds€ en 2022 et se positionne principalement sur la Construction (81 % du CA) d'Infrastructures Complexes ;
- **STRABAG SE** : société autrichienne, spécialiste européen de la Construction principalement implantée en Allemagne et en Europe centrale et de l'Est (94 % de son activité) ainsi qu'en Inde et aux États-Unis. Le groupe a réalisé un chiffre d'affaires de 17,0 Mds€ en 2022, principalement portés par la Construction (83 %) ;
- **IMPLENIA AG** : société suisse, acteur paneuropéen intégré dans le domaine des services de construction et l'immobilier. La société a réalisé un chiffre d'affaires de 3,6 Mds€ en 2022 dont 48 % concernent les activités de génie civil, 44 % des bâtiments, 8 % des travaux spéciaux et de l'immobilier ;
- **PORR AG** : spécialiste autrichien de la Construction et du Génie Civil, présent en Autriche et en Europe de l'Est. La société a réalisé un chiffre d'affaires de 5,8 Mds€ en 2022, principalement porté par le Génie Civil (55 %) et la Construction (35 %) ;
- **BUDIMEX** : société polonaise qui est un acteur d'Europe de l'Est spécialisé dans la Construction Civile et non résidentielle. Le groupe a réalisé un chiffre d'affaires de 1,8 Mds€ en 2022 dont 90 % provient des activités de Construction ;
- **PER AARSLEFF HOLDING A/S** : est un groupe danois opérant en Europe dont le chiffre d'affaires s'élève à 2,0 Mds€ en 2022, principalement constitué de solutions de Construction et de Génie Civil (65 %) et des Solutions Techniques (24 %) ;
- **MT HØJGAARD HOLDING A/S** : société danoise, est un acteur principalement implanté en Europe (96 % de son activité), spécialisé dans la Construction d'Infrastructures et l'Entrepreneuriat Social de la Construction (92 %) et le Développement Immobilier (8 %). Elle réalise un chiffre d'affaires de 1,2 Mds€ en 2022.

Nous avons retenu les multiples d'EBIT qui sont selon nous les plus pertinents, les multiples d'EBITDA ne reflétant pas les différences d'intensité capitalistique entre les sociétés.

Nous présentons ci-après les principales caractéristiques financières des sociétés comparables retenues dans l'échantillon.

Tableau 8 - Présentation de l'échantillon des sociétés cotées comparables retenu

Sociétés comparables	Pays	Croissance de CA			Croissance de CA Moyenne 23 - 25	Taux d'EBIT	
		2023e	2024e	2025e		2024e	2025e
NCC AB (publ)	Suède	(6,3)%	5,3 %	(1,2)%	(0,7)%	3,2 %	3,0 %
Webuild S.p.A.	Italie	22,2 %	7,4 %	6,5 %	12,0 %	4,5 %	5,0 %
Skanska AB (publ)	Suède	4,7 %	2,7 %	(3,8)%	1,2 %	2,3 %	4,2 %
Kier Group plc	Royaume-Uni	2,0 %	10,6 %	9,7 %	7,4 %	3,0 %	3,8 %
Balfour Beatty plc	Royaume-Uni	19,0 %	(3,0)%	2,6 %	6,2 %	2,8 %	2,9 %
Strabag SE	Autriche	3,0 %	4,3 %	2,1 %	3,1 %	4,3 %	4,3 %
Implemia AG	Suisse	6,5 %	0,7 %	1,1 %	2,8 %	3,5 %	3,5 %
PORR AG	Autriche	5,3 %	2,2 %	2,5 %	3,3 %	2,7 %	3,0 %
Budimex SA	Pologne	18,0 %	6,9 %	10,7 %	11,9 %	7,1 %	7,2 %
Per Aarsleff Holding A/S	Danemark	22,6 %	8,5 %	1,4 %	10,9 %	5,2 %	4,9 %
MT Højgaard Holding A/S	Danemark	12,6 %	6,8 %	(10,2)%	3,1 %	3,8 %	4,0 %
Moyenne		8,8 %	3,4 %	1,9 %	4,7 %	3,9 %	4,1 %

Source : CAPITAL IQ, analyses FINEXSI

Le consensus des analystes prévoit une croissance moyenne de chiffre d'affaires de 4,7 % entre 2023 et 2025 pour l'échantillon de sociétés comparables, contre 10,5 % pour C.I.F.E sur la même période.

En revanche, les taux de marge d'EBIT des sociétés comparables s'établissent en moyenne respectivement à 3,9 % et 4,1 % du chiffre d'affaires, soit des niveaux supérieurs à ceux prévus dans le plan d'affaires de la Société. Par ailleurs, il est à noter que ces niveaux sont dans l'ensemble légèrement supérieurs aux plus hauts historiques atteints par la Société.

Les principaux multiples des sociétés de l'échantillon sont synthétisés dans le tableau suivant :

Tableau 9 – Présentation des multiples* issus de l'échantillon des sociétés cotées comparables retenu

Comparables	Pays	Devise	CA - mEUR	VE - mEUR *	xEBIT	
					2024e	2025e
NCC AB (publ)	Suède	EUR	4 865	1 458	9,7x	9,5x
Webuild S.p.A.	Italie	EUR	7 761	2 130	3,9x	3,9x
Skanska AB (publ)	Suède	EUR	14 647	6 166	10,2x	9,0x
Kier Group plc	Royaume-Uni	EUR	3 594	682	3,9x	3,7x
Balfour Beatty plc	Royaume-Uni	EUR	8 601	1 269	4,4x	4,0x
Strabag SE	Autriche	EUR	17 042	2 399	3,0x	2,9x
Implemia AG	Suisse	EUR	3 606	919	6,8x	7,2x
PORR AG	Autriche	EUR	5 796	683	3,6x	3,3x
Budimex SA	Pologne	EUR	1 842	3 052	16,6x	14,7x
Per Aarsleff Holding A/S	Danemark	EUR	2 591	1 003	7,4x	7,2x
MT Højgaard Holding A/S	Danemark	EUR	1 163	129	2,6x	2,6x
Moyenne					6,5x	6,2x

* Multiples induits par (i) une valeur d'entreprise calculée sur la base du CMPV 3 mois, du 16 novembre 2023 au 16 février 2024, et d'un nombre moyen d'actions sur 3 mois et (ii) des agrégats des comparables calendarisés sur la date de clôture de la société évaluée.

Source : CAPITAL IQ, analyses FINEXSI.



Nous avons retenu les multiples moyens d'EBIT pour les années 2024e et 2025e⁶⁸. Appliqués aux agrégats estimés pro forma de C.I.F.E et après prise en compte des ajustements permettant de passer de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres, la valeur par action C.I.F.E ressort dans **une fourchette comprise entre 40,5 € et 55,7 €**.

Le prix d'Offre fait ainsi ressortir une prime de +50,7 % par rapport à la borne basse et une prime de +9,4 % par rapport à la borne haute.

6.4.4 Les transactions comparables (à titre secondaire)

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

Des différences entre les sociétés cibles et C.I.F.E en termes de rentabilité opérationnelle, d'agrégats, de taille, d'activité et de répartition de l'activité par zone géographique, créent des distorsions au sein de l'échantillon limitant ainsi la pertinence de la méthode. De plus, peu de sociétés au profil similaire à C.I.F.E ont fait l'objet de transactions récentes.

Pour ces raisons, nous présentons la méthode des transactions comparables à titre secondaire dans la mesure où il existe un nombre insuffisant de transactions dont les sociétés concernées sont pleinement comparables à la Société. Nous avons toutefois retenu dix transactions réalisées au cours des cinq dernières années, présentées ci-dessous :

- L'acquisition de la société HAVFRAM AS, spécialiste norvégien de la Construction Marine, par SANDBROOK CAPITAL le **7 novembre 2022**. La transaction a extériorisé une valeur d'entreprise d'environ 251 M€ et un multiple d'EBIT de 15,2x ;
- L'acquisition de la société CONSTRUCTA, acteur norvégien du secteur de la Construction, par VEIDEKKE ASA le **18 août 2022**. La transaction a extériorisé une valeur d'entreprise d'environ 37,1 M€ ainsi qu'un multiple d'EBIT de 7,4x ;
- L'acquisition de la société TRYM ANLEGG, spécialiste norvégien de la Construction Ferroviaire et du Génie Civil, par la société PER AARSLEFF A/S le **24 juin 2022**. La transaction a extériorisé une valeur d'entreprise d'environ 23,0 M€ ainsi qu'un multiple d'EBIT de 8,0x ;
- L'acquisition de la société AHLIN & EKEROTH, acteur local suédois de la Construction et la Rénovation de logements, par la société BYGGPARTNER I DALARNA HOLDING AB le **5 avril 2022**. La transaction a extériorisé une valeur d'entreprise de 54,4 M€ ainsi qu'un multiple d'EBIT de 5,8x ;

⁶⁸ Nous ne considérons pas les résultats opérationnels de C.I.F.E pour l'année 2023 comme normatifs. Ainsi, nous n'avons pas considéré les multiples 2023 dans le cadre de nos travaux.

- L'acquisition de ROYAL BOSKALIS WESTMINSTER le **20 mars 2022**, par la société HAL TRUST NV par le biais de sa filiale HAL HOLDING NV. HAL HOLDING NV possédant déjà 46,2 % des actions de la société, cette transaction lui a permis d'acquérir le contrôle de cette dernière. La transaction a extériorisé une valeur d'entreprise d'environ 4,1 Mds€ ainsi qu'un multiple d'EBIT de 24,8x. La société est spécialisée dans le dragage et la construction *offshore* ;
- L'acquisition de DESTIA GROUP par COLAS SA le **1^{er} décembre 2021**, spécialiste finlandais de la Construction Ferroviaire et Routière. Cette transaction a permis à COLAS de poursuivre sa stratégie d'implantation dans les pays de l'Europe du Nord. La transaction a extériorisé une valeur d'entreprise d'environ 235 M€ ainsi qu'un multiple d'EBIT de 14,3x ;
- L'acquisition de la société norvégienne BETONMASTHAEHRE AS par la société BETONMAST HOLDING ASA, filiale de AF GRUPPEN le **31 août 2019**. La cible réalise notamment la construction de propriétés résidentielles, commerciales. La transaction a extériorisé une valeur d'entreprise d'environ 106 M€ ainsi qu'un multiple d'EBIT de 4,9x ;
- L'acquisition de 78 % du capital d'ARKIL HOLDING A/S, spécialiste danois de la Construction, de la Rénovation, des ponts et des infrastructures par deux investisseurs privés, JESPER ARKIL et JENS-SKJOT-ARKIL. La transaction a extériorisé une valeur d'entreprise d'environ 85 M€ ainsi qu'un multiple d'EBIT de 5,5x ;
- L'acquisition de GSE GROUP par GOLDBECK GMBH le **26 mars 2019**. Cette acquisition a permis à GOLDBECK GMBH d'étendre sa couverture géographique à la France, venant compléter sa présence dans d'autres pays européens et en Chine. La transaction a extériorisé une valeur d'entreprise d'environ 127 M€ ainsi qu'un multiple d'EBIT de 7,3x ;
- L'acquisition d'HMB par AF GRUPPEN ASA le **2 janvier 2019**. La cible est une société norvégienne d'Ingénierie, Construction et Services *offshore*. La transaction a extériorisé une valeur d'entreprise d'environ 66 M€ ainsi qu'un multiple d'EBIT de 5,9x.

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

Tableau 10 - Présentation de l'échantillon des transactions comparables retenu

Date	Cible	Pays	Acquéreur	% acquis	VE (M€)	EBIT (%)	xEBIT
nov.-22	Havfram AS	Norvège	Sandbrook Capital	100 %	251	6,7 %	15,2x
août-22	Constructa	Norvège	VEIDEKKE ASA	100 %	37	6,7 %	7,4x
juin-22	Trym Anlegg	Norvège	Per Aarsleff A/S	67 %	23	7,1 %	8,0x
avr.-22	Ahlin & Ekeroth	Suède	ByggPartner i Dalarna Holding AB	n.c	54	5,7 %	5,8x
mars-22	Royal Boskalis Westminster	Pays-Bas	HAL Holding NV; Hal Trust NV	54 %	4 065	5,5 %	24,8x
août-21	Destia Group	Finlande	Colas SA	100 %	235	2,5 %	14,3x
août-19	Betonmastaehre AS	Norvège	Betonmast Holding AS	100 %	106	3,1 %	4,9x
avr.-19	Arkil Holding A/S	Danemark	Jesper Arkil; Jens Skjot-Arkil	78 %	85	3,5 %	5,5x
mars-19	GSE Groupe	France	GOLDBECK GmbH	100 %	127	3,1 %	7,3x
janv.-19	HMB	Suède	AF Gruppen ASA	70 %	66	7,7 %	5,9x
Moyenne						5,2 %	9,9x
Médiane						5,6 %	7,3x

Source : Analyses FINEXSI.

La moyenne des multiples d'EBIT ainsi extériorisée s'établit à 9,9x et à 7,3x pour le multiple médian. Appliquée à l'EBIT pro forma de C.I.F.E de l'année 2022⁶⁹, et compte tenu des ajustements permettant de passer de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres, la valeur par action C.I.F.E ressort **entre 44,3 € et 54,3 €**, extériorisant des primes de 37,8 % et +12,4 % respectivement.

Dans la mesure où les sociétés de l'échantillon présentent des disparités dans leurs activités, mais également des niveaux de marges supérieurs à ceux de C.I.F.E, nous ne présentons cette méthode qu'à titre secondaire.

6.4.5 Cours de bourse (à titre indicatif)

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

La société C.I.F.E est cotée sur le compartiment C d'EURONEXT Paris (Code ISIN : FR 0000066219).

Nous avons analysé le cours de bourse sur une période de deux ans précédant l'annonce de l'acquisition du Bloc de Contrôle et de l'Opération, *i.e.* jusqu'au 7 novembre 2023.

⁶⁹ Nous ne considérons pas les résultats opérationnels de C.I.F.E pour l'année 2023 comme normatifs. Ainsi, nous n'avons pas considéré les multiples 2023 dans le cadre de nos travaux.

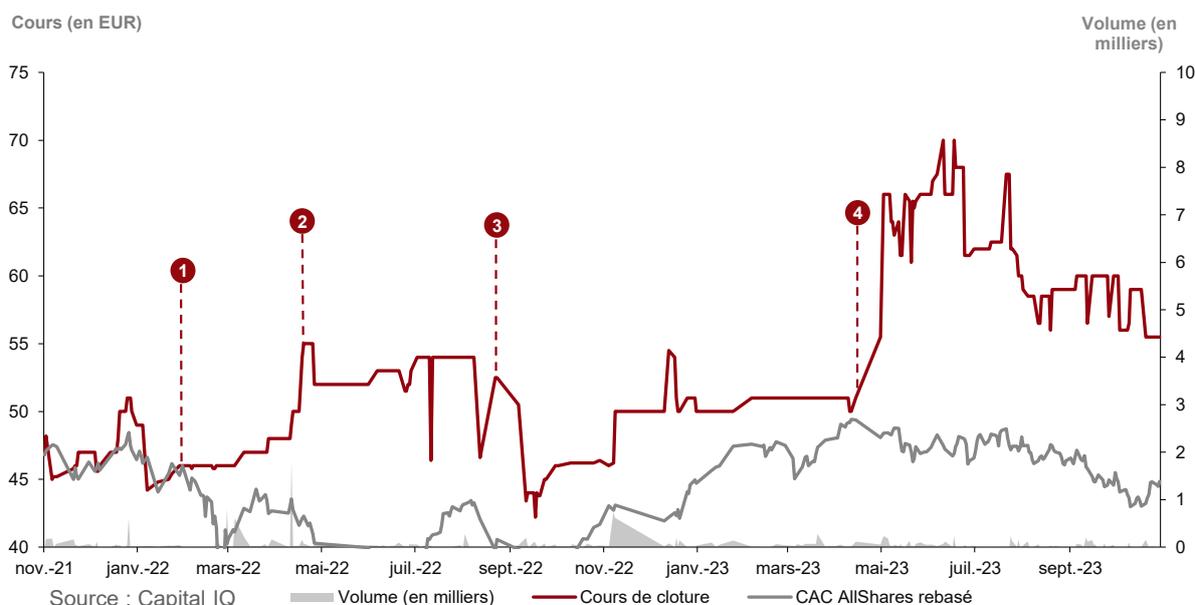
L'annonce de l'acquisition du Bloc de Contrôle a entraîné la suspension de la cotation du titre C.I.F.E le 6 novembre 2023, sur demande de la Société. Le 10 novembre 2023, après la reprise de la cotation au 9 novembre 2023, le cours du titre C.I.F.E s'est établi à 95,0 €, proche du niveau du prix d'Offre incluant les distributions préalables (97,7 € par action).

Postérieurement à l'Assemblée Générale du 18 décembre 2023, le cours du titre est redescendu à un niveau proche de celui du prix d'Offre, et s'établit aux alentours de 60,0 € depuis le 22 décembre 2023.

Analyse de l'évolution du cours de bourse de la Société C.I.F.E

Le cours de bourse de C.I.F.E a évolué comme suit sur une période de deux ans avant l'annonce des modalités de l'Offre du 7 novembre 2023 :

Figure 19 - Évolution du cours de l'action de C.I.F.E sur les deux années précédant l'annonce de l'accord de négociations exclusives



Sources : CAPITAL IQ et communiqués de presse de la Société, analyses FINEXSI

Sur la période observée, le cours de l'action C.I.F.E a connu une hausse de 18,6 %, passant de 46,8 € à 55,5 €, alors que le CAC AllShares rebasé a enregistré une baisse de -4,9 % sur la même période.

L'évolution du cours de bourse de la Société a notamment été marquée par les évènements suivants :

- Compte tenu de la très faible liquidité du titre (environ 44 actions par jours de cotation), le cours de l'action n'a été que peu affecté par le démarrage du conflit russo-ukrainien tandis que le marché actions a chuté d'environ 15,0 % (1) ;
- L'annonce des résultats annuels 2021, le 29 avril 2022, témoignant d'une bonne reprise d'activité post-crise sanitaire (190,1 M€ de chiffre d'affaires en 2021, contre 169,9 M€ en 2020) a entraîné une hausse du cours de bourse de + 10,0 % (2) ;
- Au 1^{er} septembre 2022 (3), la publication des résultats du premier semestre 2022 a cependant entraîné une chute du cours de 24,4 %. L'annonce des résultats annuels le 28 avril 2023 (4) a quant à elle entraîné une hausse du cours de l'action de +32,0 %.

Analyse des CMPV et de la liquidité du titre de la Société C.I.F.E

Avant annonce de l'acquisition du Bloc de Contrôle et de l'Offre, les cours moyens pondérés par les volumes (ci-après, désignés « CMPV »), les volumes échangés sur le titre et les taux de rotation qui en résultent se présentent comme suit sur une période de 24 mois :

Figure 20 - Analyse des CMPV et de la liquidité du titre C.I.F.E au 07/11/2023

Cours moyens pondérés par les volumes*	en €/action	Prime / (décote) induite par le prix d'offre de 61€ et la distribution de 36,7€ par action	Volume échangé (en K)		Capital échangé (en K)		% du capital		% du flottant	
			Moyen	Cumulé	Moyen	Cumulé	Volume échangé	Rotation du capital	Volume échangé	Rotation du flottant
Spot (7/11/2023)	55,50	+76,0 %	-	-	-	-	-	-	-	-
CMPV 1 mois	56,31	+73,4 %	0,02	0,4	1,0	22,5	0,002 %	0,0 %	0,004 %	0,1 %
CMPV 60 jours	58,34	+67,4 %	0,02	1,4	1,4	82,8	0,002 %	0,1 %	0,006 %	0,3 %
CMPV 3 mois	58,28	+67,6 %	0,02	1,6	1,4	92,7	0,002 %	0,1 %	0,006 %	0,4 %
CMPV 6 mois	61,51	+58,8 %	0,03	4,1	2,0	251,6	0,003 %	0,3 %	0,008 %	1,0 %
CMPV 12 mois	56,11	+74,1 %	0,04	7,5	2,5	420,3	0,004 %	0,6 %	0,011 %	1,8 %
CMPV 24 mois	52,04	+87,7 %	0,05	15,9	2,7	826,4	0,004 %	1,4 %	0,012 %	3,7 %

* Les CMPV sont calculés à compter de la veille de l'annonce (7 novembre 2023)

N. B. Les niveaux de prime extériorisés « avant distribution » sont calculés en comparant (i) le prix d'Offre de 61,0 € majoré des montants de distributions en numéraire (36,7 € par action). A titre d'exemple au 07/11/2023, la prime se calcule ainsi : $(61 + 36,7) / 55,5 - 1 = 76,0 \%$.

Sources : CAPITAL IQ, Analyses FINEXSI

Sur les douze derniers mois avant annonce, le volume des actions C.I.F.E échangées est de 7.490 actions (soit environ 44 actions par jour de cotation). Sur cette même période, la rotation du capital s'établit à 0,6 % et la rotation du capital flottant s'établit quant à elle à 1,8 %.

Sur 24 mois d'observation, le volume d'actions échangées passe à 15.880 actions (soit 51 actions par jour de cotation), pour une rotation du capital de seulement 1,4 % et une rotation du capital flottant de 3,7 %.

Bien que le cours du titre soit sensible aux annonces de la Société, ce dernier nous semble peu représentatif de la valeur de la Société au regard de la très faible liquidité du titre, et ne sera présenté qu'à titre indicatif.

6.5 Synthèse de nos travaux d'évaluation

La valeur par action se présente comme suit selon les méthodes et références d'évaluation étudiées :

Figure 21 – Synthèse des valeurs par action C.I.F.E post-Opérations Préalables à l'Offre

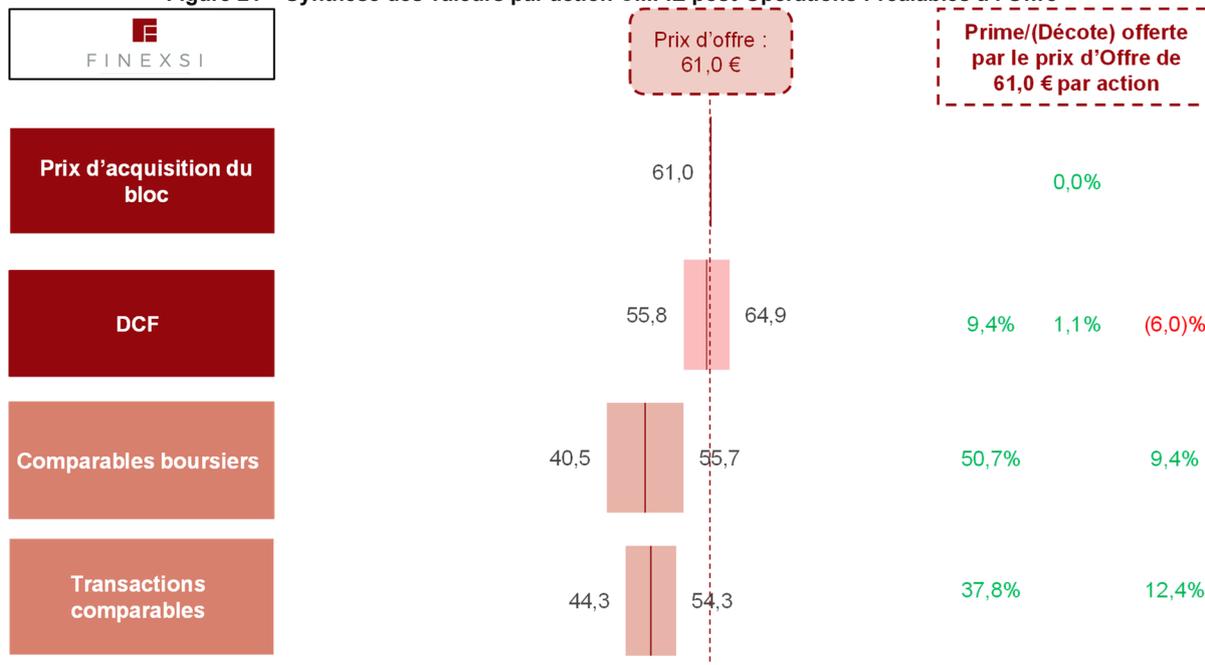
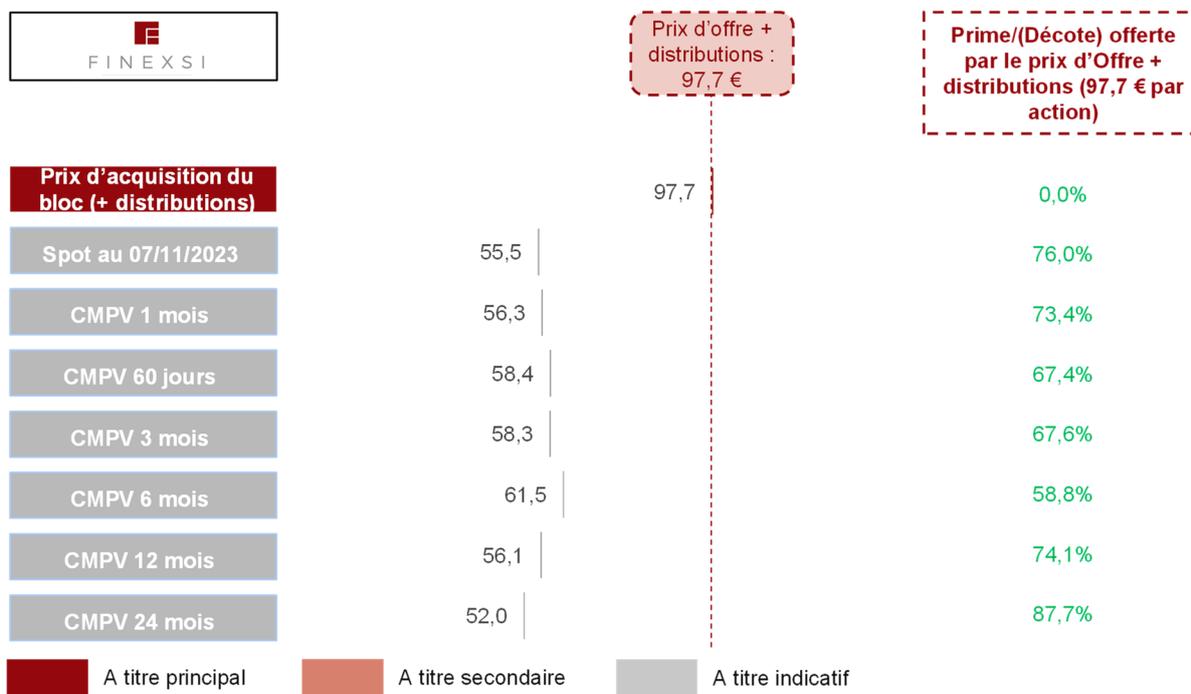


Figure 22 – Synthèse des valeurs par action C.I.F.E avant Opérations Préalables à l'Offre par rapport au cours de bourse



Sources : analyses FINEXSI

7. Analyse des éléments d'appréciation du prix établis par l'Établissement Présentateur

ODDO BHF SCA, agissant en tant qu'Établissement Présentateur de l'Offre, a préparé les éléments d'appréciation du prix de l'Offre figurant à la section 3 du projet de Note d'Information.

Nous avons analysé ces éléments et nous nous sommes rapprochés des représentants de l'Établissement Présentateur en charge de l'évaluation pour échanger sur les critères d'évaluation retenus.

Les résultats de nos travaux respectifs sont synthétisés ci-après, étant précisé que nous présentons également les primes et décotes extériorisées par le prix d'Offre.

Figure 23 – Synthèse des travaux d'évaluation de FINEXSI et de l'Établissement Présentateur post-réalisation des Opérations Préalables à l'Offre

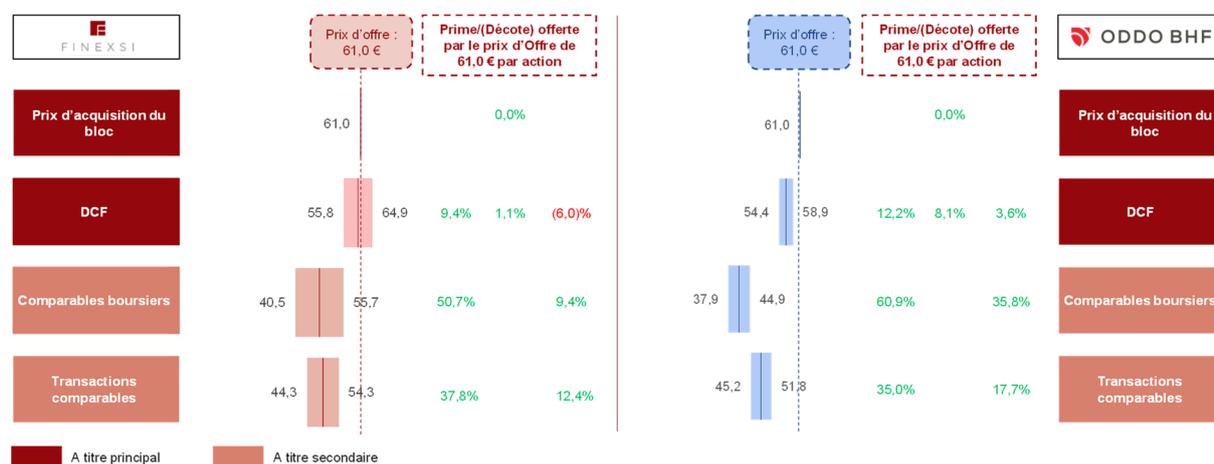
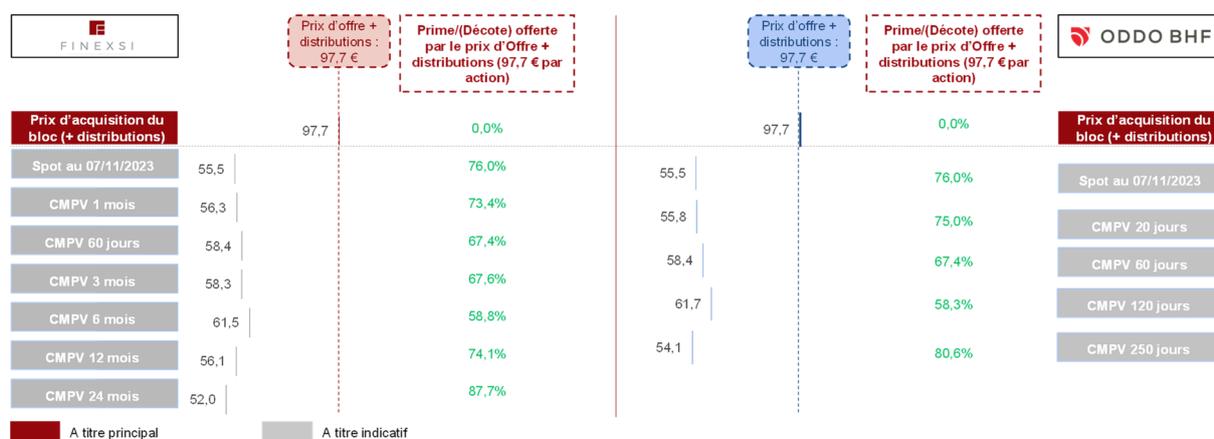


Figure 24 – Synthèse des travaux d'évaluation de FINEXSI et de l'Établissement Présentateur avant réalisation des Opérations Préalables à l'Offre par rapport au cours de bourse



Sources : Analyses FINEXSI, Établissement Présentateur, Éléments d'appréciation du prix d'Offre en date du 22/02/2024

7.1 Choix des méthodes et références d'évaluation

Pour la valorisation de C.I.F.E, l'Établissement Présentateur a retenu les mêmes critères que FINEXSI, à savoir la référence au cours de bourse de l'action C.I.F.E, la méthode intrinsèque de l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels (DCF), les méthodes analogiques des multiples des comparables boursiers et de transactions comparables.

L'Établissement Présentateur a également retenu la même qualification de ses méthodes d'évaluations que FINEXSI. A savoir :

- La référence au prix du bloc d'acquisition à titre principal ;
- L'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie à titre principal ;
- La méthode des comparables boursiers à titre secondaire. Ce choix est justifié par les différences de tailles, de structure de coûts et d'activités entre C.I.F.E et les comparables boursiers identifiés ;
- La méthode des transactions comparables à titre secondaire compte tenu des disparités dans les activités des sociétés de l'échantillon, des tailles des différentes sociétés et des niveaux de marges ;
- La référence au cours de bourse à titre indicatif en raison de la faible liquidité du titre.

Comme FINEXSI, l'Établissement Présentateur a écarté les références à l'actif net comptable (ANC), à l'actif net réévalué (ANR), la méthode d'actualisation des dividendes futurs ainsi que la valeur liquidative de la Société.

La mise en œuvre des différentes méthodes appelle plusieurs remarques de notre part.

7.2 Mise en œuvre des différentes méthodes

7.2.1 Données de référence

Date de valorisation

Pour la mise en œuvre des différentes méthodes, tout comme FINEXSI, l'Établissement Présentateur a déterminé les éléments de passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des fonds propres au 30 juin 2023, soit la date des derniers états financiers consolidés publiés.

S'agissant de la méthode intrinsèque d'actualisation des flux de trésorerie, l'Établissement Présentateur actualise ses flux de trésorerie au 31 décembre 2023, tout comme FINEXSI.

Nombre d'actions retenu

Le nombre d'actions retenu par l'Établissement Présentateur et FINEXSI sont identiques.

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

Les éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres retenus par l'Établissement Présentateur s'établissent à +26,7 M€⁷⁰. Pour rappel, FINEXSI retient un montant de +18,5 M€.

Les écarts observés proviennent principalement :

- De la méthode de calcul de l'ajustement de BFR. FINEXSI détermine son ajustement par différence entre (i) le BFR total estimé de l'exercice 2023 et (ii) le BFR au premier semestre 2023, soit un montant de -9,2 M€. L'Établissement Présentateur retient l'ajustement de BFR considéré dans le cadre des négociations intervenues pour l'acquisition du Bloc de Contrôle, soit un montant de -11,3 M€ ;
- Des intérêts minoritaires et des titres mis en équivalence. FINEXSI considère ces éléments dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres pour -12,4 M€ et 8,0 M€ respectivement, tandis que l'Établissement Présentateur en tient directement compte à travers les agrégats de la Société utilisés dans l'évaluation ;
- Des montants de provisions. FINEXSI retient les provisions nettes d'impôt et intègre également les provisions pour engagement de retraite dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres, contrairement à l'Établissement Présentateur⁷¹ ;
- De la dette locative relative à IFRS 16, que FINEXSI retient dans son passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres (uniquement appliqué aux méthodes analogiques), contrairement à l'Établissement Présentateur.

7.2.2 Actualisation des flux de trésorerie prévisionnels

Concernant les prévisions considérées

Tout comme FINEXSI, l'Établissement Présentateur a eu accès au plan d'affaires du *Management* et le retient dans le cadre de ses travaux.

⁷⁰ Ce montant correspond au niveau de dette sur lequel l'Initiateur, SAS EMBREGOUR et le Groupe Familial TARDY se sont accordés dans le cadre de l'acquisition du Bloc de Contrôle, après prise en compte du versement des distributions exceptionnelles par prélèvement sur les réserves et primes intervenues en janvier 2024 et après retraitement de l'impact des dettes IFRS 16.

⁷¹ L'Établissement Présentateur retient un montant de provisions de 11,3 M€.

Concernant les hypothèses financières

Concernant les hypothèses du plan d'affaires et la période d'extrapolation :

- L'Établissement Présentateur a déterminé les investissements sur la base des agrégats de l'année 2022, puis a considéré une diminution de ces derniers sur l'horizon du plan d'affaires⁷², tandis que FINEXSI a déterminé les investissements sur la base d'un niveau normatif, puis a considéré une croissance de ces montants sur l'horizon du plan d'affaires en lien avec les prévisions du FMI⁷³ ;
- L'Établissement Présentateur a déterminé les dotations aux amortissements sur la base des agrégats de l'année 2022, puis a considéré une croissance de ces derniers, de manière à tendre vers les niveaux d'investissements en fin de plan⁷⁴, tandis que FINEXSI a considéré les amortissements égaux aux investissements sur l'ensemble de la durée du plan d'affaires ;
- L'Établissement Présentateur a considéré une période d'extrapolation de deux ans, accompagnée d'une légère amélioration du niveau de marge, tandis que FINEXSI, qui a également retenu une période de deux ans, a considéré une diminution du niveau de marge afin de tendre vers le niveau retenu dans le flux normatif.

Concernant le flux normatif :

- L'Établissement Présentateur a retenu un taux de croissance à l'infini de +1,7 %. FINEXSI a retenu un taux de 1,6% fondé sur les prévisions d'inflation long-terme du Fonds Monétaire International pour la France ;
- L'Établissement Présentateur a retenu un taux de marge d'EBIT normatif de 3,2 %, égal à celui de la dernière année de la période d'extrapolation. Comme évoqué ci-avant, l'Établissement Présentateur a considéré une amélioration progressive de la marge opérationnelle sur l'ensemble de la période d'extrapolation, tandis que FINEXSI a considéré un taux de marge opérationnelle normatif de 2,8 %, en ligne avec les niveaux moyens historiques et issus du plan d'affaires⁷⁵.

⁷² Diminution moyenne de 2,7 % sur la période du plan d'affaires.

⁷³ Soit une croissance annuelle moyenne de 2,2 %.

⁷⁴ L'Établissement Présentateur a fait croître les dotations aux amortissements en moyenne de 3,0% sur la période du plan d'affaires.

⁷⁵ Etant précisé qu'en tenant compte des années 2017, 2018, 2019 et 2020, le taux de marge d'EBIT moyen (historique et plan d'affaires) de la Société s'élèverait à 1,6 %.

Analyse du calcul du coût du capital

Concernant le coût du capital, FINEXSI retient un taux de 12,5%, inférieur à celui retenu par l'Établissement Présentateur à 14,0%. Les sources d'écarts principales sont les suivantes :

- L'Établissement Présentateur utilise la moyenne 1 mois des taux sans risques du marché français, selon les données de BLOOMBERG, tandis que FINEXSI se réfère à la moyenne 6 mois de l'OAT TEC 10 ans de la BANQUE DE FRANCE ;
- L'Établissement Présentateur retient une prime de risque de marché, correspondant à la moyenne 1 mois des primes de risque du marché français issue de BLOOMBERG, tandis que FINEXSI retient la moyenne 6 mois des primes de risques extériorisées par le modèle TRIVAL ;
- L'Établissement Présentateur retient un bêta désendetté de 0,87, correspondant à la moyenne 6 mois des sociétés comparables sélectionnées, tandis que FINEXSI retient un bêta désendetté de 0,93 correspondant à la moyenne 1 an des sociétés comparables sélectionnées ;
- L'Établissement Présentateur retient une prime de taille de 5,0 %, contre 5,2 % pour FINEXSI.

Actualisation des flux de trésorerie prévisionnels

La mise en œuvre de l'actualisation des flux de trésorerie appelle la remarque suivante de notre part :

- L'Établissement Présentateur considère une génération des flux de trésorerie en fin d'année, tandis que FINEXSI considère une généralisation des flux à mi-année.

Analyse des sensibilités et des résultats

FINEXSI a analysé la sensibilité de la valeur par action C.I.F.E aux variations combinées du taux marge d'EBIT en année normative et du coût des fonds propres, tandis que l'Établissement Présentateur a analysé la sensibilité de la valeur par action C.I.F.E aux variations combinées du taux de croissance à l'infini et du coût des fonds propres.

La valeur par action C.I.F.E retenue par l'Établissement Présentateur est comprise entre 54,4 € et 58,9 € avec une valeur centrale de 56,5 €.

Selon FINEXSI, la valeur par action C.I.F.E s'établit entre 55,8 € et 64,9 €, avec une valeur centrale de 60,3 €.

7.2.3 Multiples observés sur les sociétés cotées comparables

L'Établissement Présentateur ainsi que FINEXSI ont retenu l'EBIT comme agrégat de référence.

L'Établissement Présentateur retient le même échantillon que FINEXSI, et présente également les acteurs français « majors » à titre indicatif, tandis que FINEXSI a limité sa sélection à des sociétés cotées européennes opérant dans les secteurs des Travaux Publics et de la Construction.

La valeur de l'action de C.I.F.E extériorisée selon la mise en œuvre de ce critère selon l'Établissement Présentateur est comprise entre 37,9 € et 44,9 € par action, tandis que la mise en œuvre de cette méthode par FINEXSI extériorise une valeur par action comprise entre 40,5 € et 55,7 € par action.

Ces écarts proviennent notamment des éléments suivants :

- L'Établissement Présentateur a choisi de retenir des valorisations extériorisées sur les multiples moyens et médians 2024E tandis que FINEXSI a choisi de retenir les multiples moyens au titre des années 2024E et 2025E ;
- Les valeurs d'entreprise des sociétés comparables retenues par l'Établissement Présentateur ont été déterminées sur la base d'une capitalisation boursière calculée selon le cours moyen pondéré par les volumes sur 1 mois au 16 février 2023, alors que FINEXSI retient une capitalisation boursière calculée selon le cours moyen pondéré par les volumes sur 3 mois à la même date ;
- Ecarts dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres, tels que présentés ci-avant.

7.2.4 Multiples observés sur des transactions comportant des sociétés comparables

Comme FINEXSI, l'Établissement Présentateur fonde son analyse sur des multiples d'EBIT.

L'échantillon de transactions comparables de l'Établissement Présentateur est composé de 10 transactions majoritaires.

L'échantillon retenu par FINEXSI intègre 9 transactions communes avec l'échantillon de l'Établissement Présentateur :

- La transaction entre CONSTRUCTA et VEIDEKKE ASA en août 2022 ;
- La transaction entre TRYM ANLEGG et PER AARSLEFF A/S en juin 2022 ;
- La transaction entre AHLIN & EKEROTH et BYGGPARTNER I DALARNA HOLDING AB en avril 2022 ;
- La transaction entre ROYAL BOSKALIS WESTMINSTER et HAL HOLDING NV en mars 2022 ;
- La transaction entre DESTIA GROUPE et COLAS SA en août 2022 ;
- La transaction entre BETONMASTHAEHRE et BETONMAST HOLDING AS en août 2019 ;
- La transaction entre GSE GROUPE et GOLDBECK GMBH en mars 2019 ;
- La transaction entre HMB et AF GRUPPEN ASA en janvier 2019.

L'acquisition de GRUPO TERRATEST par ABERDEEN ASSET MANAGEMENT retenue par l'Établissement Présentateur a été exclue de nos travaux, car jugée trop ancienne (2018).

Nous avons par ailleurs retenu dans notre échantillon la transaction intervenue en novembre 2022 sur le capital d'HAVFRAM AS, société norvégienne de construction d'infrastructures éoliennes et de transports *offshore*.

L'écart observé entre la fourchette de l'Établissement Présentateur (45,2 € / 51,8 €) et la valorisation de FINEXSI (44,3 € / 54,3 €) s'explique par :

- La différence de composition des échantillons, extériorisant un multiple moyen de 8,7x concernant l'Établissement Présentateur, contre un multiple moyen de 9,9x pour FINEXSI ;
- L'écart de calcul du multiple de la transaction entre ROYAL BOSKALIS WESTMINSTER ET HAL HOLDING NV⁷⁶ ;
- Le fait que l'Établissement Présentateur applique les multiples d'EBIT moyens et médians sur l'agrégat 2024 prévisionnel, tandis que FINEXSI applique les multiples moyens et médians d'EBIT sur le dernier agrégat historique disponible (2022).

Pour rappel, les comptes de l'exercice clos au 31 décembre 2023 sont en cours d'établissement et n'ont pas été validés par les organes de gouvernance.

- L'écart dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres, comme présenté ci-avant.

7.2.5 Analyse du cours de bourse

Nous n'identifions pas d'écart entre les données présentées par FINEXSI et celles mentionnées par l'Établissement Présentateur (Prime sur cours spot au 7 novembre 2023, CMPV 60 jours et niveaux de primes extériorisés).

⁷⁶ L'Établissement Présentateur retient un multiple de 22,0x, contre 24,8x pour FINEXSI.

8. Analyse des accords connexes à l'Offre

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

8.1 Contrats d'acquisition du Bloc de Contrôle

Le 22 janvier 2024, SPIE BATIGNOLLES a réalisé l'acquisition de 754.537 actions, représentant 62,88 % du capital de la Société, au prix de 61,0 € par action (654.500 actions auprès d'EMBREGOUR et 100.037 actions du Groupe Familial TARDY).

Les contrats d'acquisition signés en date du 4 décembre 2023 relatifs à la cession du Bloc de Contrôle indiquent que SPIE BATIGNOLLES s'engage à déposer une OPAS auprès de l'AMF à un prix par action égal au prix d'acquisition de 61,0€, étant précisé que SPIE BATIGNOLLES devra payer un complément de prix dans les trois jours ouvrés suivant la date à laquelle l'OPAS sera déclarée conforme par l'AMF, dans l'hypothèse où l'OPAS serait déposée à un prix supérieur.

Au regard du prix d'Offre de 61,0 € par action, il est nécessaire de préciser qu'aucun complément de prix ne sera versé aux Cédants.

Cette situation n'entraîne par conséquent pas un avantage particulier de nature à nuire à l'équité de traitement des différents actionnaires de la Société, et affecter notre appréciation du prix d'Offre.

8.2 Mécanisme de liquidité offert aux porteurs d'actions gratuites

A ce jour, il existe 14.802 actions gratuites qui ont été attribuées lors des Conseils d'administration de la Société des 12 janvier 2021, 27 avril 2021, 18 janvier 2022 et 17 janvier 2023.

Compte tenu de leurs dates d'attribution différentes, les actions gratuites ne seront pas toutes dans la même situation au moment de l'Offre :

- 7.139 actions gratuites sont en période de conservation (plans d'actions gratuites 2020 à 2022) ;
- 7.663 actions gratuites sont en cours d'acquisition (plan d'actions gratuites 2023, avec une acquisition définitive prévue le 17 janvier 2025).

Dans le cadre de l'OPAS initiée par SPIE BATIGNOLLES sur les actions de la Société, l'Initiateur a proposé la mise en place d'un mécanisme de liquidité, par accord individuel conclu avec chacun des bénéficiaires des plans 2020 à 2023, consistant en des promesses croisées d'achat et de vente entre les bénéficiaires de ces titres et l'Initiateur.

Le prix par action prévu dans les contrats de liquidité correspond à l'application d'une formule calculée sur la base (i) un multiple d'EBITDA de C.I.F.E calculé sur la base des derniers comptes consolidés disponibles à la date d'exercice de la promesse, et (ii) de la trésorerie nette consolidée utilisée pour déterminer le prix d'Offre de 61,0 € par action dans le cadre de la transaction intervenue sur le Bloc de Contrôle.

Dans ce contexte, le mécanisme de liquidité décrit ci-avant n'est pas de nature à conférer des avantages particuliers à certains actionnaires et ne répond qu'à une contrainte de liquidité pouvant survenir.

Par ailleurs, il convient de préciser que ces mécanismes exposent leurs bénéficiaires tant à un risque de hausse de la valeur lié à la croissance des agrégats opérationnels de la Société, qu'à un risque de baisse dans le cas où les performances de la Société seraient moins importantes qu'estimées. Ils ne confèrent donc pas de valeur garantie et ne sont par conséquent pas contraires à l'équité de traitement de l'ensemble des actionnaires de la Société.

9. Analyse et appréciation des observations reçues d'actionnaires minoritaires

Nous avons été sollicités par des actionnaires minoritaires qui nous ont transmis des commentaires au travers d'un premier courriel en date du 20 novembre 2023 et par courrier du 4 décembre 2023.

Conformément à l'article 3 de l'instruction 2006-08 de l'AMF, nous indiquons ci-après les observations formulées ainsi que nos analyses et appréciations. Nous renvoyons également aux développements concernés dans le rapport le cas échéant.

Nous avons examiné et analysé les éléments contenus dans le courrier susmentionné et faisons part ci-après de nos appréciations, étant précisé que trois des quatre sujets soulevés concernaient des demandes de documents ou des suggestions relatives à des points de droit et pour lesquels la Société et ses conseils juridiques ont répondu par courrier le 7 décembre 2023.

S'agissant des demandes de documents

Les actionnaires minoritaires nous ont sollicités concernant une demande formulée le 22 novembre 2023 au Président de la Société et aux membres du Comité *ad hoc* relative à la communication de divers documents et informations (pourcentages de vote correspondant aux actionnaires minoritaires, liste des actionnaires de la Société, rapport réalisé par KPMG relatif à l'évaluation du Pôle Immobilier, statuts et comptes actualisés et audités de la société de droit nord-américain FWE Co INC. et de ses filiales et certificats d'immatriculation et de « *good standing* » de ces entités).

Cette demande a fait l'objet d'une réponse directe par la Société par courrier du 7 décembre 2023 qui indique notamment que :

- La répartition du capital et des droits de vote sont des informations publiques ;
- La liste des actionnaires est une information confidentielle non communiquée, étant précisé que la liste des actionnaires au nominatif était consultable au siège de la Société en amont de l'Assemblée Générale du 18 décembre 2023 ;
- Le rapport de KPMG contient des informations confidentielles, étant précisé qu'un rapport allégé a été mis à disposition des actionnaires le 7 novembre 2023 ;
- Les données relatives à la société FWE et ses filiales ont été mises à disposition de la Société lors de l'Assemblée Générale du 18 décembre 2023 (Annexe 6 du rapport du conseil d'administration) ;
- S'agissant du certificat de « *good standing* », une demande devra être faite sur le site de l'autorité américaine compétente.

S'agissant des statuts d'A.G.O. 5

Les actionnaires minoritaires ont fait la suggestion :

- De modifier les statuts d'A.G.O. 5 afin que les distributions prévues dans le cadre d'une liquidation de la société interviennent également dans le cadre d'une éventuelle future vente ou aliénation des titres ;
- De prévoir l'encadrement de la rémunération du Président de la Société de manière qu'elle ne dépende pas des sommes de ces distributions.

Cette demande a fait l'objet d'une réponse directe par la Société par courrier du 7 décembre 2023 et a indiqué que les statuts seront modifiés⁷⁷ de la manière suivante :

« Dans l'hypothèse où la Société souhaiterait céder les actions AGO à une date à laquelle (i) AGO a perçu l'Indemnisation et (ii) AGO n'a pas procédé à la Distribution en lien avec l'Indemnisation, toute action donnera également droit à une part nette de frais et d'impôts, proportionnelle à la quotité de capital qu'elle représente, dans le prix de cession des actions AGO perçu par la Société à l'issue de ladite cession des actions AGO ».

Enfin, la Société a également précisé le fait que le Président d'A.G.O. 5 ne touchera aucune rémunération et dans l'hypothèse où une rémunération serait mise en place, le montant de cette dernière et ses modalités de fixation seraient appréciés conformément à la réglementation applicable.

S'agissant de l'évaluation des titres A.G.O 5

Les actionnaires minoritaires considèrent que la valeur de 6,57 € par titre proposée au titre de la distribution d'A.G.O. 5 est sous-évaluée. Afin d'illustrer ce point, les actionnaires minoritaires ont fait référence à une étude relative à l'évaluation des titres d'AGO communiquée en annexe de son courrier, et qui mentionne deux scénarios (un scénario prévoyant l'arrêt de la concession en 2026 et un second scénario prévoyant un renouvellement de la concession au bénéfice d'AGO).

Tout d'abord, il convient de souligner que la distribution d'A.G.O., 5 a été approuvée lors de l'Assemblée Générale du 18 décembre 2023 par les actionnaires à l'origine de ces questionnements. Par ailleurs, il est à noter que compte tenu de l'issue favorable du vote, l'ensemble des actionnaires a pu bénéficier d'une distribution en nature et pourra donc capter l'éventuelle valeur future générée par les dernières années du contrat de concession.

⁷⁷ Cette modification statutaire a été décidée par l'associé unique d'A.G.O. 5 le 2 janvier 2024.

S'agissant du sort des titres démembrés de C.I.F.E

L'un des actionnaires minoritaires est en possession d'un certain nombre de titres de la Société en nue-propriété. À ce titre, ce dernier s'interrogeait sur sa capacité à voter sur les résolutions discutées en Assemblée Générale le 18 décembre 2023 et a souhaité faire connaître sa volonté d'exercer son droit de profiter des distributions prévues dans le cadre des opérations prévues avant l'Offre.

Le conseil juridique de la Société a répondu à ce sujet en date du 7 décembre 2023 par courrier.

Ce dernier précise que l'actionnaire minoritaire n'est pas visé par l'engagement d'abstention pris par les membres du Groupe Familial TARDY dans la mesure où la Distribution n°1 (titres AGO) correspond à une distribution exceptionnelle de réserves réalisée en dehors de l'affectation du résultat, comme le prévoient les statuts de la Société (Article 10). Ainsi, l'actionnaire minoritaire a été en mesure de voter cette résolution.

Concernant la perception des actions A.G.O. 5 ou de la somme correspondante en numéraire, le conseil juridique de la Société a recommandé d'obtenir une confirmation écrite de la part de l'usufruitier indiquant son acceptation de renoncer aux versements, ou de mettre fin au démembrement de la propriété des actions concernées.

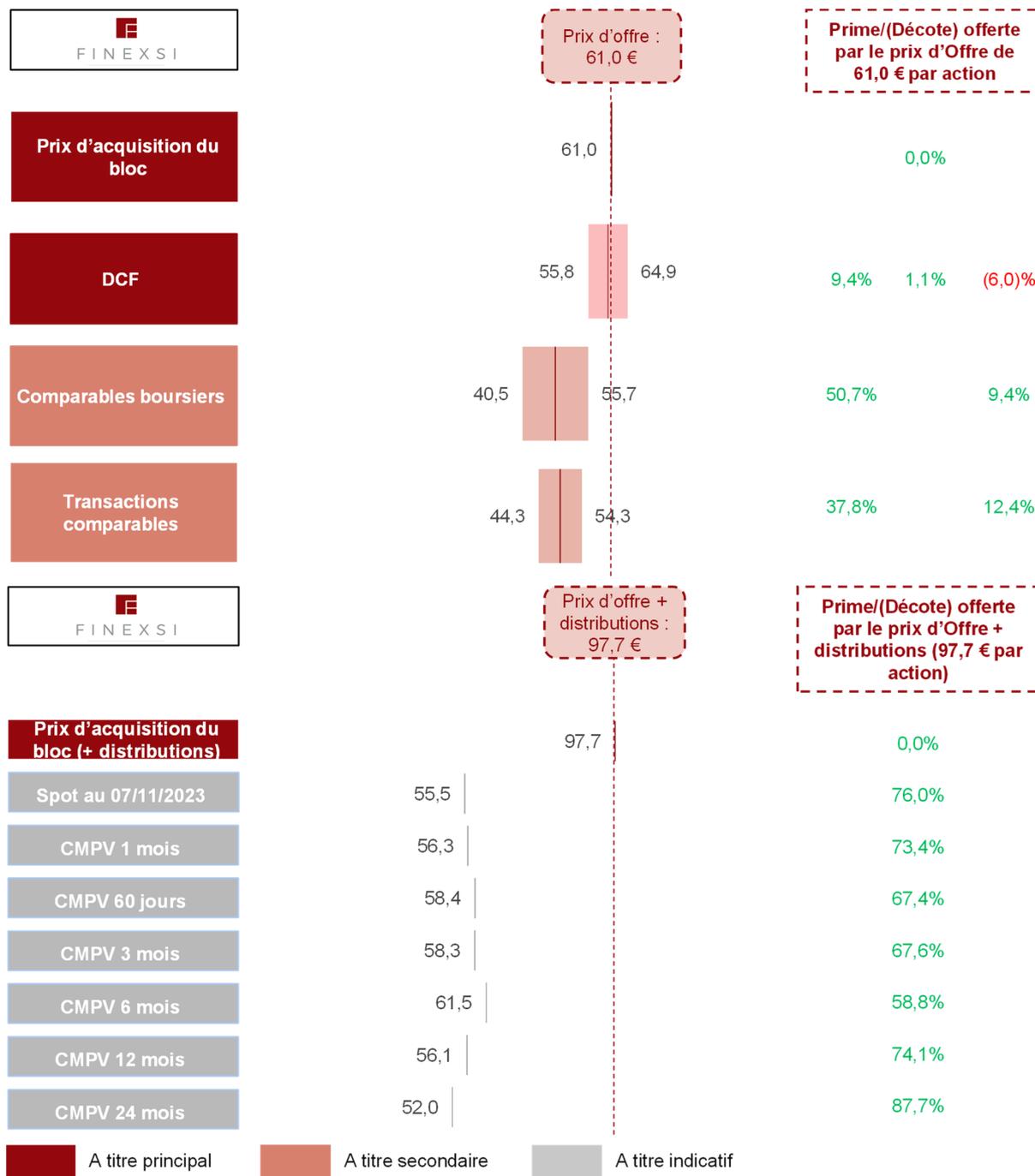
En synthèse, l'analyse des différents points soulevés par les actionnaires minoritaires ne nous conduit pas à modifier notre appréciation du prix d'Offre et des conditions financières de l'Opération.

10. Synthèse de nos travaux et appréciation sur le caractère équitable du prix offert

10.1 Synthèse de nos travaux d'évaluation

À l'issue de nos travaux, le prix de l'Offre, soit 61,0 € par action, fait ressortir les primes et décotes suivantes par rapport aux valeurs résultant de nos évaluations selon les méthodes et références que nous avons jugé pertinentes :

Figure 25 – Synthèse des travaux d'évaluation de FINEXSI



Source : analyses FINEXSI

10.2 Conclusion

Le prix d'Offre de 61,0 € par action correspond au prix de la transaction conclue entre l'Initiateur, SAS EMBREGOUR et le Groupe Familial TARDY, correspondant à l'acquisition du Bloc de Contrôle intervenue le 22 janvier 2024. Ce prix constitue une référence directe et pertinente, car il est le résultat (i) d'un processus concurrentiel de mise en vente de la Société et (ii) d'une négociation entre parties indépendantes.

Il convient de rappeler que tout actionnaire ne désirant pas apporter ses titres à l'Offre en a la possibilité.

La présente Offre lui donne un accès immédiat à la liquidité, dans un contexte où la liquidité et la rotation du capital flottant du titre sont très faibles, ce qui sera *a fortiori* toujours le cas à l'issue de l'Offre.

Le prix d'Offre fait ressortir, en fonction des critères analysés :

- Une prime de 76,0 % par rapport au cours de clôture avant annonce de l'Opération, et des primes comprises entre 58,8 % et 87,7 % par rapport aux cours moyens pondérés des volumes sur 1 mois, 3 mois, 6 mois et 12 mois tenant compte des distributions préalables ;
- Une prime de 1,1 % sur la valeur centrale de 60,3 € par action établie par l'approche par les flux futurs de trésorerie actualisés, que nous considérons comme la plus appropriée pour estimer la valeur intrinsèque de l'action C.I.F.E.

Selon cette méthode, la valeur de l'action C.I.F.E ressort entre 55,8 € et 64,9 €, le prix d'Offre extériorise ainsi une prime de 9,4 % sur le bas de la fourchette de valeurs, et une décote de -6,0 % sur le haut de la fourchette.

Cette méthode a été mise en œuvre à partir du plan d'affaires du *Management* (que nous avons extrapolé) que nous estimons équilibré, et de nos analyses de sensibilité.

- Des niveaux de primes sur les bornes basses (40,5 € par action) et hautes (55,7 € par action), soit respectivement 50,7 % et 9,4 %, issus de la méthode des comparables boursiers, retenue à titre secondaire ;
- Des niveaux de primes sur les bornes basses (44,3 € par action) et hautes (54,3 € par action), soit respectivement 37,8 % et 12,4 %, issus de la méthode des transactions comparables, retenue à titre secondaire.

L'examen des accords pouvant avoir une influence significative sur l'appréciation de l'Offre, à savoir les contrats de cession du Bloc de Contrôle et les contrats de liquidité offerts aux porteurs d'actions gratuites, ne fait pas apparaître selon nous de dispositions de nature à remettre en cause le caractère équitable de l'Offre d'un point de vue financier.

Sur la base de ces éléments d'appréciation, nous sommes d'avis que le prix retenu pour l'Offre de 61,0 € par action est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de C.I.F.E.

Fait à Paris, le 26 février 2024

FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER



Errick UZZAN
Associé



Olivier PERONNET
Associé

11. Annexes

11.1 Présentation du cabinet Finexsi et déroulement de la mission

L'activité de FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER (FINEXSI) s'inscrit dans le cadre des métiers réglementés par l'Ordre des Experts-Comptables et la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes. Elle regroupe principalement les activités de commissariat aux comptes, d'acquisitions et cessions d'entreprises, d'apports et fusions, d'évaluation et d'expertise indépendante et d'assistance dans le cadre de litiges.

Pour mener à bien ces missions, le cabinet emploie des collaborateurs, dont l'essentiel à un niveau d'expérience et d'expertise élevé dans chacune de ces spécialités.

Liste des missions d'expertises indépendantes réalisées par le cabinet FINEXSI au cours des 18 derniers mois.

Date	Cible	Initiateur	Banque(s) présentatrice(s)	Opération	Banque(s) conseil ⁽¹⁾
mai-22	Ucar	Goa LCD (filiale de Cosmobills)	Rothschild Martin Maurel	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire	Rothschild & Co
juil.-22	Nextstage	Nextstage Evergreen	BNP Paribas	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire	-
août-22	Technicolor Creative Studios	-	-	Introduction en Bourse et distribution simultanée de 65% des titres aux actionnaires de Technicolor	-
sept.-22	Cast	Financière Da Vinci	Bryan, Garnier & Co	Offre Publique d'Achat Simplifiée	-
oct.-22	Bluelinea	Apicil	CIC Market Solutions	Offre Publique d'Achat Simplifiée	-
oct.-22	EDF	Etat français	Goldman Sachs, Société Générale	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire	Lazard, BNP Paribas, Morgan Stanley
déc.-22	Somfy	J.P.J.S., JP3	Rothschild Martin Maurel, Crédit Agricole Corporate and Investment Bank, Natixis, Portzamparc BNP Paribas et Société Générale	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire	Rothschild & Co
déc.-22	Groupe Flo	Groupe Bertrand	BNP Paribas	Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire	-
déc.-22	Manutan International	Spring holding SAS	Degroof Petercam et CIC Market Solutions	Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire	Transactions & Compagnie
févr.-23	CS Group	Sopra Steria	Société Générale	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire	Ulysse & Co
mars-23	Lisi	Lisi	Degroof Petercam et BNP Portzamparc	Offre Publique de Rachat d'Actions	Degroof Petercam et BNP Portzamparc
mai-23	Vilmorin & Cie	Limagrain	Lazard, CIC, Crédit Agricole, Société Générale	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire	-
juin-23	Olympique Lyonnais Groupe	Eagle Football Holdings Bidco Limited	Natixis	Offre Publique d'Achat Simplifiée	-
juil.-23	Rothschild & Co	Concordia	Natixis, Crédit Agricole Ile-de-France	Offre Publique d'Achat Simplifiée	-
août-23	Paragon ID	Genadier Holdings Plc	Banque Palatine	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire	-
nov.-23	ESI Group	Keysight Technologies	JP Morgan, BNP Paribas	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire	-
déc.-23	Altur Investissement	Suffren Holding	Invest Securities	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire	-

⁽¹⁾ : si différent de la banque présentatrice

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

FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER adhère à l'APEI (Association Professionnelle des Experts Indépendants), association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers en application de l'article 263-1 de son Règlement Général.

Par ailleurs, FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER applique des procédures visant à protéger l'indépendance du cabinet, éviter les situations de conflits d'intérêts et contrôler, sur chaque mission, la qualité des travaux réalisés et des rapports avant leur émission.

Montant de la rémunération perçue

Notre rémunération pour cette mission s'élève à 185 k€, hors taxes, frais et débours.

Description des diligences effectuées

Le programme de travail détaillé suivant a été mis en œuvre :

- 1- Prise de connaissance détaillée de l'Offre envisagée, des modalités et des contextes spécifiques dans lesquels elle se situe ;
- 2- Détermination et mise en œuvre d'une approche multicritères de C.I.F.E comprenant notamment :
 - Analyse des risques et opportunités identifiés pour C.I.F.E susceptibles d'affecter sa valorisation, dont la synthèse étant présentée sous la forme de matrice SWOT ;
 - Choix motivé des critères d'évaluation (exclus/retenus) ;
 - Analyse de l'évolution du cours de bourse sur une période pertinente ;
 - Examen de la performance financière historique de C.I.F.E ;
 - Analyse du plan d'affaires avec le management opérationnel, intégrant l'identification des hypothèses clés considérées et l'appréciation de leur pertinence, permettant la mise en œuvre d'une modélisation des flux futurs de trésorerie actualisés au taux jugé pertinent (*Discounted cash flows* ou DCF) ;
 - Identification des comparables boursiers et transactionnels et exploitation de l'information disponible les concernant ;
 - Examen du positionnement du prix d'offre par rapport aux résultats des différents critères d'évaluation mis en œuvre et des références retenues ;
 - Analyse de sensibilité des paramètres structurants identifiés et des principaux paramètres de marché jugés opportuns (coût des fonds propres, taux de croissance à l'infini...);
 - Examen du positionnement du prix d'Offre par rapport aux résultats des différents critères d'évaluation.

- 3- Analyse critique et indépendante du rapport d'évaluation préparé par l'Établissement Présentateur ;
- 4- Analyse des éventuels accords et opérations connexes susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix de l'Offre conformément aux alinéas 2 et 4 de l'article 261-1 I du Règlement Général précité ;
- 5- Prise en compte des observations éventuellement formulées par les actionnaires minoritaires et échanges avec l'AMF ;
- 6- Restitution au fur et à mesure de nos travaux auprès du Comité ad hoc du Conseil d'Administration ;
- 7- Établissement d'un rapport, dont les conclusions sont présentées sous la forme d'une attestation d'équité, sur le caractère équitable de l'OPAS, à destination du Comité ad hoc et du Conseil d'Administration.

Dans le cadre de la mission, C.I.F.E a fourni à FINEXSI tous les documents nécessaires au bon accomplissement de ses travaux. Les documents transmis ont été considérés comme exacts et exhaustifs, et n'ont pas fait l'objet de vérification particulière.

Il n'entrait pas dans la mission de FINEXSI de procéder à un audit des états financiers, des contrats, des litiges et de tout autre document qui auraient pu lui être communiqués.

Calendrier de l'étude

7 novembre 2023	Désignation de FINEXSI comme expert indépendant par le Conseil d'Administration de C.I.F.E.
7 novembre 2023 – 9 janvier 2024	Echanges réguliers avec la Société, ses conseils et le Comité ad hoc sur la structure de l'Opération et les éléments financiers de la Société
9 janvier 2024	Réunion de présentation du plan d'affaires du Groupe approuvé en Conseil d'Administration le 18 décembre 2023, en présence de FINEXSI, C.I.F.E et CLAIRFIELD
18 janvier 2024	Réunion de présentation des travaux préliminaires de valorisation de l'Etablissement Présentateur (ODDO BHF SCA)
25 janvier 2024 – 23 février 2024	Echanges avec l'Etablissement Présentateur relatifs à leurs travaux
16 février 2024	Réunion de présentation de nos travaux au Comité ad hoc
14 février 2024 – 23 février 2024	Finalisation du contrôle qualité interne de notre rapport
23 février 2024	Présentation de nos conclusions au Comité ad hoc
26 février 2024	Obtention des lettres d'affirmation de la part de l'Initiateur et de la Cible Remise du rapport d'attestation d'équité

Liste des personnes rencontrées ou contactéesC.I.F.E

- Monsieur Olivier TARDY, Directeur Général ;
- Monsieur Sébastien GARNIER, Secrétaire Général.

Comité ad hoc

- Madame Emilie RICHAUD, Administratrice indépendante ;
- Monsieur Frédéric GASTALDO, Administrateur indépendant ;
- Monsieur Laurent BILLES-GARABEDIAN, Administrateur indépendant.

CLAIRFIELD, Conseil financier de C.I.F.E

- Madame Marie DOCHKINE, Partner ;
- Monsieur Thierry CHETRIT, Partner.

JEANTET, Conseil Juridique de C.I.F.E

- Monsieur Cyril DENIAUD, Partner ;
- Monsieur Benjamin COHU, *Counsel* ;
- Monsieur Guillaume SOULE, Collaborateur.

ODDO BHF SCA, Établissement Présentateur

- Monsieur Lauret BUIATTI, Managing Director ;
- Monsieur Marc ANTAO, Managing Director ;
- Monsieur Nicolas DELAGE, Head of Legal Corporate Finance and Corporate Secretary ;
- Madame Joséphine SCHNEIDER, Vice President ;
- Monsieur Philippe ROLIN, Vice President ;
- Madame Chloé BEHAR, Analyste.

Sources d'informations utilisées

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

Informations communiquées par les différentes parties prenantes

- Documentation financière et juridique relative à l'Opération et aux Opérations Préalables à l'Offre ;
- Documentation juridique « Corporate », comptable et financière ;
- Plan d'affaires 2023e - 2027e préparé par le *Management* ;
- Rapport d'évaluation réalisé par l'Établissement Présentateur ;
- Projet de note d'information et de Note en Réponse.

Informations de marché et bases de données

- Rapport Financier Annuel des cinq derniers exercices clos ;
- Rapport Financier Semestriel des quatre derniers exercices clos ;
- Communication financière de la Société sur les cinq derniers exercices ;
- Communication du GROUPE ETPO relative à l'Opération (communiqués de presse) ;
- Cours de bourse, comparables boursiers et transactionnels : Capital IQ, Epsilon et MergerMarket, rapports annuels des sociétés comparables et notes d'analystes ;
- Données de marchés (taux sans risques, prime de risque, bêta, etc.) : Capital IQ, TRIVAL, BANQUE DE FRANCE, DAMODARAN, DUFF & PHELPS, Fond Monétaire International ;
- Données macroéconomiques et sectorielles : études Xerfi, Fédération Française du Bâtiment, Fédération Nationale des Travaux Publics.

Personnel associé à la réalisation de la mission

Les signataires, Messieurs Olivier PERONNET (Associé) et Errick UZZAN (Associé), ont notamment été assistés de Messieurs Thomas LIBS (Senior Manager), Alban DUCASSY (Manager), Thomas RICHARD (Senior) et François GAUTIER (Analyste).

La revue indépendante a été effectuée par Monsieur Jean-Marc BRICHET, Associé du cabinet, qui n'a pas participé aux travaux d'évaluation.

Il a été désigné au début de la mission et tenu informé des points d'attention ou difficultés identifiés au cours de la mission jusqu'à la sortie du rapport. Son rôle est de s'assurer du respect de la qualité des travaux et des bonnes pratiques en matière d'évaluation. Ses diligences ont principalement consisté en :

- La revue de la procédure d'acceptation de la mission et de l'évaluation de l'indépendance du cabinet ;
- La revue des analyses et travaux d'évaluation mis en œuvre par l'équipe et des conclusions issues de ces travaux ;
- La revue des documents permettant le fondement de l'opinion de l'associé signataire et l'appréciation du format et de la conclusion du rapport.

Ses travaux ont fait l'objet d'une formalisation écrite et d'échanges avec les Associés signataires.

11.2 Lettre de mission

CIFE

Compagnie Industrielle et Financière d'Entreprises



FINEXSI

A l'attention de Messieurs Olivier PERONNET et Erick UZZAN

14, rue de Bassano
75116 PARIS

8 novembre 2023

Chers Messieurs,

Compagnie Industrielle et Financière d'Entreprises (la « Société » ou « C.I.F.E. ») est la société holding du groupe ETPO (le « Groupe »), entreprise française de taille intermédiaire du BTP regroupant 5 métiers (développement immobilier, bâtiment, travaux maritimes, ouvrages d'art et génie civil, travaux spéciaux / entretien).

Le Groupe se structure autour de deux cœurs de métiers distincts que sont :

- La Construction (92% du CA consolidé 2022) : le Groupe est notamment spécialisé dans les infrastructures maritimes (digues, quais, postes d'accostage...), les ouvrages d'art (ponts, viaducs, barrages), les travaux spéciaux (mises aux normes, confortements de structures, réparations), les bâtiments tertiaires techniques (hôpitaux, cliniques, gymnases, piscines...) ainsi que les bâtiments tertiaires et les logements (neufs ou réhabilitation) ;
- L'Immobilier (8% du CA consolidé 2022) : le Groupe produit, seul ou via des partenariats, des bureaux ou des logements pour des clients privés ou des bailleurs sociaux, dans le cadre d'opérations de promotion immobilière ou bien de montages immobiliers (pour lesquels un accompagnement complet, allant de la programmation à la maintenance en passant par la réalisation, est possible).

Avec plus de 600 collaborateurs, le Groupe est présent principalement en France métropolitaine, dans les départements d'outre-mer, en Afrique et en Amérique du Nord.

Par décision en date du 5 septembre 2023, le conseil d'administration de la Société a mis en place en son sein un comité *ad hoc* (le « Comité *ad hoc* »), ayant pour mission de (i) proposer au conseil d'administration de la Société la désignation de l'expert indépendant, (ii) assurer le suivi des travaux de l'expert indépendant, et (iii) préparer un projet d'avis motivé concernant le projet d'offre publique d'achat simplifiée visant les actions C.I.F.E. (l'« Offre ») qui serait initiée par Spie batignolles (l'« Initiateur ») à la suite de la cession envisagée par le groupe familial Tardy du bloc de contrôle de la Société représentant 64,1 % du capital de CIFE au bénéfice de l'Initiateur (le « Bloc de Contrôle »).

Cette Offre, visant les actions de la Société au prix de 61,0 euros par action, ne sera pas suivie d'un retrait obligatoire.



Siège Administratif
Immeuble Armen
2 Impasse Charles Trenet – BP 80038
44803 SAINT-HERBLAIN CEDEX

Tél. + 33 (0) 2 40 44 27 00

S.A. au capital de 24 000 000 € - RC NANTERRE 855 800 413 - SIRET 855 800 413 00081 - Code APE 6420Z

Siège Social
Immeuble Challenge 92
101, avenue François Arago
92000 NANTERRE

Tél. + 33 (0) 1 40 99 22 88
Télécopie : + 33 (0) 1 41 20 81 98



Par ailleurs, l'Offre sera précédée par les deux opérations suivantes :

- la réalisation (i) d'une distribution exceptionnelle de réserves d'un montant d'environ 7,88 M€, soit 6,57 euros par action C.I.F.E., qui pourra être payée, au choix de chaque actionnaire de C.I.F.E., par remise d'actions de la société AGOS, société par actions simplifiée au capital de 1.200.000 euros, ayant son siège social situé Challenge 92, 101 avenue François Arago – 92000 Nanterre, immatriculée au RCS de Nanterre sous le numéro 979 579 760 « AGOS ») ou par remise de la contrevaletur de ces actions en numéraire (la « Distribution AGOS »), suivie (ii) d'une cession par la Société au bénéfice de la SAS Embregour des actions AGOS n'ayant pas été distribuées au prix de 6,57 euros par action AGOS, étant précisé que la Distribution AGOS sera soumise à un vote de l'assemblée générale ordinaire des actionnaires de C.I.F.E. et qu'en cas de rejet, la SAS EMBREGOUR procédera à l'acquisition de l'intégralité des actions de la société AGOS au prix de 6,57 euros par action AGOS, sans mécanisme de complément de prix ; et
- la réalisation d'une distribution exceptionnelle de réserves et primes d'un montant d'environ 36,1 M€, soit 30,09 euros par action C.I.F.E., qui sera payée uniquement en numéraire (la « Distribution en Numéraire »).

Par ailleurs, le pôle immobilier, et les dettes et créances qui y sont attachés, seront cédés à la société Embregour SAS avant la date de cession du Bloc de Contrôle, pour un prix total de 23,12 M€, qui a fait l'objet d'une évaluation indépendante réalisée par KPMG, spécifiquement mandaté à cette fin, ce montant étant déjà intégré dans le prix de l'Offre d'un montant de 61,0 euros par action.

Dans ce contexte, la mission du Comité *ad hoc* vise à suivre le déroulement de l'opération, de proposer au conseil d'administration de la Société la désignation d'un expert indépendant chargé d'établir un rapport sur les conditions financières du projet d'Offre en application des articles 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF, de superviser les travaux de l'expert indépendant et d'émettre une recommandation d'avis motivé sur le projet d'Offre au conseil d'administration de la Société. Elle inclut également l'examen des accords ou éléments susceptibles d'avoir une incidence sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre, le cas échéant.

Dans le cadre du projet d'Offre, le conseil d'administration de la Société a procédé le 7 novembre 2023, sur proposition du Comité *ad hoc*, à la désignation du cabinet Finexsi Expert et Conseil Financier (« Finexsi ») en qualité d'expert indépendant, chargé de porter une appréciation sur l'évaluation du prix des actions de la Société retenu dans le cadre de l'Offre.

Cette désignation est intervenue sur le fondement des articles 261-1-I 1°, 2° et 4° du Règlement général de l'Autorité de marchés financiers (« l'AMF ») et de son instruction d'application n°2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante, elle-même complétée des recommandations de l'AMF en date du 28 septembre 2006, modifiées les 19 octobre 2006, 27 juillet 2010 et 10 février 2020.

C'est dans ce contexte que nous vous faisons parvenir cette lettre de mission dont le contenu a été validé par le Comité *ad hoc*.

Objectifs et cadre réglementaire de votre mission

Votre mission consistera en la remise d'un rapport d'expertise indépendante, qui comprendra en conclusion une attestation d'équité sur les conditions financières de l'Offre et répondant aux dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF, des instructions d'application n°2006-07 et n°2006-08 relatives respectivement aux offres publiques d'acquisition et à l'expertise indépendante, ainsi que la recommandation AMF n°2006-15 relative à l'expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières (la « Mission »).





2/4

}

Cette expertise indépendante vise à apprécier le prix des actions C.I.F.E. qui sera proposé aux actionnaires minoritaires, et à vous prononcer sur l'équité des conditions financières de l'Offre. Il devra permettre au conseil d'administration de C.I.F.E. d'apprécier les conditions financières proposées par l'Initiateur afin de rendre un avis motivé.

Plus précisément, votre intervention est requise au titre des dispositions suivantes de l'article 261-1 du Règlement général de l'AMF :

261 – 1 I. « La société visée par une offre publique d'acquisition désigne un expert indépendant lorsque l'opération est susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein de son conseil d'administration, de son conseil de surveillance ou de l'organe compétent, de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé mentionné à l'article 231-19 ou de mettre en cause l'égalité des actionnaires ou des porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'offre.

Il en est ainsi notamment dans les cas suivants :

- 1. Lorsque la société visée est déjà contrôlée au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce, avant le lancement de l'opération, par l'initiateur de l'offre*

(C.I.F.E. sera contrôlée directement par l'Initiateur au résultat de l'acquisition du Bloc de Contrôle)

- 2. Lorsque les dirigeants de la société visée ou les personnes qui la contrôlent au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce ont conclu un accord avec l'initiateur de l'offre susceptible d'affecter leur indépendance*

(Il est prévu qu'un accord de négociations exclusives soit conclu pour les besoins du projet d'Offre entre l'Initiateur et le groupe familial Tardy, dont font partie Monsieur Olivier Tardy, Président directeur général de la Société, ainsi que Monsieur Daniel Tardy, Embregour SAS et Madame Nicole Durieux, administrateurs de la Société) ; et

- 4. Lorsqu'il existe une ou plusieurs opérations connexes à l'offre susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix ou la parité de l'offre publique considérée » (article 261-1 I) ;*

(Nous comprenons qu'il n'existe pas d'autres accords connexes que l'acquisition du Bloc de Contrôle, les opérations de cession et de distribution préalables à l'Offre et le mécanisme de liquidité devant être mise en place par l'Initiateur en faveur des bénéficiaires d'actions attribuées gratuitement par la Société non disponibles à la clôture de l'Offre)

Calendrier envisagé de l'opération

Votre mission s'inscrira dans le calendrier suivant concernant l'Offre :

5 septembre 2023 :	Constitution du Comité <i>ad hoc</i> par le conseil d'administration de la Société.
7 novembre 2023 :	Annonce du projet d'Offre et désignation de l'expert indépendant par le conseil d'administration de la Société, sur proposition du Comité <i>ad hoc</i> .
18 décembre 2023 :	Assemblée générale mixte des actionnaires de CIFE.
22 décembre 2023 :	Autorisation de l'Autorité de la concurrence.

- 17 janvier 2024 : Mise en paiement de la Distribution AGO5 et de la Distribution en Numéraire, acquisition du pôle immobilier de la Société par Embregour SAS et acquisition du Bloc de Contrôle par l'Initiateur.
- 24 janvier 2024 : Dépôt du projet d'Offre et du projet de note d'information relatif à l'Offre.
- 14 février 2024 : Remise du rapport de l'expert indépendant et réunion du conseil d'administration de la Société à l'effet d'émettre un avis motivé sur l'Offre.
- 15 février 2024 : Dépôt du projet de note en réponse de la Société.

Nous avons compris de nos échanges que vous disposiez des ressources nécessaires pour accomplir cette mission dans les délais impartis, étant précisé que l'article 262-1 II du Règlement général de l'AMF prévoit qu'une fois désigné, l'expert doit disposer d'un délai suffisant pour élaborer son rapport en fonction de la complexité de l'opération et de la qualité de l'information mise à sa disposition et que ce délai ne peut être inférieur à vingt jours de négociation. Ce délai minium s'entend à compter de la réception de l'ensemble de la documentation nécessaire à l'élaboration de votre rapport. Vous nous avez confirmé lors de nos échanges que vous disposiez d'ores et déjà de l'ensemble de la documentation nécessaire à l'élaboration de votre rapport.

Le calendrier susvisé est conforme à ce délai.

Diligences à effectuer

Les diligences qui seront mises en œuvre par Finexsi dans le cadre de la Mission comprendront notamment, conformément aux dispositions du Règlement général de l'AMF susvisé et de son instruction d'application n°2006-08 relative à l'expertise indépendante, elle-même complétée de la recommandation de l'AMF 2006-15 :

- Des entretiens réguliers avec le management de la Société et le Comité *ad hoc* ;
- La détermination et la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritères de la Société (analyse du cours de bourse, flux de trésorerie prévisionnels actualisés (DCF), comparables boursiers, transactions comparables, objectifs de cours des analystes, transactions récentes sur le capital de la Société...);
- L'analyse critique du rapport d'évaluation préparé par l'établissement présentateur de l'Offre ;
- L'établissement d'un rapport dont la conclusion sera présentée sous forme d'une attestation d'équité ; et
- La gestion des potentiels échanges que vous pourriez avoir avec les actionnaires minoritaires et l'AMF.

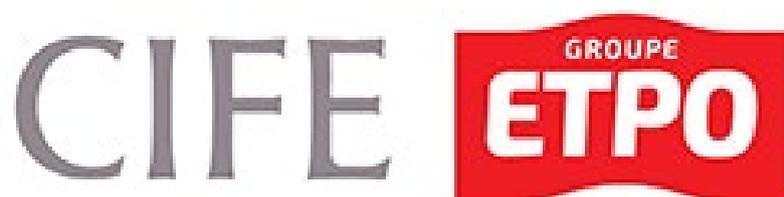
Conflit d'intérêt

Sur la base des informations portées à notre connaissance, nous comprenons que le cabinet FINEXSI, ainsi que ses associés, sont indépendants au sens des articles 261-1 et suivants du Règlement général de l'AMF et ne se trouvent notamment dans aucun des cas de conflit d'intérêts visés à l'article 1 de l'instruction AMF 2006-08 relative à l'expertise indépendante.

Veuillez agréer, chers Messieurs, en l'expression de nos salutations distinguées.



Olivier Tardy
Président Directeur Général



Addendum à l'attestation d'équité établie le 26 février 2024

**Offre Publique d'Achat Simplifiée (OPAS)
initiée par SPIE BATIGNOLLES visant les titres
de C.I.F.E**

8 mars 2024

1. Rappel du contexte.....	4
2. Analyse des Conventions de Restructuration	5
2.1 Le Transfert du Pôle Immobilier.....	5
2.1.1 IMMOBILIERE SANITAT	6
2.1.2 FWE	9
2.1.3 Oceanic Promotion	13
2.1.4 ECG.....	13
2.2 La distribution des titres A.G.O 5	13
2.2.1 Rappel du contexte de l'activité de la société AGO	13
2.2.2 Modalités d'évaluation de la participation de 5% détenue dans AGO	14
3. Conclusion	17

Nous avons établi le présent Addendum à notre attestation d'équité émise en date du 26 février 2024 (ci-après « l'Attestation d'équité » ou « le rapport ») afin de présenter notre analyse sur les Opérations préalables suivantes, approuvées selon le régime des conventions réglementées prévu aux articles L. 225-38 et suivants du Code de commerce, et qualifiées d'accords connexes ou « Conventions de Restructuration » dans la Note d'Information du 6 mars 2024 (§1.4.1.) :

- La cession des titres des sociétés qui composent le pôle Immobilier (FWE Co Inc., E.C.G. SARL, IMMOBILIERE SANITAT SARL et OCEANIC PROMOTION SAS) à EMBREGOUR à un prix de 12,6 M€ ainsi que des cessions de créances et de dette des sociétés IMMOBILIERE SANITAT SARL et OCEANIC PROMOTION SAS, dont les contrats de cession ont été signés entre EMBREGOUR et la Société le 7 novembre 2023 ;
- La sortie de l'activité de concession de C.I.F.E (ci-après « la Société ») au moyen de la création d'A.G.O. 5 SAS à laquelle ont été transférées les actions détenues par C.I.F.E dans la société AEROPORTS DU GRAND OUEST SAS (5 % du capital) suivie de la distribution des actions A.G.O. 5 SAS par C.I.F.E (ci-après le « Transfert A.G.O 5 »).

Cette distribution a été approuvée le 18 décembre 2023 lors de l'Assemblée Générale des actionnaires de C.I.F.E et mise en paiement en date du 17 janvier 2024. Dans ce cadre, EMBREGOUR a conclu avec la Société en date du 9 novembre 2023 un contrat de cession d'actions relatif à l'acquisition des actions A.G.O 5 SAS qui ne seraient pas distribuées lors de l'Assemblée Générale.

Par ailleurs, nous avons pris connaissance depuis le dépôt du projet de Note d'information le 26 février 2024 de l'acquisition par l'Initiateur, de 126 425 actions de la Société (représentant 10,54% de son capital social et ses droits de vote théoriques) entre le 27 février 2024 (inclus) et le 4 mars 2024 (inclus) au Prix de l'Offre.

En conséquence, à la date du présent Addendum et conformément à la Note d'Information du 6 mars 2024, l'Initiateur détient, directement, 880 962 actions de la Société, soit 73,41% du capital social et des droits de vote théoriques de la Société.

L'Offre porte donc désormais sur la totalité des actions non détenues par l'Initiateur, soit un nombre total d'actions de la Société égal à 319 038 actions, desquelles doivent être soustraites les 24 045 actions auto-détenues par la Société (qui ne seront pas apportées à l'Offre), soit, à la connaissance de l'Initiateur, un nombre total d'actions de 294 993 actions, représentant 24,58% du capital et des droits de vote théoriques de la Société.

À l'exception des analyses complémentaires réalisées dans le présent Addendum, les autres éléments présentés dans notre Attestation d'équité du 26 février 2024 demeurent inchangés et valables.

1. Rappel du contexte

Le contrat d'acquisition signé le 4 décembre 2023, portant sur la cession par EMBREGOUR à SPIE BATIGNOLLES (« l'Initiateur ») de 654.000 actions de C.I.F.E (« la Société »), représentant 54,54 % du capital et des droits de vote théoriques faisait état de conditions suspensives, parmi lesquelles :

- La cession des titres des sociétés qui composent le pôle Immobilier (FWE Co INC., E.C.G. SARL, IMMOBILIERE SANITAT SARL et OCEANIC PROMOTION SAS) ainsi que des cessions de créances et de dette des sociétés IMMOBILIERE SANITAT SARL et OCEANIC PROMOTION SAS, (ci-après « Transfert du Pôle Immobilier »). Dans ce cadre, six contrats de cession ont été signés entre EMBREGOUR et la Société le 7 novembre 2023 :
 - Un contrat de cession d'actions relatif à l'acquisition de 100% de FWE Co INC (ci-après FWE) par EMBREGOUR, pour un montant total de 11,93 M€ ;
 - Un contrat de cession d'actions relatif à l'acquisition de 100% de OCEANIC PROMOTION SAS par EMBREGOUR, pour un montant total de 0,62 M€ ;
 - Un contrat de cession de parts sociales relatif à l'acquisition de 100% de E.C.G SARL par EMBREGOUR, pour un montant de 0,03 M€ ;
 - Un contrat de cession de parts sociales relatif à l'acquisition de 100% de IMMOBILIERE SANITAT SARL (ISA) par EMBREGOUR, pour un montant égal de 1 € ;
 - Un contrat de cession de créance relatif à l'acquisition par EMBREGOUR d'une créance détenue par la Société envers IMMOBILIERE SANITAT SARL, pour un montant 11,79 M€ (soit la valeur de la créance) ;
 - Un contrat de cession de dette relatif à l'acquisition par EMBREGOUR d'une dette de la Société envers OCEANIC PROMOTION SAS, pour un montant de -0,65 M€ (soit la valeur de la dette).
- Le Transfert A.G.O 5, tel que défini ci-avant ;
- La distribution exceptionnelle de réserves pour un montant de 36,1 M€, soit 35,2 M€ retraité de l'autocontrôle (« la Distribution de Réserves »).

Ces opérations sont intervenues le 17 janvier 2024.

2. Analyse des Conventions de Restructuration

Nous rappelons que le conseil d'administration de C.I.F.E (seuls les membres indépendants du conseil d'administration de C.I.F.E. se sont prononcés), et l'assemblée générale des actionnaires, ont approuvé, conformément à la procédure des conventions règlementées figurant aux articles L. 225-38 et suivants du Code de commerce, la conclusion des Conventions de Restructuration (telles que visées ci-dessous et définies en section 1.4.1 de la Note d'Information) et, plus globalement, la mise en œuvre du Transfert du Pôle Immobilier, du Transfert A.G.O. 5 et de la Distribution de Réserves.

2.1 Le Transfert du Pôle Immobilier

Comme évoqué dans notre rapport, le cabinet KPMG a été mandaté pour réaliser une évaluation indépendante de la valeur des titres de l'ensemble des sociétés qui composent le pôle Immobilier (12,6 M€), telle que présentée ci-dessous :

Tableau 1 – Synthèse de la valeur des titres des sociétés qui composent le pôle Immobilier

Entité	Méthode	Détention indirecte	Valeur centrale des fonds propres (@détention)
Portefeuille de Projets Immobiliers (Participations dans SSCV / SARL immobilières) (a)	DCF	n.a	1,35
SCI EO Fresnel (détenue par ETPOmnia) (b)	ANR	30%	-
ETPOmnia hors SCI EO Fresnel (c)	ANR	30%	0,06
ETPOmnia (d) = (b) + (c)	ANR	30%	0,06
ETPO Immobilier (e)	ANR	100%	-
SCI Colestate	ANR	90%	-
Immobilière Sanitat - hors sociétés détenues (f)	ANR	100%	(3,94)
Immobilière Sanitat (I) = (a) + (d) + (e) + (f)	ANR	100%	(2,52)
dont perte de valeur du C/C CIFE			(2,52)
dont valeur des fonds propres détenus			[1]
HBC (i)	ANR	99%	5,53
Rural Living (j)	DCF	86%	4,06
FWE - hors détentions (k)	ANR	100%	2,34
FWE (II) = (i) + (j) + (k)	ANR	100%	[2]
SCI Oceanic Promotion	ANR	100%	[3]
ECG	ANR	100%	[4]
Total			[1] + [2] + [3] + [4]
			12,6

Source : Rapport d'évaluation du pôle Immobilier établi par KPMG en date du 07/11/2023.

Nous détaillons ci-après les travaux réalisés par le cabinet KPMG ainsi que notre appréciation de ces analyses, qui ont servi de base à la détermination des prix de cession desdites sociétés.

2.1.1 IMMOBILIERE SANITAT

IMMOBILIERE SANITAT (ci-après « ISA ») est une société qui détient les sociétés portant les programmes de promotion immobilière (ci-après le « Portefeuille de Projets Immobiliers »), ainsi que 30% des titres des sociétés ETPOMNIA¹, 100% des titres de la société ETPO IMMOBILIER et 90% des titres de la société SCI COLESTATE.

La valeur des titres ISA a été considérée égale à 0 € et est constituée des éléments suivants.

Valorisation du Portefeuille de Projets Immobiliers

Le Portefeuille de Projets Immobiliers se compose de l'ensemble des sociétés détenues par ISA², et pour lesquelles des projets immobiliers sont actuellement engagés.

La valeur de ces projets a été déterminée en tenant compte des éléments et paramètres suivants :

- Prévisions de marge nette établies par le *Management* sur chacun des projets sur la période 2024-2027, en fonction des dates de livraison prévues ;
- Niveaux de décotes des marges compris entre 10 % et 60 %, qui matérialisent le risque de réalisation de chaque projet en fonction de son avancement (projets en cours de construction, projets non démarrés ou encore projets pour lesquels les permis de construire n'ont pas encore été déposés) ;
- Un taux d'imposition de 25,83 % ;
- Un taux d'actualisation des flux de trésorerie de 8,8 %, correspondant à un calcul de coût moyen pondéré du capital (CMPC) établi par KPMG.

Compte tenu de ces éléments, KPMG extériorise une valeur centrale de 100% du portefeuille de projets égale à 1,8 M€, dont il ressort une quote-part de 1,4 M€ attribuable à la société ISA.

De notre point de vue, le taux d'actualisation aurait pu être plus élevé, en considérant une prime de taille plus importante qui reflèterait un niveau de risque et une exigence de rentabilité supérieure, liée à la taille du pôle Immobilier comparée à celles de ses principaux concurrents cotés retenus par KPMG pour déterminer le bêta de l'activité Promotion Immobilière³.

Sur ces bases, et à la lecture de l'ensemble de la documentation supportant ces analyses, la valorisation retenue pour le Portefeuille de Projets Immobiliers n'appelle pas de commentaires de notre part.

¹ Etant précisé que le SAS ETPOMNIA détient 100% des titres de la société SCI EO FRESNEL.

² Sociétés dans lesquelles ISA détient une participation allant de 49% à 99%.

³ Nexity SA, Kaufman & Broad SA, Alterea SCA, Altareit SCA, Bassac Société Anonyme, Icade et Réalités SA.

Valorisation de ETPOMnia et SCI EO Fresnel

La société SAS ETPOMNIA est une *joint-venture* constituée en 2017 entre (i) ISA (qui en détient 30%) et (ii) le fonds d'investissement OMNES CAPITAL⁴ (qui en détient 70%), et dont l'objectif est de financer la construction, puis d'assurer l'exploitation d'actifs immobiliers tertiaires à haute performance environnementale dans la région de Nantes.

Cette société, qui n'a pas d'activité propre, détient 100% des titres de la SCI EO FRESNEL, qui possède un immeuble de bureau partiellement loué⁵ et un terrain constructible, tous deux situés à Saint-Herblain.

La valeur de SCI EO FRESNEL a été déterminée sur la base de son Actif Net Comptable (« ANC »), qui a été ajusté afin de tenir compte de la perte de valeur de l'actif immobilier détenu, déterminée par référence au rapport d'expertise réalisé par la société CATELLA VALUATION ADVISORS en date du 31 août 2023. Le contenu de ce rapport, dont nous avons pris connaissance dans le cadre de nos travaux, n'appelle pas de commentaires de notre part.

Dans la mesure où la SCI EO FRESNEL dispose d'une dette vis-à-vis de la société ETPOMNIA (-3,9 M€) pour un montant supérieur à la valeur des actifs qu'elle détient (0,7 M€), la valorisation retenue pour cette participation a été considérée comme nulle.

La valeur de SAS ETPOMNIA a été déterminée sur la base de son ANC (3,4 M€), qui a été ajusté afin de prendre en compte une dépréciation des titres et des créances auprès de la société SCI EO FRESNEL (-3,2 M€), conséquence de la perte de valeur évoquée ci-avant.

Compte tenu de ces éléments, KPMG extériorise une valeur centrale de 100% des fonds propres d'ETPOMNIA égale à 0,2 M€, dont il ressort une quote-part de 0,06 M€ attribuable à la société ISA.

Sur ces bases, et à la lecture de l'ensemble de la documentation supportant ces analyses, les valorisations retenues pour les sociétés SCI EO FRESNEL et ETPOMNIA n'appellent pas de commentaires de notre part.

Valorisation de ETPO Immobilier

La société ETPO IMMOBILIER est une société d'assistance à la maîtrise d'ouvrage, dont les principales missions sont la recherche de foncier, la réalisation de programmes immobiliers et la supervision des travaux réalisés par les sociétés qui portent les projets immobiliers.

Dans la mesure où ETPO IMMOBILIER dispose d'une dette vis-à-vis de la société ISA (-2,4 M€) pour un montant supérieur à la valeur des actifs qu'elle détient (0,2 M€), la valorisation retenue pour cette participation a été considérée comme nulle.

⁴ Via son fonds *Construction Energie Plus Fund*.

⁵ Nous comprenons qu'au 31 août 2023 (date du rapport réalisé par Catella Valuation Advisors), 52% de la surface de l'actif était vacante.

Il est à noter qu'aucune valorisation de fonds de commerce, qui matérialiserait la capacité de la société à développer de nouveaux projets immobiliers, n'a été considérée par KPMG, dans la mesure où ETPO IMMOBILIER présente des déficits structurels ainsi que des capitaux propres négatifs, en raison d'un volume d'affaires insuffisant pour couvrir ses coûts fixes⁶.

De notre point de vue, les pertes futures matérialisant les difficultés d'ETPO IMMOBILIER à développer l'activité de promotion immobilière auraient pu être intégrées dans l'évaluation de cette société.

Sur ces bases, la valorisation retenue d'ETPO IMMOBILIER n'appelle pas de commentaires de notre part.

Valorisation de SCI Colestate

COLESTATE est une société foncière basée en Roumanie et qui possède un terrain non occupé d'une surface de 2.869 m² au centre de Bucarest, évalué à 830k€ selon la dernière expertise immobilière, réalisée par le cabinet REI EVALUARI en février 2023.

Dans la mesure où COLESTATE dispose d'une dette vis-à-vis de la société ISA (-1,2 M€) pour un montant supérieur à la valeur de ce terrain (0,8 M€), la valorisation retenue pour cette participation a été considérée comme nulle.

Sur ces bases, la valorisation retenue de SCI COLESTATE n'appelle pas de commentaires de notre part.

Valorisation de ISA (hors sociétés détenues⁷)

Sur la base des autres éléments bilantiels de la société ISA hors valeur des sociétés détenues (Incluant principalement 11,4 M€ de comptes courants entre ISA et ses filiales, -2,7 M€ de provisions et -13,7 M€ de comptes courants vis-à-vis de C.I.F.E), la valorisation d'ISA s'établit à -3,94 M€. Cette valorisation négative s'explique du fait que la valeur des autres actifs détenus par cette société est inférieure au montant de la dette existante vis-à-vis de la société C.I.F.E.

Dans ce contexte, KPMG a considéré que la valeur négative résultant de l'évaluation d'ISA pris dans son ensemble (-2,5 M€⁸) viendrait diminuer la valeur de la créance en comptes courants d'associés détenue par C.I.F.E. vis-à-vis de cette société, et conduit à retenir une valeur des titres ISA nulle.

⁶ D'après le Management, la structure d'ETPO IMMOBILIER est dimensionnée afin de réaliser une dizaine de projets immobiliers par an, soit un niveau très supérieur à celui observé ces dernières années (environ 3 projets), expliquant ainsi les pertes structurelles de cette société.

⁷ Sociétés qui composent le Portefeuille de Projets Immobiliers, ETPOMNIA et SCI EO FRESNEL, ETPO IMMOBILIER et SCI COLESTATE, dont la valorisation a été présentée ci-avant.

⁸ Valeur du Portefeuille de Projets Immobiliers (1,4 M€) + ETPOMNIA (0,1 M€) – ISA (hors sociétés détenues – 3,9 M€), soit un total de -2,5 M€.

Il est à noter qu'aucune valorisation de fonds de commerce, qui matérialiserait la capacité de la société à développer de nouveaux projets immobiliers, n'a été considérée par KPMG, dans la mesure où ISA présente des déficits structurels ainsi que des capitaux propres négatifs, en raison d'un volume d'affaires insuffisant pour couvrir ses coûts fixes⁹.

De notre point de vue, les pertes futures matérialisant les difficultés d'ISA à développer l'activité de Promotion Immobilière auraient pu être intégrées dans l'évaluation de cette société.

Sur ces bases, et à la lecture de l'ensemble de la documentation supportant ces analyses, la valorisation retenue d'ISA n'appelle pas de commentaires de notre part.

2.1.2 FWE

La société FWE détient deux filiales (RURAL LIVING LLC et HBC¹⁰), qui opèrent dans l'immobilier commercial et résidentiel aux Etats-Unis et plus précisément en Californie.

- HBC détient six bâtiments situés à Rancho Cucamonga en Californie. Les immeubles sont loués à des professionnels ;
- RURAL LIVING détient en propre 60 « *single family residences* » et 2 « *residential duplexes* » situés dans le comté de San Bernardino en Californie et qui sont loués à des particuliers.

Pour évaluer la société FWE, KPMG a procédé à l'évaluation des titres de ces deux participations puis à celle de la société FWE. Nous en présentons la synthèse ci-après.

Valorisation de HBC

HBC est détenue à 99,1% par FWE et détient six bâtiments construits en 1989 et représentant une superficie de plus de 5 000 m², loués à des professionnels¹¹ et situés 9540-9640 Center Avenue et 10300 4th Street, Rancho Cucamonga en Californie.

KPMG a évalué les titres de la société sur la base d'un rapport d'expertise immobilière du cabinet indépendant américain APPRAISAL PACIFIC INC du 1^{er} septembre 2023, chargé d'évaluer les actifs immobiliers de la Société.

⁹ D'après le Management, la structure d'ISA est dimensionnée afin de réaliser entre cinq et dix projets immobiliers par an, soit des niveaux très supérieurs à ceux observés ces dernières années (environ 3 projets), expliquant ainsi les pertes structurelles de cette société.

¹⁰ *Havengate Business Center Two*, un *California limited partnership*.

¹¹ Avec un taux d'occupation de 100% à la date de réalisation des travaux d'évaluation.

Le rapport d'APPRAISAL PACIFIC INC extériorise une valeur des actifs de 7,7 M\$ reposant sur deux approches de valorisation :

- L'approche par capitalisation : dans cette approche, le revenu net d'exploitation (issu d'un loyer de marché et des charges d'exploitation) est capitalisé à un taux de rendement (issu de transactions sur des actifs comparables) ;
- L'approche par comparaison : cette approche repose sur l'observation de transactions comparables extériorisant un prix / pied² ¹², qui est appliqué à la surface du bien à évaluer (déduction faite des coûts des « *costs to cure* » ¹³).

Il est à noter que la valorisation en pied² retenue par APPRAISAL PACIFIC INC pour valoriser l'actif détenu par HBC (150 \$/pied²) est en ligne avec les transactions comparables présentées dans leur rapport¹⁴.

Par ailleurs, la valorisation au m² après travaux extériorisée par APPRAISAL PACIFIC INC (121 \$/pied²) est liée à l'importance des « *costs to cure* » à prévoir¹⁵.

KPMG a également tenu compte de la fiscalité dans son évaluation à travers la plus-value imposée à 28% ainsi que d'une commission (« *brokerage fee* ») de 5%.

A l'issue de l'ensemble de ces analyses et des autres éléments bilantiels de la société¹⁶, la valeur de 100 % des titres de HBC s'établit à 5 579 k€, dont il ressort une quote-part de 5 528 k€ attribuable à la société FWE.

Sur ces bases, et à la lecture de l'ensemble de la documentation supportant ces analyses, la valorisation retenue d'HBC n'appelle pas de commentaires de notre part.

Valorisation de Rural Living

FWE détient une participation de 86% dans RURAL LIVING, le solde étant détenu par RESIDENTIAL SERVICES, société externe à C.I.F.E et en charge de la gestion des propriétés.

Les 60 maisons détenues ont été construites entre 1902 et 1964 et affichent des surfaces comprises entre 56 m² et 165 m². Les 2 duplex ont quant à eux été construits en 1925 et 1961, et présentent des surfaces de 125 m² et 155 m².

¹² Etant précisé qu'un pied² équivaut à 0,092903 m².

¹³ Correspondant au processus de nettoyage, de dégagement et de préparation d'un site ou d'un bâtiment avant travaux de rénovation, de démolition ou de construction.

¹⁴ Le rapport d'APPRAISAL PACIFIC INC présente une fourchette comprise entre 128\$ et 204\$/pied²

¹⁵ Environ 1,4 M\$ d'après le rapport d'APPRAISAL PACIFIC INC, soit environ 15% du prix de vente calculé dans le cadre de l'approche par capitalisation.

¹⁶ -125 k€ de BFR, et 374 k€ de trésorerie nette.

Il existe un accord contractuel concernant la répartition des profits de la société qui s'effectue comme suit :

- Les profits sont répartis selon le pourcentage de détention du capital de la société jusqu'à un niveau de 6% de rendement (en fonction de la valeur d'acquisition des actifs)¹⁷ ;
- Puis, au-delà de ce seuil, les résultats sont ensuite alloués selon une répartition à 50/50 entre FWE (« *Member* ») et RESIDENTIAL SERVICES (« *Managers* »).

FWE a bénéficié d'un financement externe (« *notes* ») de la part du fonds de pension DELMAR à hauteur de 10% de la participation détenue. Ce financement donne droit à une quote-part de 10% des profits alloués à FWE jusqu'à 6% de rendement, puis 5% des profits totaux au-delà¹⁸.

KPMG a fondé son analyse sur les travaux d'évaluation du cabinet indépendant américain CURTIS ROSENTHAL. Ces travaux de valorisation¹⁹ ont été réalisés aux mois de février 2023 puis d'août 2023.

Au-delà de l'évaluation (par capitalisation²⁰ et actualisation des flux prévisionnels de trésorerie) intrinsèque des actifs et de la répartition de la valeur entre actionnaires, CURTIS ROSENTHAL a également procédé à l'application d'une décote de 25% sur la valeur de la participation ainsi obtenue. Elle trouve son fondement dans le manque de contrôle sur la société de la part de FWE et le manque de liquidité des titres de RURAL LIVING.

Les *Managers* prennent en effet seuls les décisions de gestion sans possibilité pour FWE d'interférer et/ou de changer les *Managers*. Par ailleurs, selon le pacte d'actionnaires, les *Managers* doivent donner leur accord pour toute cession de titres²¹. Il ressort de ces travaux, une valeur de la participation FWE dans RURAL LIVING de 6 996 k\$ (avant décote) et 5 247 k\$ (après décote) sur la base des travaux de février 2023. Le rapport du mois d'août 2023 ne porte que sur la valorisation à 100% des actifs, qui s'élève à 12 100 k\$ (11 400 k\$ à février 2023), sans tenir compte de la répartition de cette valeur entre les actionnaires, ni de décote.

Il est à noter que, d'après le *Management* de la Société, la différence entre le prix moyen par logement extériorisé par les travaux de CURTIS ROSENTHAL (195 k\$²²) et les prix du secteur²³

¹⁷ Soit 4,5 M\$.

¹⁸ Ainsi, FWE reçoit 45% des profits totaux au-delà du seuil d'un rendement de 6%.

¹⁹ "The value of multiple units, subdivided lots, or properties in a portfolio as though sold to a single buyer in one transaction." This valuation will consider analysis by the Income Capitalization Analysis, which considers the potential income stream generated by rental of the housing units, less appropriate deductions for vacancy and operating expenses, and capitalization of the resulting Net Operating Income at a market-based capitalization rate. – Rapports de CURTIS ROSENTHAL dates du 8 mars 2023 et 15 août 2023. "La valeur de plusieurs unités, lots subdivisés ou propriétés dans un portefeuille comme s'ils étaient vendus à un seul acheteur en une seule transaction. Cette évaluation tiendra compte de l'analyse de la capitalisation des revenus, qui prend en considération le flux de revenus potentiels générés par la location des unités de logement, moins les déductions appropriées pour les frais d'inoccupation et d'exploitation, et la capitalisation du revenu d'exploitation net résultant à un taux de capitalisation basé sur le marché ».

²⁰ Capitalisation d'un loyer de marché de 1,6\$ par pied² sur la base de comparables allant de 1,23\$ à 2,79\$ par pied².

²¹ Le cabinet évoque différentes études académiques observant les différences de rentabilité des titres illiquides, et d'analyse du manque de contrôle et conclut sur une fourchette de décote de 25 à 38%.

²² 12 100 k\$ / 62 logements, soit un montant moyen d'environ 195 k\$, étant précisé que ces logements ont été acquis en 2011 et 2012 à des prix très significativement inférieurs au prix moyen d'alors (environ 200k\$)

²³ Entre 470 k\$ et 628 k\$, comme indiqué en pages 29 et 30 du rapport CURTIS ROSENTHAL du mois d'août 2023.

s'explique principalement par (i) le caractère vétuste des logements détenus²⁴ et (ii) le risque locatif induit par la localisation de ces logements²⁵.

Le mécanisme de partage de valeur associé aux *notes* DELMAR n'étant pas pris en considération dans les travaux de CURTIS ROSENTHAL pour évaluer la participation de 86% de FWE détenue dans RURAL LIVING, KPMG a mené ses propres travaux afin de pouvoir distinguer la part des flux de trésorerie disponibles revenant à FWE.

Il ressort de ces travaux, une valeur de la participation de FWE dans RURAL LIVING de 6 149 k\$ (avant décote) sur la base des travaux de février 2023 et de 6 570 k\$ (avant décote) sur la base des travaux d'août 2023.

KPMG précise que la valeur de marché ainsi déterminée et qui inclut une normalisation des *managements fees* dont la valeur serait inférieure à l'actuelle, représente une partie objectivable de la décote totale (entre 5 et 10% selon que l'on normalise les coûts jusqu'en 2032 ou bien sur une durée infinie). Le niveau de décote résiduel (15-20%) est considéré « raisonnable » au regard des caractéristiques intrinsèques de la participation et des modalités de gestion de la société.

KPMG a ainsi procédé à l'application d'une décote identique à celle de CURTIS ROSENTHAL.

Il ressort de ces travaux, une valeur de la participation FWE dans RURAL LIVING comprise entre 3 958 k€ et 4 168 k€²⁶, soit une valeur centrale de 4 063 k€.

Sur ces bases, et à la lecture de l'ensemble de la documentation supportant ces analyses, la valorisation retenue de RURAL LIVING n'appelle pas de commentaires de notre part.

Valorisation de FWE

Sur la base des travaux exposés ci-avant, et des autres éléments bilantiels de la société (notamment 2 803k€ de disponibilités), la valeur de 100% des fonds propres de FWE détenu par la Société s'établit à 11 934 k€.

A la lecture de l'ensemble de la documentation supportant ces analyses, la valorisation retenue des titres de FWE n'appelle pas de commentaires de notre part.

²⁴ D'après le Management, une grande partie des logements détenus par FWE (qui avaient été acquis en 2011 et 2022) ne sont pas vendables en l'état, et nécessiteraient des travaux importants.

²⁵ Les logements détenus par FWE se situent dans des quartiers modestes et hispaniques.

²⁶ Après imposition sur la plus-value de 28%.

2.1.3 Oceanic Promotion

La société SCI OCEANIC PROMOTION est une société de promotion immobilière qui ne porte plus aucun projet immobilier.

La valeur de cette société a été déterminée sur la base de son ANC réévalué, afin de tenir compte de l'actif net comptable de deux participations détenues par OCEANIC PROMOTION (SCI PARC COLETRIE et SCI LE LITTORAL) qui n'exercent également plus aucune activité commerciale.

Sur ces bases, la valorisation retenue d'OCEANIC PROMOTION n'appelle pas de commentaires de notre part.

2.1.4 ECG

La société ECG est une société qui ne porte plus aucun projet immobilier.

La valeur de cette société a été déterminée sur la base de son ANC réévalué, dont la valeur est égale aux capitaux propres issus des derniers états financiers disponibles (0,03 M€).

Sur ces bases, la valorisation retenue d'ECG n'appelle pas de commentaires de notre part.

En conclusion, le prix de cession des titres de l'ensemble des sociétés qui composent le pôle Immobilier (12,6 M€) et qui repose sur l'évaluation effectuée par KPMG, évaluateur indépendant mandaté par la Société, n'appelle pas de commentaires de notre part et n'a par ailleurs pas d'incidence sur notre appréciation du prix d'Offre de 61,0 € par action et sur l'équité des conditions financières de l'opération.

2.2 La distribution des titres A.G.O 5

2.2.1 Rappel du contexte de l'activité de la société AGO

Depuis 2010, la Société est actionnaire minoritaire (5% des titres) de la société AGO, dont l'activité principale est l'entretien, le renouvellement, l'exploitation et la promotion des aéroports de Nantes Atlantique et Saint-Nazaire Montoir, ainsi que la conception, la construction, le financement l'entretien, le renouvellement, l'exploitation et la promotion de l'aéroport Notre-Dame-des-Landes.

A ce titre, AGO avait conclu avec l'Etat un contrat de concession portant sur l'attribution d'une délégation de service public à compter du 1^{er} janvier 2011 et pour une durée de 55 ans.

Le 17 janvier 2018, l'Etat Français a pris la décision de renoncer à la construction de l'aéroport de Notre-Dame-Des-Landes. Ainsi, l'Etat a décidé, par arrêté du 24 octobre 2019, de mettre fin au contrat de concession passé avec la société AGO relatif à ces trois aéroports.

Le 6 décembre 2019, AGO a donc déposé une requête auprès du Tribunal Administratif de Nantes faisant l'objet d'une demande d'indemnisation, et contestant par ailleurs l'arrêt du 24 octobre 2019. Le Tribunal Administratif a proposé la mise en place d'une procédure de médiation, acceptée par AGO mais refusée par l'Etat.

En mai 2021, l'Etat a modifié unilatéralement les conditions relatives à la fin du contrat de concession, décision qui a été contestée par AGO, entraînant un recours devant le Tribunal Administratif de Nantes le 1^{er} juillet 2021. Le 18 février 2022, l'Etat a informé la société AGO par courrier d'une nouvelle date prévisionnelle de fin de concession, le 15 avril 2023.

Dans ce contexte, un nouvel appel d'offres a été mis en place pour déterminer le nouveau concessionnaire, mais s'est révélé infructueux. En l'absence de nouveau concessionnaire, la date de résiliation de la concession a été repoussée, et demeure toujours inconnue à la date du présent Addendum.

2.2.2 Modalités d'évaluation de la participation de 5% détenue dans AGO

La sortie de l'activité de concession de C.I.F.E, qui constituait une Opération préalable à l'Offre, a été réalisée au moyen de la création d'une nouvelle société : A.G.O. 5 SAS, à laquelle ont été transférées les actions détenues dans la société AGO.

Ce transfert d'actions a été suivi de la distribution des actions A.G.O. 5 SAS, proposée à l'Assemblée Générale des actionnaires de C.I.F.E le 18 décembre 2023, qui ont eu la possibilité de bénéficier (i) d'actions A.G.O. 5 SAS ou (ii) de leur valeur en numéraire.

Dans ce contexte, la Société a réalisé le 17 janvier 2024 une distribution en numéraire pour 1,7 M€ ainsi qu'une distribution de 910.446 actions A.G.O 5 SAS, représentant 75,87 % du capital de la société. Par ailleurs, comme prévu dans le contrat de cession d'actions du 9 novembre 2023, EMBREGOUR a racheté à C.I.F.E le solde des actions A.G.O.5 non distribuées (soit 289.554 actions).

Comme évoqué dans notre Attestation d'équité, cette participation a fait l'objet d'un rapport d'évaluation indépendante réalisée par le cabinet GRANT THORNTON.

Selon GRANT THORNTON, la valeur des fonds propres d'AGO repose sur les trois composantes suivantes :

- (i) « *Le montant de l'indemnité de résiliation susceptible de lui être octroyée par le Tribunal Administratif de Nantes à la date de prise d'effet de la résiliation, en application ou non des dispositions du Contrat de Concession (notamment des stipulations conjuguées des articles 4.D et 81 du cahier des charges relatif à ladite concession)* » ;
- (ii) « *L'éventuel écart entre les liquidités aujourd'hui détenues par la Société et les sommes qu'il conviendrait de rétrocéder à l'Etat (liquidités qui auraient dû être réinvesties dans le projet de nouvel aéroport) au jour de la prise d'effet de la résiliation* » ;
- (iii) « *La valeur des éventuelles immobilisations autres que les « biens de retour » à retourner à l'Etat sans indemnité* ».

Dans son rapport, GRANT THORNTON a considéré quatre scénarii d'évaluation de la participation de C.I.F.E dans AGO, dont nous présentons les principaux contours ainsi que notre appréciation générale ci-après.

Scenario 1

Le premier scénario présenté par GRANT THORNTON reprend l'approche préconisée par le Conseil d'Etat, qui consiste à évaluer la valeur future d'un investissement de 9 M€ au taux de rentabilité interne anticipé par les documents financiers prévisionnels de la concession (13,42 %).

L'application de ce premier scénario aboutit à une valeur des titres AGO inférieure à celle des capitaux propres comptables de la société au 30 juin 2023.

Scenario 2

Le second scénario présenté par GRANT THORNTON consiste à retenir la valeur résultant des stipulations du cahier des charges du Contrat de Concession relatives aux montants d'indemnités à percevoir par l'Etat en cas de résiliation du contrat.

Ce chiffrage aboutirait selon le Conseil d'Etat à une valeur totale de la société comprise entre 305 M€ et 425 M€²⁷, soit un niveau supérieur à la valeur des capitaux propres comptables de la société au 30 juin 2023.

Scenario 3

Dans l'hypothèse où le juge du Tribunal Administratif ne retiendrait pas les deux premiers scénarii, GRANT THORNTON précise qu'une valorisation établie sur la base des flux actualisés de dividendes qu'AGO aurait pu verser à ses actionnaires sur l'entièreté de la durée de concession, aboutirait à une valeur « proche ou supérieure » à celle des capitaux propres comptables de la société au 30 juin 2023.

Scenario 4

Le rapport GRANT THORNTON évoque un quatrième scénario, consistant à retenir une valeur d'AGO égale à l'indemnité demandée le 6 décembre 2019 devant le Tribunal Administratif, étant précisé que ce montant a été déterminé sur la base de données anciennes, et extérioriserait une valeur supérieure à celle issue du scénario 2.

Le rapport GRANT THORNTON conclut que la valeur comptable des capitaux propres n'intègre pas l'activité attendue jusqu'à la prise d'effet de la résiliation du contrat de concession et ne reflète pas une valeur économique au motif supplémentaire qu'il n'apparaît pas possible d'estimer les composantes (i) à (iii) de cette valeur décrites ci-avant.

Compte tenu du contexte juridique, de la documentation à disposition et de la difficulté à déterminer une approche appropriée pour évaluer les titres de la société AGO, la valorisation de la participation C.I.F.E dans AGO demeure totalement incertaine.

La valorisation des titres AGO retenue dans le cadre de la distribution correspond à la quote-part des capitaux propres d'AGO hors subventions (soit 7,9 M€), telle qu'inscrite dans les comptes consolidés de la Société au 30 juin 2023.

²⁷ Etant précisé que cette valeur pourrait être revue en cas de présentation d'un plan d'affaires intégrant les trajectoires actualisées par rapport au précédent plan d'affaires, qui avait été élaboré il y a plus de 13 ans.

Dans ce contexte, les actionnaires se sont vu proposer lors de l'Assemblée Générale du 18 décembre 2023 l'opportunité de choisir entre (i) recevoir des actions A.G.O 5 SAS, leur permettant de bénéficier des avantages mais également des risques futurs relatifs à cette participation, ou (ii) recevoir une contrepartie en numéraire déterminée sur la base de la valeur comptable de la participation AGO.

Sur ces bases, et à la lecture de la documentation supportant ces analyses, la valorisation retenue d'AGO n'appelle pas de commentaires de notre part, et n'a par ailleurs pas d'incidence sur notre appréciation du prix d'Offre de 61,0 € par action et sur l'équité des conditions financières de l'opération.

3. Conclusion

L'examen des accords connexes ou Conventions de Restructuration présentés dans notre Addendum en date du 8 mars 2023 ne fait pas apparaître selon nous de dispositions de nature à remettre en cause notre conclusion sur le caractère équitable de l'Offre d'un point de vue financier.

En conséquence, nous confirmons la conclusion de notre Attestation d'équité du 26 février 2024, quant au caractère équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de C.I.F.E du prix d'Offre de 61,0 € par action.

Fait à Paris, le 8 mars 2024

FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER



Errick UZZAN
Associé



Olivier PERONNET
Associé