Projet de note d'information établi par

en réponse au projet d'offre publique de retrait visant les actions de la société Bourrelier Group

initiée par la société civile M14

AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS

Le présent projet de note en réponse a été établi et déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l' « **AMF** ») le 31 mai 2021, conformément aux dispositions de l'article 231-26 du règlement général de l'AMF. Il a été établi conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF.

Le projet d'offre et le présent projet de note d'information en réponse restent soumis à l'examen de l'AMF.

AVIS IMPORTANT

En application des dispositions des articles 231-19 et 261-1 I 1° du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet Finexsi, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans le présent projet de note en réponse.

Le présent projet de note d'information en réponse (le « **Projet de Note en Réponse** ») est disponible sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de Bourrelier Group (www.bourrelier-group.com) et peut être obtenu sans frais auprès au siège social de Bourrelier Group (5 rue Jean Monnet 94130 Nogent-sur-Marne).

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques notamment, juridiques, financières et comptables de Bourrelier Group seront mises à la disposition du public, au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre publique de retrait, selon les mêmes modalités.

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

Sommaire

1. Présentation et contexte de l'Offre 3

1.1 Présentation de l'Offre 3

1.2 Contexte de l'Offre 3

1.3 Motifs de l'Offre 4

2. Conclusion de l'Expert Indépendant 5

3. Avis motivé du conseil d'administration de la Société 5

3.1 Composition du conseil d'administration de la Société 5

3.2 Déroulement des travaux de l'Expert Indépendant : 5

3.3 Avis motivé du conseil d'administration de la Société en date du 27 mai 2021 6

4. Intention des membres du conseil d'administration vis-à-vis de l'Offre 12

5. Intention de la Société concernant la présentation à l'Offre des actions auto-détenues 13

6. Information des salariés de Bourrelier Group 13

7. Accords susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'appréciation du projet d'Offre ou de son issue 13

8. Informations relatives à la Société 13

8.1 Structure et répartition du capital de la Société 14

8.2 Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions 14

9. Modalités de mise à disposition des informations relatives à la Société 18

10. Personne assumant la responsabilité du Projet de Note en Réponse 18

Annexe 1 - Rapport de l'Expert Indépendant 19

1. PRESENTATION ET CONTEXTE DE L'OFFRE

1.1 Présentation de l'Offre

Conformément au titre III du livre II et en particulier en application des dispositions de l'article 236-1 du règlement général de l'AMF, M14, société civile au capital de 172 706 100 euros, dont le siège social est situé 27 avenue de la Belle Gabrielle 94130 Nogent-sur-Marne, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Créteil sous le numéro 482 494 424 (« **M14** » ou l'« **Initiateur** ») s'est irrévocablement engagée à offrir aux actionnaires de la société Bourrelier Group, société anonyme de droit français, au capital social de 31 106 715 euros, dont le siège social est situé 5 rue Jean Monnet 94130 Nogent-sur-Marne, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Créteil sous le numéro 957 504 608 (« **Bourrelier Group** » ou la « **Société** ») d'acquérir la totalité des actions Bourrelier Group non détenues par M14 et les personnes agissant de concert avec elle au sens de l'article L. 233-10 I du Code de commerce[1] à l'exclusion des actions auto-détenues par la Société, soit au 31 mai 2021, 761 573 actions représentant 1 179 084 droits de vote, c'est-à-dire environ 12,24% du capital et 16,06% des droits de vote de la Société[2] au prix de 52,50 euros par action Bourrelier Group payable exclusivement en numéraire assorti d'éventuels compléments de prix dans les conditions et selon les modalités décrites au paragraphe 2.2 du projet de note d'information (le « **Projet de Note d'Information** ») établi par l'Initiateur et déposé le 31 mai 2021 (le « **Prix de l'Offre** »).

Les actions de la Société sont admises aux négociations sur le système de négociation organisé Euronext Growth Paris sous le code ISIN FR0000054421 (mnémonique ALBOU).

Invest Securities garantit, en qualité d'établissement présentateur de l'Offre (la « **Banque Présentatrice** »), la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre en application des dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF. Il est précisé que cette garantie ne s'applique pas aux compléments de prix éventuels payables dans les conditions décrites au paragraphe 2.2 du Projet de Note d'Information (les « **Compléments de Prix** »).

Le présent Projet de Note en Réponse a été établi et déposé par Bourrelier Group consécutivement au dépôt du projet d'Offre tel que modifié.

1.2 Contexte de l'Offre

Par des lettres datées des 24 mai et 6 juin 2019, JG Capital Management (agissant au nom et pour le compte du FCP JG Partners) et l'IDI d'une part et Lazard Frères Gestion (agissant au nom et pour le compte du FCP Lazard Small Cap) d'autre part, ont adressé à l'AMF des demandes tendant à la mise en œuvre d'une offre publique de retrait (« **OPR** ») concernant les actions Bourrelier Group sur le fondement de l'article 236-1 du règlement général de l'AMF. Ces demandes d'OPR sont intervenues à l'occasion de la publication de la loi n°2019-486 du 22 mai 2019 dite « Pacte », qui a abaissé à 90% du capital ou des droits de vote le seuil d'OPR.

Fin 2019, le Concert Familial Bourrelier a ouvert des discussions avec JG Capital Management, l'IDI et Lazard Frères Gestion qui n'ont pas permis de parvenir à un accord.

Le 17 mars 2020, le Collège de l'AMF a décidé de déclarer recevable la demande d'OPR présentée par Lazard Frères Gestion après avoir constaté qu'au 30 mai 2019 le « groupe familial Bourrelier » détenait 5 430 723 actions Bourrelier Group représentant 10 845 596 droits de vote, soit 87,29% du capital et 90,10% des droits de vote à cette date[3]. Au

[1] C'est-à-dire M. Jean-Claude Bourrelier et ses enfants (M^me^ Annabelle Bourrelier et MM. Jean-Michel Bourrelier et Yoann Bourrelier), qui siègent au conseil d'administration de Bourrelier Group, constituant ensemble, avec M14, un concert familial (le « **Concert Familial** »).

[2] Sur la base d'un capital composé de 6 221 343 actions représentant 7 340 885 droits de vote théoriques (y compris les actions auto-détenues et celles détenues dans le cadre du contrat de liquidité) au 30 avril 2021.

[3] Il est rappelé qu'en octobre 2019, la société M14 a mis au porteur 4 762 070 actions qui bénéficiaient à cette date d'un droit de vote double conformément aux statuts de la Société. Cette mise au porteur a ramené la participation de M14 et du Concert Familial Bourrelier sous le seuil de 90% des droits de vote.

regard notamment de la liquidité du titre, qui ne permettrait plus, selon l'AMF, à Lazard Frères Gestion de céder ses actions dans des conditions normales de délai et de cours, le Collège a décidé d'imposer au « *groupe familial Bourrelier* » le dépôt, dans un délai de trois mois, d'un projet d'OPR libellé à des conditions telles qu'il puisse être déclaré conforme. Cette décision a été publiée dans un avis mis en ligne le 19 mars 2020 sur le site de l'AMF sous le numéro 220C1034.

Le 27 mars 2020, M14, M. Jean-Claude Bourrelier et ses enfants (M^{me} Annabelle Bourrelier et MM. Jean-Michel Bourrelier et Yoann Bourrelier) ainsi que la société Bourrelier Group, ont déposé devant la Cour d'Appel de Paris un recours à l'encontre de cette décision de l'AMF tendant à son annulation. A la même date, les auteurs du recours ont également sollicité du Premier Président de la Cour d'Appel de Paris, qu'il soit sursis à l'exécution de la décision de l'AMF jusqu'au prononcé de l'arrêt à intervenir sur le recours déposé à l'encontre de cette décision.

Faisant application de l'ordonnance n°2020-306 du 25 mars 2020 relative à la prorogation des délais échus pendant la période d'urgence sanitaire et à l'adaptation des procédures pendant cette même période publiée au Journal Officiel du 26 mars 2020, telle qu'amendée, il n'a pas été statué sur cette demande de sursis à exécution, le délai de trois mois imparti par l'AMF pour déposer une OPR étant de droit suspendu. L'AMF s'est par ailleurs engagée à faire courir ce délai à compter du prononcé de l'arrêt au fond en cas de rejet du recours. Dans ces circonstances, les auteurs du recours se sont désistés de leur requête aux fins de sursis à exécution, ce qui a été acté par le conseiller du Premier Président de la Cour d'Appel de Paris, le 8 juillet 2020.

Dans un arrêt du 26 novembre 2020, la Cour d'Appel de Paris a rejeté le recours en annulation à l'encontre de la décision de l'AMF du 17 mars 2020. Dans ces circonstances, M14 a mandaté Invest Securities en vue de préparer le dépôt auprès de l'AMF d'un projet d'OPR visant les titres de la Société, conformément aux articles 236-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

Le 22 décembre 2020, Bourrelier Group a annoncé que son conseil d'administration avait désigné le cabinet Finexsi, représenté par MM. Olivier Peronnet et Lucas Robin, en qualité d'expert indépendant dans le cadre de la demande d'OPR visant les actions Bourrelier Group (« **Finexsi** » ou l'« **Expert Indépendant** »).

Le 2 mars 2021, Invest Securities, en tant qu'établissement présentateur de l'Offre, a déposé pour le compte de l'Initiateur un projet d'Offre libellé initialement au prix de 49,30 euros ainsi qu'un projet de note d'information (le « **Projet de Note d'Information Initial** ») auprès de l'AMF.

Depuis le dépôt du Projet de Note d'Information Initial, JG Capital Management et l'IDI d'une part et Lazard Frères Gestion d'autre part, ont adressé des observations à Finexsi, les 9, 11, 15 et 16 mars 2021, qui ont été transmises à Bourrelier Group et à M14 pour ce qui les concerne. Un résumé de ces commentaires est présenté dans le paragraphe 3 du présent Projet de Note en Réponse.

Le 31 mai 2021, Invest Securities a déposé, auprès de l'AMF, pour le compte de l'Initiateur, un projet d'Offre libellé désormais à un prix relevé à 52,50 euros ainsi que le Projet de Note d'Information modifié principalement en ce qui concerne le Prix de l'Offre et les termes et conditions des Compléments de Prix (tels que définis au paragraphe 2.2 du Projet de Note d'Information) dans un sens favorable aux actionnaires minoritaires. Une description actualisée des termes de l'Offre et notamment de ces Compléments de Prix est présentée aux paragraphes 2.1 et 2.2 du Projet de Note d'Information. Par ailleurs, les éléments d'appréciation du Prix de l'Offre figurant au paragraphe 3 du Projet de Note d'Information ont été actualisés sur la base des comptes audités au 31 décembre 2020. Le Projet de Note d'Information, ainsi modifié, a été rendu public le 31 mai 2021. Il est disponible sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de Bourrelier Group (www.bourrelier-group.com) et peut être obtenu sans frais auprès au siège social de Bourrelier Group (5 rue Jean Monnet 94130 Nogent-sur-Marne).

1.3 Motifs de l'Offre

Le projet d'Offre a été déposé dans le cadre de la décision de l'AMF rendue le 17 mars 2020 et publiée le 19 mars 2020

sur la demande de retrait de Lazard Frères Gestion déposée dans le cadre de l'article 236-1 du règlement général de l'AMF.

2. CONCLUSION DE L'EXPERT INDEPENDANT

Le rapport de Finexsi (le « **Rapport Finexsi** ») a été remis le 27 mai 2021. Il est intégralement reproduit en Annexe 1 du présent Projet de Note en Réponse.

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

3.1 Composition du conseil d'administration de la Société

Le conseil d'administration de Bourrelier Group comprend actuellement cinq administrateurs, dont un indépendant. Il est composé comme suit :

- M. Jean-Claude Bourrelier, Président-directeur général de la Société ;
- M. Jean Criton, administrateur indépendant ;
- M^{me} Annabelle Bourrelier, administratrice ;
- M. Jean-Michel Bourrelier, administrateur ;
- M. Yohann Bourrelier, administrateur.

Le conseil d'administration de la Société a émis, dans cette composition, le présent avis motivé sur le projet d'Offre.

3.2 Déroulement des travaux de l'Expert Indépendant :

3.2.1 Processus de sélection :

Il est rappelé que le 17 novembre 2020, le conseil d'administration a examiné les propositions d'intervention reçues de trois experts financiers indépendants. Il a décidé de retenir le cabinet Finexsi, représenté par Messieurs Olivier Peronnet

et Lucas Robin, en tant qu'Expert Indépendant en tenant compte de l'expérience et de la renommée de Finexsi, ainsi que des moyens matériels et humains dédiés à sa mission, tels que rappelés dans le Rapport Finexsi.

L'AMF a indiqué, le 18 décembre 2020, ne pas s'opposer à cette désignation.

Cette désignation s'est inscrite initialement dans le cadre de l'article 261-1 I 1° du règlement général de l'AMF (Bourrelier Group étant contrôlée au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce), c'est-à-dire à l'appréciation des conditions financières du projet d'Offre et l'AMF a indiqué, le 18 décembre 2020, ne pas s'opposer à cette désignation.

M. Jean Criton, administrateur indépendant, s'est vu confier par le conseil d'administration la mission d'assurer le suivi régulier des travaux de l'Expert Indépendant et notamment de répondre à ses demandes d'informations.

Dans ce cadre, plusieurs réunions téléphoniques ont eu lieu avec les équipes de Finexsi et notamment :

- le 19 janvier 2021, une première réunion téléphonique avec l'administrateur indépendant concernant l'avancement des travaux d'expertise indépendante et la présentation des principales hypothèses retenues, à titre préliminaire ;

- le 3 février 2021, une deuxième réunion téléphonique avec l'administrateur indépendant afin d'effectuer un point d'étape concernant l'avancement des travaux de Finexsi ;

- le 24 février 2021, une troisième réunion téléphonique avec l'administrateur indépendant sur l'avancement des travaux et la présentation des résultats préliminaires des travaux de valorisation de Finexsi ;

- le 10 mai 2021, une quatrième réunion téléphonique avec l'administrateur indépendant sur la synthèse des travaux de l'Expert Indépendant et leur restitution ;

- le 27 mai 2021, une présentation finale du Rapport Finexsi au conseil d'administration, en séance plénière, en vue de l'adoption de l'avis motivé.

3.2.2 Lancement et déroulement des travaux de l'Expert Indépendant :

Dès mi-décembre 2020, les documents et informations demandés à la Société par l'Expert Indépendant ont commencé à lui être communiqués.

L'Expert Indépendant a notamment eu accès au plan d'affaires de la Société tel qu'établi par sa direction et approuvé par son conseil d'administration et représentant la meilleure estimation possible des prévisions de la Société.

Plus généralement, il a eu accès à l'ensemble des documents demandés et le conseil d'administration ainsi que l'administrateur indépendant en charge du suivi de sa mission n'ont pas relevé d'éléments de nature à remettre en cause le bon déroulement des travaux de l'Expert Indépendant.

3.3 Avis motivé du conseil d'administration de la Société en date du 27 mai 2021

Le conseil d'administration de la Société s'est réuni le 27 mai 2021 sur l'ordre du jour portant notamment sur l'examen du projet d'Offre en vue de rendre un avis motivé conformément aux dispositions de l'article 231-19 4° du règlement général de l'AMF.

Au cours de cette séance, le conseil d'administration a entendu la présentation par Finexsi de son rapport.

3.3.1 Compte-rendu de l'administrateur en charge du suivi des travaux de l'expert indépendant

Le Président invite M. Jean Criton à présenter au conseil d'administration le compte-rendu des travaux réalisés par l'Expert Indépendant. Une présentation du Rapport Finexsi a lieu en séance.

Il est rappelé que l'administrateur indépendant et plus généralement, les autres administrateurs, ont eu connaissance, au cours de ses derniers mois, des observations adressées à Finexsi par plusieurs actionnaires minoritaires (dénommés « A », « B » et « C ») le 2 février 2021 puis, après le dépôt du projet d'Offre initial, les 9, 11 et 15 mars 2021. Ces observations sont résumées dans le Rapport Finexsi.

L'Expert Indépendant a présenté ses analyses et appréciations de ces observations. Par ailleurs, Finexsi a eu la possibilité d'entendre deux de ces actionnaires minoritaires (« A » et « B »), le 28 janvier 2021 et les 8 et 11 mars 2021 et ainsi, de pouvoir dialoguer avec eux.

3.3.2 Avis motivé du conseil d'administration sur le projet d'Offre

Conformément aux dispositions de l'article 231-19, 4° du RGAMF, le conseil d'administration de la Société composé de l'ensemble de ses cinq membres participant par des moyens de télécommunications, a examiné le projet d'Offre visant les actions Bourrelier Group, en vue de rendre un avis motivé.

Les termes figurant en majuscule qui ne sont pas spécifiquement définis par le présent avis auront le sens qui leur est donné dans le Projet de Note d'Information de l'Initiateur.

Les administrateurs ont préalablement pris connaissance des différents documents qui leur ont été remis et présentés oralement, dont notamment :

- le Rapport Finexsi remis le 27 mai 2021 ;

- le Projet de Note d'Information de l'Initiateur incluant le Prix de l'Offre relevé à 52,50 euros et les termes et conditions des Compléments de Prix tels qu'améliorés, les motifs et le contexte de l'Offre, les intentions de M14 pour les douze prochains mois, ses intentions en matière de Retrait Obligatoire et les éléments d'appréciation du Prix de l'Offre établis par Invest Securities en sa qualité de Banque Présentatrice et garante de l'Offre ;

- un Projet de Note en Réponse en vue de son dépôt auprès de l'AMF, incluant le Rapport Finexsi.

Le Président du conseil d'administration rappelle le contexte dans lequel intervient le dépôt du projet d'Offre.

Par deux lettres datées des 24 mai et 6 juin 2019, JG Capital Management (agissant au nom et pour le compte du FCP JG Partners) et l'IDI d'une part et Lazard Frères Gestion (agissant au nom et pour le compte du FCP Lazard Small Cap) d'autre part, ont adressé à l'AMF des demandes tendant à la mise en œuvre d'une OPR concernant les actions Bourrelier Group sur le fondement de l'article 236-1 du règlement général de l'AMF.

Dans le cadre d'une décision du 17 mars 2020, l'AMF s'est prononcée favorablement, et uniquement, sur la demande de retrait de Lazard Frères Gestion déposée dans le cadre de l'article 236-1 du règlement général de l'AMF.

Le 27 mars 2020, M14, M. Jean-Claude Bourrelier et ses enfants (Mme Annabelle Bourrelier et MM. Jean-Michel Bourrelier et Yoann Bourrelier) ainsi que la société Bourrelier Group, ont déposé devant la Cour d'Appel de Paris un recours à l'encontre de cette décision de l'AMF tendant à son annulation.

Dans un arrêt du 26 novembre 2020, la Cour d'Appel de Paris a rejeté le recours en annulation à l'encontre de la décision de l'AMF du 17 mars 2020. Dans ces circonstances, M14 a mandaté Invest Securities en vue de préparer le dépôt auprès

de l'AMF d'un projet d'OPR visant les titres de la Société, conformément aux articles 236-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

Par décision prise le 17 novembre 2020, le conseil d'administration de Bourrelier Group a nommé le cabinet Finexsi, représenté par Messieurs Olivier Peronnet et Lucas Robin, en tant qu'Expert Indépendant dans le cadre des dispositions de l'article 261-1 I 1° du règlement général de l'AMF (Bourrelier Group étant contrôlée au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce). L'AMF a indiqué, le 18 décembre 2020, ne pas s'opposer à cette désignation.

Le 2 mars 2021, Invest Securities, en tant qu'établissement présentateur de l'Offre, a déposé pour le compte de l'Initiateur un projet d'Offre libellé initialement au prix de 49,30 euros ainsi qu'un projet de note d'information (le « **Projet de Note d'Information Initial** ») auprès de l'AMF.

Le 31 mai 2021, Invest Securities a déposé, auprès de l'AMF, pour le compte de l'Initiateur, un projet d'Offre amélioré libellé désormais à un prix relevé à 52,50 euros ainsi que le Projet de Note d'Information modifié principalement en ce qui concerne le Prix de l'Offre et les termes et conditions des Compléments de Prix éventuels payables dans les conditions décrites au paragraphe 2.2 dudit Projet de Note d'Information. En particulier, la date d'expiration des Compléments de Prix éventuels a été étendue au 31 mai 2026 pour les Compléments de Prix (à l'exception de l'Arbitrage en cours pour lequel le Complément de Prix n°1 expire au 31 décembre 2021).

a) Sur le Prix de l'Offre :

S'agissant du Prix de l'Offre, le conseil d'administration a constaté que :

- comme indiqué dans le Projet de Note d'Information, ce projet d'Offre, qui répond à l'étroitesse du marché du titre, donne la possibilité aux actionnaires minoritaires de Bourrelier Group de bénéficier d'une liquidité immédiate sur leurs actions Bourrelier Group au Prix de l'Offre, fixé désormais à 52,50 euros ;

- le Prix de l'Offre, relevé de 49,30 euros à 52,50 euros, c'est-à-dire de 3,20 euros par action par rapport au prix proposé par M14 dans le cadre de son projet d'Offre initial, représente une amélioration de 6,49% ;

- le choix de la méthode de valorisation retenue à titre principal par la Banque Présentatrice et l'Expert Indépendant est identique (actif net réévalué ou « **ANR** ») car « *particulièrement pertinente pour des sociétés holding* » selon l'Expert Indépendant. Certaines différences d'appréciation conduisent néanmoins à un écart de valorisation entre la valeur extériorisée par les travaux de l'Expert Indépendant et celle déterminée par la Banque Présentatrice. Notamment, cette dernière a appliqué une décote de holding de 40% aux actifs hors trésorerie nette en raison de l'activité de la Société dite de « holding » et de l'application constatée sur le marché d'une décote liée à ce statut. L'Expert Indépendant a de son côté retenu les coûts de holding que doit supporter la Société « *pour gérer ses actifs historiques et répondre aux contraintes de la cotation du titre* » d'après une approche spécifique fondée sur les frais effectivement supportés. Selon le Rapport Finexsi, la prise en compte de ces coûts de holding « *revient implicitement à une "décote" de l'ordre de 18% à 20% sur les actifs hors trésorerie* ». Le Rapport Finexsi aboutit à une valorisation par l'ANR comprise entre 52 euros et 54,50 euros par action avec une « *valeur centrale de 53,2 euros par action* », alors que la valeur centrale obtenue par cette même méthode est de 47,70 euros par action selon la Banque Présentatrice. Selon cette méthode de valorisation par l'ANR, le Prix de l'Offre se situe à un niveau supérieur à la valeur centrale obtenue par la Banque Présentatrice (prime de 10,1%) et dans la fourchette déterminée par Finexsi (52-54,50 euros par action) ;

- les méthodes retenues à titre indicatif pour l'appréciation du Prix de l'Offre tant par la Banque Présentatrice que par l'Expert Indépendant sont l'analyse du cours de bourse et l'actif net comptable (« **ANC** »), étant précisé que la

Banque Présentatrice a également retenu pour sa part, à titre d'information, les objectifs de cours de bourse des analystes, c'est-à-dire le cours cible d'Alpha Value, car il s'agit du seul bureau d'analyse suivant cette valeur :

- en ce qui concerne le cours de bourse, la Banque Présentatrice relève que « *compte tenu d'un flottant de 12,71%, le taux de rotation du flottant de* Bourrelier *Group atteint 0,8%, un niveau très faible* ». Toutefois, elle indique également que ce dernier constitue « *un repère que nous faisons figurer à titre indicatif dans le cadre de l'évaluation de Bourrelier Group* ». L'Expert Indépendant indique ne pas avoir de remarque particulière sur l'analyse du cours de bourse effectuée par la Banque Présentatrice. Cette méthode fait ressortir une prime de :

  - 34,62% par rapport au cours de clôture de l'action Bourrelier Group, de 39 euros, le 19 mars 2020, correspondant au dernier jour de négociation précédant l'annonce du projet d'Offre, le cours de l'action ayant été suspendu le 20 mars 2020 avant bourse ;

  - 16,29% par rapport à la moyenne des cours pondérés par les volumes des trois mois précédant le 20 mars 2020, qui s'établit à 45,1 euros et ;

  - 20,58% par rapport à la moyenne des cours pondérés par les volumes des six mois précédant le 20 mars 2020, qui s'établit à 43,5 euros ;

  - 20,14% par rapport à la moyenne des cours pondérés par les volumes des douze mois précédant le 20 mars 2020, qui s'établit à 43,7 euros.

- la Banque Présentatrice et l'Expert Indépendant sont d'accords pour considérer que l'évaluation par l'ANC n'est généralement pas représentative de la valeur intrinsèque d'une entreprise. Le conseil d'administration relève que l'un des actionnaires ayant formulé des observations, après avoir indiqué le 2 février 2021 que « *seule la méthode principale est praticable en la circonstance et Bourrelier Group nous semble devoir être valorisé à partir de son actif net réévalué* » a précisé ensuite, dans une nouvelle note remise le 9 mars 2021 à Finexsi que « *s'il est vrai que l'ANC est fréquemment exclu comme méthode d'évaluation dans le cadre d'offres publiques, cela résulte du fait que le prix d'offre (et la valeur de la cible) sont largement supérieurs à cette référence* » et a estimé que « *les travaux de l'expert indépendant devront prendre en compte l'ANC comme plancher de valorisation (ou à tout le moins comme une méthode pertinente de valorisation)* ». Toutefois, selon l'Expert Indépendant, répondant à ces observations, l'ANC n'intègre pas *« les perspectives de croissance et de rentabilité, ni les éventuelles plus-values sur les éléments d'actif* ». Comme le constate le Rapport Finexsi, « *pour l'essentiel, la différence entre notre évaluation et l'ANC réside dans la prise en compte des coûts de holding, qui sont nécessaires pour son fonctionnement en particulier pour une société cotée, et que l'ANC ne permet pas d'appréhender* ». Pour information, l'ANC consolidé de la Société au 31 décembre 2020 s'établit à 331,5 millions d'euros, soit une valeur de 53,40 euros par action. Le critère de l'ANR retenu à titre principal dans l'évaluation du Rapport Finexsi fait ressortir « *une valeur centrale de 53,2 euros par action, très proche de l'ANC publié de 53,4 euros par action* » (écart de 0,20 euro par action). La décote du Prix de l'Offre par rapport à l'ANC est par ailleurs très faible, de l'ordre de 1,7% selon la Banque Présentatrice ;

- la Banque Présentatrice a relevé que Bourrelier Group est seulement suivie par le bureau d'analyse d'Alpha Value. Cette méthode, retenue à titre informatif uniquement par la Banque Présentatrice, aboutit à un cours cible de 38,8 euros selon la dernière actualisation publiée le 21 avril 2021 ;

- le Rapport Finexsi a conclu au caractère équitable du Prix de l'Offre en ces termes :

« *La présente* [Offre] *résulte d'une obligation faite à l'Initiateur, en application de la décision de la Cour d'Appel de Paris du 26 novembre 2020, confirmant la décision de l'AMF du 19 mars 2020. Elle fait suite aux demandes d'actionnaires minoritaires en raison d'une trop faible liquidité du titre (i.e. faiblesse du flottant et des volumes échangés) ne leur permettant pas d'envisager la cession de leur participation sur le marché dans des conditions*

raisonnables. Elle ne constitue néanmoins pas un retrait obligatoire, l'actionnaire minoritaire gardant la possibilité de conserver ses titres.

Elle est proposée au prix de 52,50 € par action Bourrelier Group assorti du Complément de prix n°1 et du Complément de prix n°2, tels que décrits et qui ont fait l'objet de remarques ci-avant dans ce rapport. Ces compléments de prix paraissent de nature à permettre à l'actionnaire qui apporterait ses titres à l'Offre d'accéder au bénéfice qui résulterait d'une issue favorable des procédures visées, pour autant qu'elles interviennent dans le délai prévu.

L'Offre permet aux actionnaires minoritaires d'accéder à la liquidité de l'ensemble de leurs titres à un prix supérieur aux derniers cours de bourse échangés avant l'annonce de la décision de l'AMF et la suspension consécutive de la cotation depuis le 20 mars 2020. Si le prix d'offre extériorise une prime de 22,3 % sur la référence usuelle du CMPV 60 jours à cette date, la référence au cours de bourse n'est pas le critère le plus pertinent en raison du flottant limité et de la liquidité très réduite.

Le critère de l'ANR retenu à titre principal dans notre évaluation est représentatif de la valeur fondamentale de la Société. Il fait ressortir une valeur comprise entre 52,0 € et 54,5 € par action avec une valeur centrale de 53,2 € par action, très proche de l'ANC publié de 53,4 € par action. Le prix d'Offre se situe donc dans la fourchette de l'ANR avec une prime de 1,0 % par rapport à la fourchette basse et une décote de 1,3 % par rapport à la valeur centrale. Il peut être considéré comme équitable, selon nous, dès lors qu'il s'inscrit dans la fourchette de valeurs représentatives de la valeur fondamentale.

En conséquence, à la date du présent rapport, nous sommes d'avis que le prix d'Offre de 52,50 € par action est équitable d'un point de vue financier pour l'actionnaire de Bourrelier Group.

A notre connaissance, il n'existe pas d'accord connexe dans cette opération. »

b) <u>Sur les Compléments de Prix éventuels</u> :

Concernant les Compléments de Prix éventuels payables dans les conditions décrites au paragraphe 2.2 du Projet de Note d'Information, le conseil d'administration a également relevé que :

- selon le Rapport Finexsi, les deux Compléments de Prix « *permettent aux actionnaires de bénéficier d'une éventuelle issue favorable de deux litiges en cours, dont les conséquences incertaines ne peuvent pas être appréhendées dans la valorisation* » de la Société. Par conséquent, pour l'Expert Indépendant, le principe de ces deux Compléments de Prix semble « *approprié* » dans la mesure où il permet de faire « *bénéficier les actionnaires qui apporteraient leurs titres à l'Offre de l'issue favorable éventuelle de ces litiges* ».

- s'agissant plus particulièrement de leur date d'expiration :

  - la durée du Complément de Prix n°1 (paragraphe 2.2.1.1 du Projet de Note d'Information) a été fixée, pour l'Arbitrage, au 31 décembre 2021. Une sentence arbitrale, décision définitive qui n'est pas susceptible de recours, devrait intervenir dès cette année. Une expiration au 31 décembre 2021 permet donc de disposer, avant l'échéance du Complément de Prix n°1, d'une décision purgée de recours. En ce qui concerne, toute Procédure Arbitrale Similaire, la durée du Complément de Prix n°1 a été étendue au 31 mai 2026, ce qui permet de couvrir une procédure arbitrale similaire qui serait éventuellement lancée ultérieurement par Bourrelier Group sur l'ensemble des autres magasins de bricolage de Bourrelier Group en franchise avec Intergamma ;

  - la durée du Complément de Prix n°2 (paragraphe 2.2.1.2 du Projet de Note d'Information), dont l'expiration est désormais prévue au 31 mai 2026, permet de couvrir la procédure d'appel en cours comme un éventuel pourvoi en cassation ;

  - comme l'indique le Rapport Finexsi, ce délai de 5 ans est conforme à la durée maximale mentionnée dans la recommandation AMF n°2006-15 relative à l'expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières. L'Expert Indépendant rappelle que cette durée « *est celle citée par les actionnaires minoritaires* » dans leurs observations et qu'ainsi, elle n'appelle pas d'autre commentaire de sa part ;

- le Complément de Prix n°1 serait dû dans l'hypothèse où une Procédure Arbitrale Similaire à l'Arbitrage serait lancée par Bourrelier Group sur l'ensemble des autres magasins de bricolage de Bourrelier Group en franchise avec Intergamma ;

- les frais de défense payés par le Concert Familial ne sont pas pris en compte pour le calcul du montant des Compléments de Prix.

c) <u>Sur les intentions de M14 pour les douze prochains mois et notamment en matière de Retrait Obligatoire</u> :

S'agissant des intentions de M14 pour les douze prochains mois y compris en matière de Retrait Obligatoire telles qu'elles figurent aux paragraphes 1.1.3 et 1.1.4 du Projet de Note d'Information, le conseil d'administration a constaté que :

- l'Offre n'aura aucune incidence particulière sur la politique de Bourrelier Group en matière d'emploi puisqu'elle s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et du développement de Bourrelier Group, sans changement d'actionnaire de contrôle ou de stratégie. M14 n'a pas l'intention de modifier significativement la politique poursuivie par la Société en matière d'effectifs et plus généralement de politique sociale, étant précisé que les effectifs de la Société sont très limités hors activité Benelux ;

- M14 prévoit de conserver une politique de distribution de dividendes de la Société conforme à celle antérieurement pratiquée. Ainsi, la politique de distribution de la Société devrait continuer à être déterminée en fonction de sa capacité distributive et de ses besoins de financement. Il est précisé qu'aucun dividende n'est prévu par Bourrelier Group au titre de l'exercice clos le 31 décembre 2020 selon les projets de résolutions qui seront présentés à l'assemblée générale mixte du 21 juin 2021 ;

- le projet d'Offre n'a aucune influence sur la stratégie de la Société. En effet, M14 a l'intention de poursuivre la stratégie actuelle de Bourrelier Group. Comme cela a été indiqué par M14, les actionnaires de Bourrelier Group qui n'apporteront pas leurs actions à l'Offre auront la possibilité de bénéficier du déploiement de la Société sur de nouveaux métiers qui est déjà en cours avec notamment la reprise de la société Mavic et l'investissement dans Pierre Properties Hotels (à hauteur de 51,5% de son capital)). Par ailleurs, Bourrelier Group continue d'étudier diverses d'opportunités d'investissement dans des secteurs variés ;

- l'initiateur n'a pas l'intention de demander la mise en œuvre, dès la clôture de l'Offre ou dans un délai de douze mois à l'issue de celle-ci, d'une procédure de retrait obligatoire dans les conditions prévues aux articles 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, ni d'une radiation du marché Euronext Growth dans les douze prochains mois. Les actionnaires auront ainsi la faculté de garder leurs actions de la Société s'ils ne souhaitent pas les présenter à l'Offre.

Il est demandé ensuite aux administrateurs s'ils ont l'intention de présenter les actions qu'ils détiennent individuellement à l'Offre. Il est rappelé que :

- M. Jean-Claude Bourrelier, Président-directeur général de la Société, détient individuellement 88 actions Bourrelier Group, étant précisé que M14, contrôlée par M. Jean-Claude Bourrelier et sa famille, détient 5 431 937 actions Bourrelier Group ;

- M. Jean Criton, administrateur indépendant, détient 10 actions Bourrelier Group ;

- M^me^ Annabelle Bourrelier, administratrice, détient individuellement 4 010 actions Bourrelier Group ;

- M. Jean-Michel Bourrelier, administrateur, détient individuellement 4 204 actions Bourrelier Group ;

- M. Yohann Bourrelier, administrateur, détient individuellement 4 204 actions Bourrelier Group.

Les administrateurs indiquent ne pas avoir l'intention de présenter leurs actions à l'Offre. Il est précisé qu'à l'exception de M. Jean Criton, administrateur indépendant, les administrateurs agissent de concert avec M14.

3.3.3 Recommandation sur l'Offre

En conséquence et après en avoir délibéré, le conseil d'administration, à l'unanimité de ses membres :

- décide de donner un avis favorable au projet d'Offre amélioré ;

- considère que le projet d'Offre, avec un prix relevé à 52,50 euros et compte tenu des modifications apportées aux termes et conditions des Compléments de Prix éventuels, est conforme sans restriction, ni réserve, aux intérêts de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés ;

- recommande à ses actionnaires d'apporter leurs actions à l'Offre ;

- précise toutefois que les actionnaires de Bourrelier Group qui n'apporteront pas leurs actions à l'Offre auront la possibilité de bénéficier du déploiement de la Société sur de nouveaux métiers ;

- précise que, conformément aux termes de l'article 5 de la décision AMF n°2018-01 du 2 juillet 2018, le contrat de liquidité conclu entre Bourrelier Group et Oddo BHF a été suspendu à compter du 2 mars 2021 en raison du dépôt du projet d'Offre ;

- décide que les actions Bourrelier Group auto-détenues ne seront pas présentées à l'Offre ;

- constate qu'aucun des cinq administrateurs n'a l'intention d'apporter à l'Offre les actions qu'il détient individuellement ;

- approuve le Projet de Note en Réponse qui lui a été présenté et le projet de communiqué de dépôt établi conformément aux dispositions de l'article 231-26 du règlement général de l'AMF ;

- donne tous pouvoirs au Président-Directeur général pour finaliser le Projet de Note en Réponse et le document incluant les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de Bourrelier Group, visé à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, procéder à leur dépôt auprès de l'AMF, signer les attestations requises dans le cadre de l'Offre et plus généralement, faire le nécessaire pour la bonne réalisation de l'Offre (et, dans ce cadre, notamment conclure et signer, au nom et pour le compte de la Société, toutes opérations et documents nécessaires et afférents à la réalisation de l'Offre).

4. INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION VIS-A-VIS DE L'OFFRE

Les administrateurs ont fait part de leur intention de ne pas apporter à l'Offre la fraction des actions de la Société qu'ils détiennent.

5. INTENTION DE LA SOCIETE CONCERNANT LA PRESENTATION A L'OFFRE DES ACTIONS AUTO-DETENUES

A la date du présent Projet de Note en Réponse, la Société détient 14 927 de ses propres actions en incluant les 840 actions figurant au bilan du contrat de liquidité conclu avec Oddo BHF.

Le conseil d'administration de la Société, lors de sa réunion en date du 27 mai 2021, a décidé, à l'unanimité de ses membres, que ces actions auto-détenues ne seront pas apportées à l'Offre.

6. INFORMATION DES SALARIES DE BOURRELIER GROUP

Les salariés de Bourrelier Group ont été informés du dépôt du projet d'Offre conformément à l'article L. 2312-50 du code du travail, la Société ne disposant pas d'un comité économique et social. Par ailleurs, conformément à ces mêmes dispositions, un exemplaire de la note d'information visée par l'AMF sera transmis aux salariés de Bourrelier Group, au plus tard le troisième jour suivant la publication de la note d'information visée par l'AMF et Bourrelier Group la communiquera sans délai à ses salariés.

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

A la date du présent Projet de Note en Réponse, il n'existe aucun accord susceptible d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou sur son issue et la Société n'a connaissance d'aucun accord de ce type.

8. INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, le présent paragraphe contient les éléments, dont la Société a connaissance, lorsque ceux-ci sont susceptibles d'avoir une incidence en cas d'offre publique, actualisés à la date du présent Projet de Note en Réponse.

8.1 Structure et répartition du capital de la Société

A la date du présent Projet de Note en Réponse, le capital de la Société est composé de 6 221 343 actions représentant 7 340 885 droits de vote théoriques[4], répartis comme suit

	Capital	% du capital	Droits de vote	% des droits de vote
M14	5 431 937	87,31	6 121 937	83,40
M. Jean-Claude Bourrelier	88	n/s	101	n/s
Autres membres du Concert Familial Bourrelier[5]	12 818	0,21	24 836	0,34
Sous-total Concert Familial	**5 444 843**	**87,52**	**6 146 874**	**83,73**
Autres membres du groupe familial Bourrelier[6]	15 822	0,25	16 554	0,23
Groupe familial Bourrelier	**5 460 665**	**87,77**	**6 163 428**	**83,96**
JG Capital Management	421 203	6,77	822 502	11,20
IDI	63 250	1,02	63 250	0,86
Lazard Frères Gestion	108 020	1,74	108 021	1,47
Autres actionnaires	153 278	2,46	168 757	2,30
Auto-détention	14 087	0,23	-	-
Contrat de liquidité[7]	840	0,01	-	-
Total	**6 221 343**	**100,00**	**7 340 885**	**100,00**

A la date du présent Projet de Note en Réponse et à la connaissance de la Société, aucun autre actionnaire ne détient plus de 5% du capital ou des droits de vote de la Société.

Il n'existe aucun droit, titre de capital ou instrument financier pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société.

8.2 Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions

8.2.1 Obligation de déclaration des franchissements de seuils à la Société :

En sus du respect de la réglementation relative aux déclarations de franchissement de seuils légaux (50 % et 95 % du capital ou des droits de vote), conformément à l'article 11 des statuts de Bourrelier Group, toute personne physique ou morale qui vient à détenir directement ou indirectement, par l'intermédiaire d'une ou plusieurs personnes morales qu'elle contrôle au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce, 2,5% du capital social et des droits de vote, est tenue de déclarer à la Société le nombre total d'actions qu'elle possède et ce, par lettre recommandée avec accusé de réception adressée dans les quinze jours de bourse suivant le franchissement du seuil de participation.

Ces déclarations doivent être renouvelées dans les conditions ci-dessus prévues chaque fois qu'un nouveau seuil de 2,5% est franchi, à la hausse ou à la baisse, même si les seuils franchis sont supérieurs ou inférieurs aux seuils prévus par la loi.

L'intermédiaire inscrit comme détenteur d'actions conformément aux dispositions légales et réglementaires est tenu,

[4] Conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF, le nombre total de droits de vote a été déterminé en incluant les actions dépourvues de droits de vote.

[5] Constitué de M. Jean-Claude Bourrelier et de ses enfants (M[me] Annabelle Bourrelier et MM. Jean-Michel Bourrelier et Yoann Bourrelier) qui siègent au conseil d'administration de Bourrelier Group.

[6] Membres de la famille Bourrelier ne siégeant pas au conseil d'administration de Bourrelier Group.

[7] Actions figurant au bilan du contrat de liquidité conclu avec Oddo BHF.

sans préjudice des obligations des propriétaires des actions, d'effectuer les déclarations prévues au présent article pour l'ensemble des actions au titre desquelles il est inscrit en compte.

Pour la mise en œuvre de cette obligation, il est désormais fait application des cas d'assimilation et modalités de calcul prévus par les articles L. 233-7 et L. 233-9 du code de commerce ou par le règlement général de l'AMF conformément à une modification de l'article 11 des statuts adoptée par l'assemblée générale mixte le 23 juin 2020 (22ème résolution).

8.2.2 Transferts d'actions :

Aucune restriction statutaire n'est applicable aux transferts d'actions, celles-ci étant librement négociables, sous réserve des dispositions législatives ou réglementaires en vigueur.

8.2.3 Droits de vote double :

L'article 11 des statuts de la Société prévoit l'attribution d'un droit de vote double à toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il sera justifié d'une inscription nominative depuis quatre ans au moins au nom du même actionnaire.

8.2.4 Clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application des dispositions de l'article L. 233-11 du code de commerce :

Néant.

8.2.5 Participations directes et indirectes au capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuils ou d'une déclaration d'opération sur titres :

Néant.

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

Il n'existe pas de détenteurs de titres comportant des droits de contrôle spéciaux autres que le droit de vote double décrit au paragraphe 8.2.3 ci-dessus.

8.2.7 Mécanisme de contrôle prévu dans un éventuel système d'actionnariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier :

Néant.

8.2.8 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance pouvant entraîner des restrictions aux transferts d'actions et à l'exercice des droits de vote :

A la date du présent Projet de Note en Réponse et à la connaissance de la Société, il n'existe pas d'accord entre actionnaires pouvant entraîner des restrictions aux transferts d'actions et à l'exercice des droits de vote.

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

En vertu de l'article 12 des statuts, la Société est administrée par un conseil d'administration.

Les statuts ne prévoient pas de dispositions différentes de celles prévues par la loi et les règlements concernant la nomination et le remplacement des membres du conseil d'administration ou la modification des statuts.

8.2.9.1 Nomination et remplacement des administrateurs :

Le nombre des membres du conseil d'administration fixé par l'article 12 des statuts doit être de trois au moins et de douze personnes au plus. Les membres du conseil d'administration sont des personnes physiques, propriétaire au moins d'une action de la Société. Ils sont nommés par l'assemblée générale ordinaire pour une durée maximale de six années.

Le mandat des membres du conseil d'administration est renouvelable.

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

Le Président-Directeur général assure sous sa responsabilité la direction générale de la Société. Il est investi des pouvoirs les plus étendus pour agir en toute circonstance au nom de la Société, dans la limite de l'objet social et sous réserve des pouvoirs expressément attribués par la loi aux assemblées générales et au conseil d'administration.

Le Président du conseil d'administration ne peut être âgé de plus de quatre-vingt-cinq (85) ans. Lorsque le président du conseil d'administration en place atteint cet âge, il est réputé démissionnaire d'office.

Le nombre d'administrateurs ayant atteint l'âge de quatre-vingt-cinq (85) ans ne peut dépasser le tiers des membres du Conseil d'Administration. Lorsque l'âge limite est atteint, l'administrateur le plus âgé est réputé démissionnaire d'office.

8.2.9.2 Modification des statuts de la Société :

L'assemblée générale extraordinaire est seule habilitée à modifier les statuts dans toutes leurs dispositions.

Elle statue à la majorité des deux-tiers (2/3) des voix dont disposent les actionnaires présents ou représentés, y compris les actionnaires ayant voté par correspondance.

8.2.10 Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'actions :

8.2.10.1 Pouvoirs du conseil d'administration :

Le conseil d'administration détermine les orientations de l'activité de la société et veille à leur mise en œuvre, conformément à son intérêt social, en prenant en considération les enjeux sociaux et environnementaux de son activité. Sous réserve des pouvoirs expressément attribués aux assemblées d'actionnaires et dans la limite de l'objet social, il se saisit de toute question intéressant la bonne marche de la société et règle par ses délibérations les affaires qui la concernent.

8.2.10.2 Délégations et les autorisations conférées au conseil d'administration de Bourrelier Group par l'assemblée générale :

A la date du présent Projet de Note en Réponse, l'assemblée générale des actionnaires de la Société a accordé au conseil d'administration de la Société les délégations et les autorisations suivantes en matière de rachat ou d'émission d'actions et/ou de titres de créance :

Objet de la délégation ou de l'autorisation	**Montant nominal maximal autorisé**	**Durée de la délégation ou de l'autorisation**	**Date de la résolution**
Autorisation à donner au conseil d'administration à l'effet d'opérer sur les actions de la Société (rachat d'actions)[8]	10% du capital	23 décembre 2021	23 juin 2020

[8] Il sera proposé lors de l'assemblée générale mixte du 21 juin 2021 une nouvelle autorisation de 18 mois.

Objet de la délégation ou de l'autorisation	Montant nominal maximal autorisé	Durée de la délégation ou de l'autorisation	Date de la résolution
		(18 mois)	13ème résolution
Autorisation au conseil pour réduire le capital de la Société par annulation d'actions auto-détenues[9]	10% du capital et par période de 24 mois	23 décembre 2021 (18 mois)	23 juin 2020 15ème résolution
Délégation au conseil d'administration lui donnant compétence pour procéder à l'émission de tout titre et/ou à l'augmentation du capital social, par émission d'actions ordinaires et/ou d'autres valeurs mobilières donnant accès au capital ou donnant droit à un titre de créance, avec maintien du droit préférentiel de souscription	Actions : 19,5 millions d'euros (nominal) Titres de créance : 175 millions d'euros	23 août 2022 (26 mois)	23 juin 2020 16ème résolution
Délégation au conseil d'administration lui donnant compétence pour augmenter le capital social par incorporation de bénéfices, de réserves ou de primes et attribution d'actions gratuites ou élévation de la valeur nominale des actions existantes	Actions : 19,5 millions d'euros (nominal)	23 août 2022 (26 mois)	23 juin 2020 17ème résolution
Délégation au conseil d'administration lui donnant compétence pour augmenter le capital social par émission - sans droit préférentiel de souscription- d'actions ordinaires et/ou pour émettre toutes autres valeurs mobilières donnant accès au capital ou donnant droit à un titre de créance par voie d'offre au public au sens du règlement (UE) n° 2017/1129 du 14 juin 2017	Actions : 19,5 millions d'euros (nominal) Titres de créance : 175 millions d'euros	23 août 2022 (26 mois)	23 juin 2020 18ème résolution
Délégation au conseil d'administration lui donnant compétence pour augmenter le capital social par émission - sans droit préférentiel de souscription - d'actions ordinaires et/ou pour émettre toutes autres valeurs mobilières donnant accès au capital ou donnant droit à un titre de créance par une offre à des investisseurs qualifiés ou à un cercle restreint d'investisseurs au sens du paragraphe 1° de l'article L. 411-2 du code monétaire et financier et du point e de l'article 2 du règlement (UE) n° 2017/1129 du 14 juin 2017	Actions : 19,5 millions d'euros (nominal) Titres de créance : 175 millions d'euros Plafond légal de 20% du capital et par an	23 août 2022 (26 mois)	23 juin 2020 19ème résolution
Autorisation donnée au conseil d'administration en cas d'augmentation de capital avec ou sans suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires, d'augmenter le nombre de titres à émettre dans le cas d'augmentations de capital réalisées dans le cadre des 16ème, 18ème et 19ème résolutions de l'assemblée générale mixte du 23 juin 2020	Plafond de 15% de l'émission initiale	23 août 2022 (26 mois)	23 juin 2020 20ème résolution
Autorisation à donner au conseil d'administration, conformément à l'article L 225-129-6, pour augmenter le capital dans les conditions prévues à l'article L.3332-18 et suivants du code du travail	3% du capital social actuel de la Société, soit un montant nominal maximal de 933 201 euros	23 août 2022 (26 mois)	23 juin 2020 21ème résolution

[9] Il sera proposé lors de l'assemblée générale mixte du 21 juin 2021 de renouveler cette autorisation pour 18 mois supplémentaires.

8.2.11 Accords conclus par la Société étant modifiés ou prenant fin en cas de changement de contrôle :

Néant.

8.2.12 Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration, les dirigeants ou les principaux salariés de la Société en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique :

Néant.

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

Les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société requises en application de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF seront mises à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre. Elles seront disponibles sur les sites Internet de la Société (www.bourrelier-group.com) et de l'AMF (www.amf-france.org), la veille de l'ouverture de l'Offre et pourront être obtenues sans frais auprès de la Société.

10. PERSONNE ASSUMANT LA RESPONSABILITE DU PROJET DE NOTE EN REPONSE

« *A ma connaissance, les données du présent Projet de Note en Réponse sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée.* »

Monsieur Jean-Claude Bourrelier, Président-Directeur général

Annexe 1 - Rapport de l'Expert Indépendant

FINEXSI
EXPERT & CONSEIL FINANCIER

Bourrelier Group

ATTESTATION D'ÉQUITÉ

Offre Publique de Retrait initiée par la société M14 visant les actions de BOURRELIER GROUP SA

27 mai 2021

14, rue de Bassano - 75116 Paris
Tél. : 01 43 18 42 42
Fax : 01 44 40 04 16
Email : finexsi@finexsi.com

Société de commissariat aux comptes
Société d'expertise comptable inscrite au tableau de Paris Ile-de-France
Membre de l'organisation A.T.H.
S.A. au capital de 336 813 € - RCS Paris B 415 195 189

Sommaire

1 Présentation de l'opération 7
1.1 Sociétés concernées par l'opération 7
1.1.1 Présentation de la société initiatrice 7
1.1.2 Présentation de la société objet de l'Offre 7
1.2 Modalités de l'Offre 8
1.2.1 Titres visés par l'Offre 8
1.2.2 Termes de l'Offre 8
1.2.3 Contexte et motifs de l'Offre 12
1.2.4 Intentions de l'Initiateur pour les douze prochains mois 13
1.2.5 Retrait Obligatoire et radiation 15
1.2.6 Accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue 15
2 Déclaration d'indépendance 16
3 Diligences effectuées 17
4 Présentation des activités et de l'environnement économique de BOURRELIER GROUP 19
4.1 Présentation de la société BOURRELIER GROUP 19
4.1.1 Rappel de l'historique 19
4.1.2 La cession de l'activité BRICORAMA 20
4.1.3 Structure juridique 21
4.2 Présentation des activités de BOURRELIER 21
4.2.1 Les activités bricolage en Belgique et aux Pays-Bas (Benelux) 21
4.2.3 L'activité de foncière de murs de magasins en France 25
4.2.4 Les actifs acquis depuis la cession de BRICORAMA 26
4.3 Environnement économique de BOURRELIER GROUP 27
4.3.1 Les intervenants sur le marché du bricolage en Europe 27
4.3.2 Le marché du bricolage, un marché structurellement mature et porteur 28
4.3.3 Une tendance à l'intensification de la concurrence avec en particulier les *pure players* de la vente en ligne 31
4.3.4 L'impact de la pandémie de la Covid-19 sur l'activité des enseignes spécialisées dans le bricolage 33
4.3.5 L'immobilier de commerce en France 35
4.4 Analyse financière de BOURRELIER GROUP 37
4.4.1 Compte de résultat 38
4.4.2 Bilan 43

4.4.3 Litiges en cours (non comptabilisés) 44
4.5 Matrice SWOT 46
5 Evaluation de la société BOURRELIER GROUP 47
5.1 Critères d'évaluation écartés 47
5.1.1 L'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels 47
5.1.2 Méthode du rendement (capitalisation du dividende) 47
5.1.3 Valeur liquidative 48
5.1.4 Transaction récente intervenue sur le capital de la Société 48
5.1.5 Comparables boursiers 48
5.1.6 Transactions comparables 48
5.1.7 Objectifs de cours de bourse des analystes 49
5.2 Critères d'évaluation retenus 49
5.2.1 Actif net comptable réévalué (à titre principal) 49
5.2.2 Analyse du cours de bourse de BOURRELIER GROUP (à titre indicatif) 49
5.2.3 Actif net comptable consolidé de BOURRELIER GROUP (à titre indicatif) 50
5.3 Valorisation de BOURRELIER GROUP par la méthode de l'Actif Net Réévalué 51
5.3.1 Synthèse des méthodes retenues pour valoriser les différents actifs 51
5.3.2 Evaluation de l'activité au Benelux 51
5.3.3 Valorisation des actifs immobiliers sur la base des rapports de deux experts immobiliers 65
5.3.4 Valorisation des investissements récents (MAVIC et PPH) 68
5.3.5 Trésorerie nette 69
5.3.6 Frais de holding 70
5.3.7 Nombre de titres retenu 72
5.3.8 Synthèse de valorisation de BOURRELIER GROUP par la méthode de l'Actif Net Réévalué 73
5.4 Analyse du cours de bourse de BOURRELIER GROUP 74
5.4.1 Evolution du cours de bourse du titre BOURRELIER GROUP 74
5.4.2 Analyse de la liquidité du titre BOURRELIER GROUP 75
5.4.3 CMPV et prix d'offre 76
5.5 Actif net comptable consolidé (à titre indicatif) 77
6 Accords connexes 78
7 Analyse et appréciation aux observations reçues des actionnaires minoritaires 79
7.1 Note du 2 février 2021 de l'actionnaire minoritaire A 80
7.2 Note du 9 mars 2021 des actionnaires minoritaires A et C 80

7.3 Note du 15 mars 2021 de l'actionnaire minoritaire A 81
7.4 Note du 11 mars 2021 de l'actionnaire minoritaire B 81
8 Compléments de prix 82
8.1 Complément de prix relatif au litige Intergamma (« Complément de Prix n°1) 82
8.1.1 Rappel du litige 82
8.1.2 Modalités du Complément de prix n°1 83
8.1.3 Appréciation du Complément de prix n°1 83
8.2 Procédure indemnitaire en cours lancée par JG Capital Management – action ut singuli (« Complément de Prix n°2) 84
8.2.1 Rappel du litige 84
8.2.2 Modalités du Complément de prix n°2 85
8.2.3 Appréciation du Complément de prix n°2 85
9 Analyse des éléments d'appréciation du prix établis par la Banque Présentatrice 86
9.1 Méthodes et références d'évaluation 87
9.2 Mise en œuvre des différents critères 88
9.2.1 Données de référence 88
9.2.2 Evaluation de l'Actif Net Réévalué 88
9.2.3 Analyse du cours de bourse 92
10 Synthèse de nos travaux et appréciation sur le caractère équitable du prix d'Offre 93
10.1 Synthèse de nos travaux d'évaluation 93
10.2 Attestation sur le caractère équitable du prix de l'Offre 93
11 Annexe 95
11.1 Présentation de FINEXSI et Déroulement de la mission 95

Contexte de l'Offre

La société BOURRELIER GROUP (anciennement dénommée BRICORAMA S.A., et ci-après « la Société ») a été fondée en 1975. La société est cotée depuis 1996 et ses titres s'échangent depuis juillet 2011 sur le marché Euronext Growth (anciennement Alternext).

A la suite de la cession en 2018 de ses activités Bricorama à Intermarché, BOURRELIER GROUP n'exploite plus que 72 magasins de bricolage en Belgique et aux Pays-Bas sous les franchises GAMMA et KARWEI appartenant au groupe INTERGAMMA, et exerce une activité de foncière propriétaire de murs de 15 magasins loués à BRICORAMA notamment.

Son principal actif est la trésorerie nette[1] issue de la cession des activités Bricorama qui doit permettre à la Société de diversifier à terme ses activités avec des investissements dans de nouvelles participations.

La Société est contrôlée par un concert familial (ci-après le « Concert familial ») composé de :

- Monsieur Jean-Claude BOURRELIER, fondateur et directeur général de la Société ;
- ses trois enfants Annabelle, Jean-Michel et Yoann BOURRELIER ;
- la société civile M14 que Monsieur Jean-Claude BOURRELIER contrôle.

Le Concert familial détient 5 444 843 actions BOURRELIER GROUP, soit 87,31 % du capital de la Société.

L'Autorité des Marchés Financiers (AMF) a été saisie (i) le 24 mai 2019 par la société JG CAPITAL MANAGEMENT, détenant 421 203 actions BOURRELIER GROUP, soit 6,77 % du capital, et par la société IDI, détenant 63 250 actions BOURRELIER GROUP, soit 1,02 % du capital et (ii) le 6 juin 2019 par la société LAZARD FRERES GESTION, détenant 108 020 actions BOURRELIER GROUP soit 1,74 % du capital.

Ces actionnaires minoritaires ont fait valoir une absence de liquidité prévalant sur le marché de l'action BOURRELIER GROUP les empêchant de céder leurs participations dans des conditions normales de délai et de cours, dans un contexte où la société « *a vu son profil d'activité significativement modifié notamment par des cessions d'actifs intervenues en janvier 2018* » et ont demandé à l'AMF qu'elle requière auprès du groupe familial BOURRELIER le dépôt d'une offre publique de retrait visant les actions de la société BOURRELIER GROUP.

Dans une décision du 19 mars 2020, l'Autorité des Marchés Financiers a déclaré recevable[2] la demande présentée par LAZARD FRERES GESTION de mise en œuvre d'une offre publique de retrait, et a indiqué que « *le groupe familial Bourrelier devra procéder au dépôt d'un projet d'offre publique de retrait visant les actions Bourrelier Group libellé à des conditions telles qu'il puisse être déclaré conforme, dans un délai fixé à trois mois en application du dernier alinéa de l'article 236-1 du règlement général* ».

[1] Hors IFRS 16, la trésorerie disponible à fin décembre 2020 s'élève à 239 M€.
[2] En relevant notamment qu'à la date du 30 mai 2019, le Concert familial détenait 90,10 % des droits de vote de BOURRELIER GROUP.

A la demande de la Société, la cotation des actions BOURRELIER GROUP a été suspendue le 20 mars 2020.

Les sociétés M14 et BOURRELIER GROUP, ainsi que les actionnaires familiaux, ont formé un recours en annulation de cette décision, rejeté par la Cour d'appel de Paris dans un arrêt du 26 novembre 2020.

Dans ce contexte, le Conseil d'administration de BOURRELIER GROUP du 17 novembre 2020 a désigné FINEXSI en qualité d'Expert Indépendant chargé d'apprécier le caractère équitable des conditions financières de l'offre publique de retrait qui serait initiée par M14 sur les titres BOURRELIER GROUP (ci-après l'« Offre ») pour l'actionnaire de BOURRELIER GROUP sur le fondement de l'article 261-1 I 1° du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers (« AMF ») du fait que la Société est déjà contrôlée par l'Initiateur.

Cette désignation a été soumise au collège de l'AMF en date du 18 décembre 2020, dans la mesure où il n'y a qu'un seul administrateur indépendant au sein du Conseil d'Administration de la Société. L'AMF ne s'est pas opposée à cette désignation, qui est ainsi devenue définitive.

Le 2 mars 2021, l'Initiateur a publié un premier projet de Note d'information. Ce projet a été remplacé par un nouveau projet de Note d'information de l'Initiateur communiqué le 26 mai 2021.

Dans le cadre de notre mission, nous avons été sollicités par trois actionnaires minoritaires que nous avons entendus respectivement le 28 janvier pour les actionnaires minoritaires A et C, le 11 mars 2021 pour l'actionnaire minoritaire A, et le 8 mars 2021 pour l'actionnaire minoritaire B. A l'issue de ces entretiens, les actionnaires minoritaires ont formalisé leurs observations dans des notes qui nous été transmises et échangées avec l'Initiateur et ses conseils. Nous analysons leurs observations dans le corps de ce rapport[3].

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents publics et les informations qui nous ont été transmises par BOURRELIER GROUP, ainsi que par INVEST SECURITIES, en qualité de banque présentatrice de l'Offre (ci-après « INVEST » ou « la Banque Présentatrice »). Ces documents ont été considérés comme exacts et exhaustifs et n'ont pas fait l'objet de vérification particulière. Nous n'avons pas cherché à valider les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous avons seulement vérifié la vraisemblance et la cohérence. Cette mission n'a pas consisté à procéder à un audit des états financiers, des contrats, des litiges et de tout autre document qui nous ont été communiqués et que nous avons collectés pour les stricts besoins de notre mission.

Le présent rapport présente nos travaux et conclusions, selon le plan ci-avant annoncé.

[3] Eu égard au grand nombre d'observations formulées par les actionnaires minoritaires, il est apparu plus pertinent d'intégrer leur analyse dans le corps de nos développements, une synthèse de leurs observations étant présentée en Partie 7 avec un renvoi aux paragraphes les concernant

1 Présentation de l'opération

1.1 Sociétés concernées par l'opération

1.1.1 Présentation de la société initiatrice

M14 est une société civile au capital de 172 706 100 €, dont le siège social est situé 27, avenue de la Belle Gabrielle, à Nogent-sur-Marne (94130). Elle est immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Créteil sous le numéro 482 494 424.

M14 est la holding personnelle de Monsieur Jean-Claude BOURRELIER, dont il est Président-directeur général et qui détient la majeure partie de ses actions BOURRELIER GROUP.

1.1.2 Présentation de la société objet de l'Offre

BOURRELIER GROUP SA, anciennement BRICORAMA S.A., (ci-après « BOURRELIER GROUP » ou « la Société ») a été fondée en 1975 par Jean-Claude BOURRELIER. La Société est immatriculée depuis le 19 mars 1993 au Registre du Commerce et des Sociétés de Créteil sous le numéro 957 504 608, et son siège social est situé 5 rue Jean Monnet, à Nogent-sur-Marne (94130).

Ses actions sont admises aux négociations depuis 1996. Ses titres s'échangent depuis juillet 2011 sur le marché Euronext Growth (compartiment C d'Euronext Paris, anciennement Alternext) avec le code ISIN FR0000054421.

Le capital social de BOURRELIER GROUP est composé de 6 221 343 actions ordinaires d'une valeur nominale unitaire de 5 €, dont la détention est répartie comme suit :

Bourrelier Group - Actionnariat

Actionnariat	Capital		Droits de vote	
	Nombre d'actions	%	Nombre de droits de vote	%
M14	5 431 937	87,31%	6 121 937	83,40%
M. Jean-Claude Bourrelier	88	n/s	101	n/s
Autres membres du Concert Familial Bourrelier [1]	12 818	0,21%	24 836	0,34%
Sous-total Concert Familial	**5 444 843**	**87,52%**	**6 146 874**	**83,73%**
Autres membres du groupe familial Bourrelier [2]	15 822	0,25%	16 554	0,23%
Groupe familial Bourrelier	**5 460 665**	**87,77%**	**6 163 428**	**83,96%**
JG Capital Management	421 203	6,77%	822 502	11,20%
IDI	63 250	1,02%	63 250	0,86%
Lazard Frères Gestion	108 020	1,74%	108 021	1,47%
Autres actionnaires	153 278	2,46%	168 757	2,30%
Auto-détention	14 087	0,23%	-	-
Contrat de liquidité [3]	840	0,01%	-	-
Total	**6 221 343**	**100,00 %**	**7 340 885**	**100,00 %**

Source : Projet de note d'information transmis le 26 mai 2021

[1] Constitué de M. Jean-Claude Bourrelier et de ses enfants (Mme Annabelle Bourrelier et MM. Jean-Michel Bourrelier et Yoann Bourrelier) qui siègent au conseil d'administration de Bourrelier Group.

[2] Membres de la famille Bourrelier ne siégeant pas au conseil d'administration de Bourrelier Group.

[3] Actions figurant au bilan du contrat de liquidité conclu avec Oddo BHF.

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

Il n'existe pas, à la date du présent rapport, d'instrument dilutif en circulation susceptible de donner accès au capital de la Société.

La Société est la société mère d'un Groupe qui s'est développé en France et en Europe dans la grande distribution spécialisée du bricolage.

A la suite de la cession en 2018 de ses activités BRICORAMA et BATKOR au groupe LES MOUSQUETAIRES (cf. §4), BOURRELIER GROUP exploite désormais 72 magasins de bricolage en Belgique et aux Pays-Bas sous les franchises GAMMA et KARWEI appartenant au groupe INTERGAMMA, et exerce une activité de foncière de murs de 15 magasins en France, loués notamment à BRICORAMA.

1.2 Modalités de l'Offre

Les informations suivantes concernant les titres visés par l'Offre, le contexte et les motifs de l'opération sont issus du projet de note d'information établie par l'Initiateur transmis le 26 mai 2021, lequel constitue une mise à jour du projet de note d'information établie par l'Initiateur en date du 2 mars 2021 portant principalement sur les compléments de prix, le relèvement du Prix de l'Offre et l'actualisation des éléments d'appréciation du Prix de l'Offre sur la base des comptes audités au 31 décembre 2020. Il convient de se référer à cette dernière version.

1.2.1 Titres visés par l'Offre

« *En application des dispositions de l'article 231-6 du règlement général de l'AMF, l'Offre porte sur la totalité des actions Bourrelier Group émises par la Société et non détenues par l'Initiateur ainsi que par les personnes agissant de concert avec lui, à l'exclusion des actions auto-détenues par la Société, soit […] 761 573 actions représentant 1 179 084 droits de vote, c'est-à-dire environ 12,24% du capital et 16,06% des droits de vote de la Société .* »

« A la connaissance de l'Initiateur, il n'existe aucun autre titre de capital ni aucun autre instrument financier ou droit pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société. »

1.2.2 Termes de l'Offre

Prix de l'Offre

« L'Initiateur s'engage irrévocablement auprès des actionnaires de Bourrelier Group à acquérir toutes les actions de la Société qui lui seront présentées dans le cadre de l'Offre pendant une période de 10 jours de négociation, au Prix de l'Offre, fixé à 52,50 euros par action, payable exclusivement en numéraire, assorti de Compléments de Prix éventuels tels que définis ci-dessous au paragraphe 2.2 du présent Projet de Note d'Information. »

Compléments de prix

« Une description détaillée des conditions, modalités de calcul et du paiement de ces Compléments de Prix figure ci-dessous.

- *Conditions des Compléments de Prix*

L'Initiateur s'engage à verser, dans le cadre de l'Offre, de Compléments de Prix tels que définis ci-dessous :

  - *Procédure arbitrale en cours relative à l'exécution de contrats de franchise opposant la Société, en tant que demandeur, à Intergamma (références devant l'Ondernemingskamer NAI 4664 (Karwei Haarlem - Hollande) et NAI 4665 (Gamma Machelen - Belgique)) :*

Le 18 juillet 2018, la direction d'Intergamma et de CRH ont annoncé la reprise par Intergamma (franchiseur) de 156 magasins de bricolage en franchise détenus par le groupe Irlandais CRH (via la société Van Neerbos Group). Bourrelier Group considère qu'il existe des anomalies dans l'exécution de deux contrats de franchise conclus avec la société Intergamma. Dès juillet 2018, une procédure d'arbitrage a été lancée par Bourrelier Group, en qualité de demandeur, devant la Chambre des Entreprises du Tribunal d'Amsterdam (« Ondernemingskamer ») à l'encontre de son franchiseur, Intergamma, relative à l'exécution de deux contrats de franchise visant à faire reconnaitre un manquement contractuel de la part d'Intergamma concernant, notamment, le versement aux franchisés des remises et primes d'achat payées par les fournisseurs (l'« Arbitrage »). En cas notamment de sentence favorable à la Société dans le cadre de l'Arbitrage, une procédure arbitrale similaire pourrait être lancée par Bourrelier Group sur l'ensemble des autres magasins de bricolage de Bourrelier Group en franchise avec Intergamma (une « Procédure Arbitrale Similaire »).

Dans l'hypothèse du versement effectif de toute somme en faveur de la Société ou l'une de ses filiales dans le cadre (a) de l'Arbitrage en cours au plus tard le 31 décembre 2021 ou (b) d'une Procédure Arbitrale Similaire au plus tard le 31 mai 2026 et qui résulterait (i) de l'exécution d'une décision de la Chambre des Entreprises du Tribunal d'Amsterdam purgée de tout recours et devenue définitive condamnant Intergamma ou (ii) d'un protocole transactionnel ayant force de chose jugée qui mettrait fin à l'Arbitrage ou à une Procédure Arbitrale Similaire (ensemble le « Versement Effectif n°1 »), un complément de prix serait dû (le « Complément de Prix n°1 »). En l'absence d'un Versement Effectif n°1 au plus tard le 31 décembre 2021 dans le cadre de l'Arbitrage ou au plus tard le 31 mai 2026 dans le cadre d'une Procédure Arbitrale Similaire, le Complément de Prix n°1 ne serait pas dû.

  - *Procédure indemnitaire en cours lancée par JG Capital Management (RG 20/08117) :*

Bourrelier Group, M. Jean-Claude Bourrelier ainsi que certains membres de sa famille , la SAS Promo Brico et la Maison du 13ème (ensemble les « Défendeurs ») sont visés depuis 2008 par une action judiciaire lancée par JG Capital Management . Ce litige concernait initialement la cession de Nouvergies, filiale de Bricorama (renommé depuis Bourrelier Group), intervenue fin décembre 2006 au profit d'une société appartenant à M. Jean-Claude Bourrelier. JG Capital Management a contesté ultérieurement les conditions de la cession par Bricorama de plusieurs actifs immobiliers situés à St Malo, Beaune et Gand (Belgique) et demandé la production en justice de divers documents. JG Capital Management a finalement invoqué, dans le cadre d'une action ut singuli, l'indemnisation de la perte de chance qui aurait prétendument résulté de la politique immobilière choisie par la Société depuis 1993.

Le tribunal de commerce de Créteil a rendu, le 19 mai 2020, son jugement sur l'ensemble des procédures judiciaires engagées à partir de mai 2008 par JG Capital Management

Comme indiqué par la Société dans un communiqué du 29 mai 2020, le jugement a débouté entièrement JG Capital Management, actionnaire minoritaire de Bourrelier Group, de ses diverses demandes indemnitaires. En résumé, le tribunal de commerce de Créteil a jugé que les actions judiciaires de JG Capital Management étaient soit frappées de prescription, soit mal fondées. JG Capital Management a, par conséquent, été condamnée à payer aux défendeurs les frais irrépétibles (article 700 du code de procédure civile) pour un montant total fixé à 48 000 euros, ainsi qu'aux entiers dépens.

JG Capital Management a interjeté appel de ce jugement le 26 juin 2020 et cette instance est toujours en cours devant la Cour d'Appel de Paris (la « Procédure Indemnitaire ») et fait actuellement l'objet d'une tentative de médiation.

Dans l'hypothèse du versement effectif de toute somme au plus tard le 31 mai 2026 en faveur de la Société ou l'une de ses filiales, dans le cadre de la Procédure Indemnitaire en cours qui résulterait de l'exécution (i) d'une décision judiciaire devenue définitive et purgée de tout recours condamnant les Défendeurs ou (ii) d'un protocole transactionnel ayant force de chose jugée qui mettrait fin à la Procédure Indemnitaire (ensemble le « Versement Effectif n°2 »), un second complément de prix (le « Complément de Prix n°2 ») serait dû. En l'absence d'un Versement Effectif n°2 au plus tard le 31 mai 2026, le Complément de Prix n°2 ne serait pas dû.

Le Complément de Prix n°1 et le Complément de Prix n°2 sont désignés ensemble les « Compléments de Prix » et séparément un « Complément de Prix ».

Les actionnaires de la Société qui transféreraient leurs actions de la Société autrement que dans le cadre d'un apport à l'Offre, notamment par cession d'actions Bourrelier Group sur le marché ou hors marché, ne bénéficieraient d'aucun Complément de Prix.

Le Montant Net de chaque Complément de Prix (tel que ce terme est défini ci-dessous) sera placé sous séquestre entre la date de réception des fonds par la Société et le transfert sur le compte de CACEIS Corporate Trust désignée en qualité d'agent centralisateur (« l'Agent Centralisateur ») pour procéder au paiement de chaque Complément de Prix selon les modalités mentionnées au paragraphe 2.2.3 du présent projet de note d'information.

- *Détermination du montant de chaque Complément de Prix*

Le montant de chaque Complément de Prix sera égal :

au Versement Effectif n°1 après déduction de (i) toute somme effectivement déboursée ou due par la Société ou l'une de ses filiales dans le cadre de l'Arbitrage en ce compris (a) les frais de défense (honoraires d'avocats, frais d'huissiers et coûts d'expertise) de la Société ou l'une de ses filiales, (b) tout frais de la Chambre des Entreprises du Tribunal d'Amsterdam et (ii) du montant de l'impôt sur les sociétés payé ou dû par la Société ou l'une de ses filiales au titre de ces sommes (le « Montant Net n°1 ») ;

au Versement Effectif n°2 après déduction de (i) toute somme effectivement déboursée ou due par la Société ou l'une de ses filiales dans le cadre de la Procédure Indemnitaire en ce compris (a) les frais de défense (honoraires d'avocats, frais d'huissiers et coûts d'expertise) de la Société ou l'une de ses filiales, (b) les éventuels frais irrépétibles versés par la Société au titre de l'article 700 du code de procédure civile et (c) les dépens qui seraient éventuellement mis à sa charge et (ii) du montant de l'impôt sur les sociétés payé ou dû par la Société ou l'une de ses filiales au titre de ces sommes (le « Montant Net n°2 ») ;

étant précisé que le Montant Net n°1 et le Montant Net n°2 seront divisés par le nombre total d'actions composant le capital de la Société sur une base entièrement diluée à la date de l'ouverture de l'Offre et après ajustement, le cas échéant, des divisions ou des regroupements d'actions de la Société.

Il est précisé que pour les Compléments de Prix, les frais de défense sont ceux payés par les défendeurs à l'exception de ceux (a) supportés par Bourrelier Group et (b) déjà enregistrés dans les comptes annuels de Bourrelier Group clos au 31 décembre 2020 et au titre des exercices antérieurs. Par ailleurs, aucune compensation n'est prévue avec des sommes qui seraient dues par Intergamma à Bourrelier Group avec le montant dû dans le cadre du Complément de Prix n°1.

Le montant de chaque Complément de Prix sera par conséquent déterminé selon la formule suivante :

Complément de Prix= Mnet/n

où

« Mnet » désigne un Montant Net n°1 ou le Montant Net n°2 selon le cas

« n » désigne nombre total d'actions composant le capital de Bourrelier Group sur une base entièrement diluée à la date de l'ouverture de l'Offre et après ajustement, le cas échéant, des divisions ou des regroupements d'actions de la Société.

- *Paiement du Complément de Prix*

Le paiement du Complément de Prix interviendra, pour les actionnaires ayant apporté leurs actions Bourrelier Group dans le cadre de l'Offre, à la suite de la réception des fonds par la Société résultant de l'Instance. Seuls les actionnaires de la Société qui auront apporté leurs actions à l'Offre auront droit à chaque éventuel Complément de Prix (le « Droit à Complément de Prix »). En revanche, les actionnaires n'ayant pas apporté leurs actions à l'Offre n'auront droit à aucun Complément de Prix. Chaque Droit à Complément de Prix permettra d'obtenir le paiement des Compléments de Prix calculés selon la formule figurant au paragraphe 2.2.2 du présent projet de note d'information. Le Droit à Complément de Prix, qui ne sera pas cessible et non admis aux négociations, transférable dans des cas limités (succession ou donation), sera matérialisé par un titre financier (le « Titre Financier ») qui sera admis aux opérations d'Euroclear France.

Au vu des résultats de l'Offre, l'Agent Centralisateur créera autant de Titres Financiers que d'actions de la Société apportées à l'Offre, les fera admettre aux opérations d'Euroclear France et les livrera aux intermédiaires financiers ayant apporté des actions Bourrelier Group à l'Offre pour le compte de leurs clients. Les intermédiaires financiers inscriront les Titres Financiers sur les comptes-titres de leurs clients en même temps qu'ils leur règleront le Prix de l'Offre pour chaque action Bourrelier Group apportée à l'OPR.

Dans les 30 jours ouvrés à compter de la date de réception par la Société des fonds résultant de l'Instance, l'Initiateur en informera par voie d'un avis financier les bénéficiaires de Titres Financiers (c'est-à-dire (i) les actionnaires de la Société qui auront apporté leurs actions de la Société à l'Offre ou (ii) leur ayants-droit).

L'Agent Centralisateur, agissant pour le compte de l'Initiateur, versera, à la date de paiement mentionnée dans l'avis financier, le montant du Complément de Prix aux intermédiaires teneurs de compte des bénéficiaires de Titres Financiers, conformément aux modalités qui seront décrites

dans une note circulaire adressée par l'Agent Centralisateur aux intermédiaires financiers via Euroclear France.

L'Agent Centralisateur conservera les fonds non affectés et les tiendra à la disposition des bénéficiaires de Titres Financiers et à celle de leurs ayants droit pendant une période de dix ans suivant la date de paiement mentionnée dans l'avis financier, puis les versera à la Caisse des Dépôts et Consignations qui les conservera pendant un délai de vingt ans. Ces fonds ne porteront pas intérêt.

1.2.3 Contexte et motifs de l'Offre

« Par des lettres datées des 24 mai et 6 juin 2019, JG Capital Management (agissant au nom et pour le compte du FCP JG Partners) et l'IDI d'une part et Lazard Frères Gestion (agissant au nom et pour le compte du FCP Lazard Small Cap) d'autre part, ont adressé à l'AMF des demandes tendant à la mise en œuvre d'une offre publique de retrait (« OPR ») concernant les actions Bourrelier Group sur le fondement de l'article 236-1 du règlement général de l'AMF. Ces demandes d'OPR sont intervenues à l'occasion de la publication de la loi n°2019-486 du 22 mai 2019 dite « Pacte », qui a abaissé à 90% du capital ou des droits de vote le seuil d'OPR.

Fin 2019, le Concert Familial Bourrelier a ouvert des discussions avec JG Capital Management, l'IDI et Lazard Frères Gestion qui n'ont pas permis de parvenir à un accord.

Le 17 mars 2020, le Collège de l'AMF a décidé de déclarer recevable la demande d'OPR présentée par Lazard Frères Gestion après avoir constaté qu'au 30 mai 2019 le « groupe familial Bourrelier » détenait 5 430 723 actions Bourrelier Group représentant 10 845 596 droits de vote, soit 87,29% du capital et 90,10% des droits de vote à cette date. Au regard notamment de la liquidité du titre, qui ne permettrait plus, selon l'AMF, à Lazard Frères Gestion de céder ses actions dans des conditions normales de délai et de cours, le Collège a décidé d'imposer au « groupe familial Bourrelier » le dépôt, dans un délai de trois mois, d'un projet d'OPR libellé à des conditions telles qu'il puisse être déclaré conforme. Cette décision a été publiée dans un avis mis en ligne le 19 mars 2020 sur le site de l'AMF sous le numéro 220C1034.

Le 27 mars 2020, M14, M. Jean-Claude Bourrelier et ses enfants (Mme Annabelle Bourrelier et MM. Jean-Michel Bourrelier et Yoann Bourrelier) ainsi que la société Bourrelier Group, ont déposé devant la Cour d'Appel de Paris un recours à l'encontre de cette décision de l'AMF tendant à son annulation. A la même date, les auteurs du recours ont également sollicité du Premier Président de la Cour d'Appel de Paris, qu'il soit sursis à l'exécution de la décision de l'AMF jusqu'au prononcé de l'arrêt à intervenir sur le recours déposé à l'encontre de cette décision.

Faisant application de l'ordonnance n°2020-306 du 25 mars 2020 relative à la prorogation des délais échus pendant la période d'urgence sanitaire et à l'adaptation des procédures pendant cette même période publiée au Journal Officiel du 26 mars 2020, telle qu'amendée, il n'a pas été statué sur cette demande de sursis à exécution, le délai de trois mois imparti par l'AMF pour déposer une OPR étant de droit suspendu.

L'AMF s'est par ailleurs engagée à faire courir ce délai à compter du prononcé de l'arrêt au fond en cas de rejet du recours. Dans ces circonstances, les auteurs du recours se sont désistés de leur requête aux fins de sursis à exécution, ce qui a été acté par le conseiller du Premier Président de la Cour d'Appel de Paris, le 8 juillet 2020.

Dans un arrêt du 26 novembre 2020, la Cour d'Appel de Paris a rejeté le recours en annulation à l'encontre de la décision de l'AMF du 17 mars 2020. Dans ces circonstances, M14 a mandaté Invest Securities en vue de préparer le dépôt auprès de l'AMF d'un projet d'OPR visant les titres de la Société, conformément aux articles 236-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

Le 22 décembre 2020, Bourrelier Group a annoncé que son conseil d'administration avait désigné le cabinet Finexsi, représenté par MM. Olivier Peronnet et Lucas Robin, en qualité d'expert indépendant dans le cadre de la demande d'OPR visant les actions Bourrelier Group. Cette désignation a été décidée le 17 novembre 2020 par le conseil d'administration et l'AMF a indiqué le 18 décembre 2020 ne pas s'opposer à cette désignation. Il est précisé que l'expert indépendant a été mandaté par le conseil d'administration de Bourrelier Group afin de remettre un rapport dans le cadre des dispositions de l'article 261-1 I 1° du règlement général de l'AMF (Bourrelier Group étant contrôlée). Le rapport de l'expert indépendant est présenté dans son intégralité dans le projet de note en réponse de la société Bourrelier Group.

Le 2 mars 2021, Invest Securities, en tant qu'établissement présentateur de l'Offre, a déposé pour le compte de l'Initiateur un projet d'Offre libellé initialement au prix de 49,30 euros ainsi qu'un projet de note d'information (le « Projet de Note d'Information Initial ») auprès de l'AMF. Le 31 mai 2021, Invest Securities a déposé, auprès de l'AMF, pour le compte de l'Initiateur, un projet d'Offre libellé désormais à un prix relevé à 52,50 euros ainsi que le présent Projet de Note d'Information incluant également des modifications concernant principalement les termes et conditions des Compléments de Prix (tels que définis au paragraphe 2.2 du Projet de Note d'Information) dans un sens favorable aux actionnaires minoritaires.

Les éléments d'appréciation du Prix de l'Offre figurant au paragraphe 3 du présent Projet de Note d'Information ont été actualisés sur la base des comptes audités au 31 décembre 2020. »

1.2.4 Intentions de l'Initiateur pour les douze prochains mois

Synergies attendues - gains économiques

« L'Initiateur n'anticipe aucune synergie de coût, ni gains économiques, liés à l'Offre. »

Stratégie et politique industrielle, commerciale et financière

« Le projet d'Offre intervient dans le cadre de la décision de l'AMF sur une demande de retrait d'un actionnaire minoritaire, Lazard Frères Gestion, agissant pour le compte du FCP Lazard Small Cap. Dans ce contexte et dans la mesure où M14 a l'intention de poursuivre la stratégie actuelle de la Société, la réalisation de l'Offre ne devrait pas avoir de conséquence particulière sur les plans actuels de la Société en matière industrielle, commerciale et financière. Après la cession des activités de bricolage en France et en Espagne, Bourrelier Group a annoncé se réorienter en se diversifiant. En juillet 2020, le Tribunal de commerce de Grenoble a retenu l'offre de Bourrelier Group sur Mavic, un des leaders en Europe sur le segment des roues de vélo en aluminium et carbone. Avec la reprise de Mavic, Bourrelier Group s'est engagé sur le long terme à redéployer une entreprise industrielle française de renommée internationale.

M14 entend poursuivre la stratégie sélective de diversification menée par Bourrelier Group, qui étudie régulièrement des opportunités d'investissement dans divers secteurs. Bourrelier Group a réalisé un investissement dans la société PPH (Pierre Properties Hotels) à hauteur de 51,5% du capital de cette société.

Par ailleurs, réagissant à un article des Echos faisant état d'informations selon lesquelles Bourrelier Group se proposerait de prendre une participation au capital des Chantiers de l'Atlantique, Bourrelier Group a confirmé le 28 janvier 2021 l'existence d'une démarche en vue d'élaborer une proposition amicale tant envers l'Etat et Naval Group qu'envers les acteurs locaux (collectivités locales et entreprises impliquées auprès des Chantiers de l'Atlantique), dans une logique de partenariat. Le projet de reprise de Bourrelier Group n'a finalement pas été retenu par l'Etat. »

Orientations en matière d'emploi

« *Le projet d'Offre n'aura aucune conséquence sur l'emploi au sein de la Société. Il s'inscrit en effet dans une logique de poursuite de l'activité et du développement de Bourrelier Group et ne devrait pas avoir d'incidence particulière sur la politique poursuivie par la Société en matière d'effectifs et plus généralement de politique sociale.*

Bourrelier Group qui ne dispose d'aucun comite social et économique, informera directement ses salariés du lancement de l'Offre conformément à l'article L. 2312-50 du code du travail. Par ailleurs, conformément à ces mêmes dispositions, un exemplaire de la note d'information visée par l'AMF sera transmis à Bourrelier Group, au plus tard le troisième jour suivant la publication de la note d'information visée par l'AMF. Bourrelier Group la communiquera sans délai à ses salariés. »

Intérêts de l'Offre pour la Société et ses actionnaires

« *Répondant à l'étroitesse du marché du titre, le projet d'Offre donne la possibilité aux actionnaires minoritaires de Bourrelier Group de bénéficier d'une liquidité immédiate sur leurs actions au Prix de l'Offre fixé à 52,50 euros, augmenté des éventuels Compléments de Prix (tels que définis au paragraphe 2.2 du Projet de Note d'Information). Le Prix de l'Offre (hors Compléments de Prix prévus au paragraphe 2.2 du Projet de Note d'Information), de 52,50 euros, fait ressortir une prime de :*

- *34,62% par rapport au cours de clôture de l'action Bourrelier Group, de 39 euros, le 19 mars 2020, correspondant au dernier jour de négociation précédant l'annonce du projet d'Offre, le cours de l'action ayant été suspendu le 20 mars 2020 avant bourse ;*
- *16,29% par rapport à la moyenne des cours pondérés par les volumes des trois mois précédant le 20 mars 2020, qui s'établit à 45,1 euros et ;*
- *20,58% par rapport à la moyenne des cours pondérés par les volumes des six mois précédant le 20 mars 2020, qui s'établit à 43,5 euros ;*
- *20,14% par rapport à la moyenne des cours pondérés par les volumes des douze mois précédant le 20 mars 2020, qui s'établit à 43,7 euros.*

Les éléments d'appréciation du prix de l'Offre sont présentés au paragraphe 3 du présent Projet de Note d'Information.

Les actionnaires de Bourrelier Group qui n'apporteront pas leurs actions à l'Offre auront la possibilité de bénéficier du déploiement de la Société sur de nouveaux métiers. Comme indiqué au paragraphe 1.1.3.2. ci-dessus, après la cession des activités de bricolage en France et en Espagne, Bourrelier Group s'est lancé dans une diversification de ses activités qui a conduit la Société à reprendre la société Mavic, un des leaders en Europe sur le segment des roues de vélo en aluminium et carbone. En outre, Bourrelier Group a réalisé un investissement dans la société PPH (Pierre Properties Hotels) à hauteur de 51,5% du capital de cette société. Bourrelier Group étudie et continuera d'étudier régulièrement diverses opportunités d'investissement dans des secteurs variés. »

Fusion et réorganisation juridique

« *A la date du présent Projet de Note d'Information, il n'est envisagé aucune fusion de la Société, ni aucune restructuration juridique sortant du cadre normal des affaires.* »

Politique de distribution de dividendes

« *La politique de distribution de la Société est déterminée en fonction de sa capacité distributive et de ses besoins de financement.*

M14 prévoit de conserver une politique de distribution de dividendes de la Société conforme à celle antérieurement pratiquée. Il est rappelé que la Société a distribué un dividende de 0,50 euro en 2019 au titre de l'exercice clos le 31 décembre 2018. Bourrelier Group n'a distribué aucun dividende en 2020 au titre de l'exercice clos le 31 décembre 2019. Il est précisé qu'aucun dividende n'est prévu par Bourrelier Group au titre de l'exercice clos le 31 décembre 2020. »

Composition des organes sociaux et de direction de Bourrelier Group

« *Le conseil d'administration de Bourrelier Group comprend actuellement cinq administrateurs, dont un indépendant. Il est composé comme suit :*

- *M. Jean-Claude Bourrelier, Président-directeur général de la Société ;*
- *M. Jean Criton, administrateur indépendant ;*
- *Mme Annabelle Bourrelier, administratrice ;*
- *M. Jean-Michel Bourrelier, administrateur ;*
- *M. Yohann Bourrelier, administrateur.*

Aucun changement dans la composition du conseil d'administration n'est envisagé à la date présent Projet de Note d'Information.

L'Initiateur entend continuer à s'appuyer sur les compétences des équipes de direction de la Société. Il n'est prévu aucun changement dans sa direction générale, qui continuera d'être exercée par M. Jean-Claude Bourrelier en sa qualité de Président-directeur général. »

1.2.5 Retrait Obligatoire et radiation

« L'Initiateur n'envisage pas de mettre en œuvre un retrait obligatoire à l'issue de la présente Offre dans les conditions prévues aux articles 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF ni dans un délai de douze mois après l'Offre. »

« L'Initiateur n'envisage pas de demander à Euronext Paris la radiation des actions Bourrelier Group du système de négociation organisé Euronext Growth dans les 12 mois à l'issue de l'Offre. »

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

« *A la date du présent Projet de Note d'Information, M14 n'est partie à aucun accord susceptible d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou sur son issue et n'a connaissance d'aucun accord de ce type.* »

2 Déclaration d'indépendance

Le cabinet FINEXSI, ainsi que ses associés :

i. 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 ;
ii. 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 ;
iii. 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.

3 Diligences effectuées

Le détail de nos diligences figure en Annexe.

Nos diligences ont principalement consisté en :

- la prise de connaissance détaillée de l'opération envisagée, de ses modalités et du contexte spécifique dans lequel elle se situe ;
- l'examen de la performance financière historique de BOURRELIER GROUP ;
- l'analyse des risques et opportunités identifiés pour BOURRELIER GROUP et en particulier ses activités opérationnelles, susceptibles d'affecter sa valorisation, dont la synthèse est présentée sous la forme de matrice SWOT ;
- l'analyse des comptes et du plan d'affaires de BOURRELIER GROUP pour son activité au Benelux, l'identification des hypothèses clés considérées et l'appréciation de leur pertinence ;
- l'examen des expertises immobilières relatives au patrimoine foncier de BOURRELIER GROUP en France, étant précisé que nous avons mandaté notre propre expert immobilier pour nous assister dans la revue critique des expertises immobilières établies à la demande de la Société ;
- la détermination et la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritères de BOURRELIER GROUP et la mise en œuvre de test de sensibilité sur les hypothèses structurantes de valorisation ;
- sur ces bases, l'examen du positionnement du prix de l'Offre par rapport aux résultats des différents critères d'évaluation ;
- l'analyse critique du rapport d'évaluation préparé par la Banque Présentatrice de l'Offre ;
- les échanges et réunions avec l'Initiateur et ses conseils ;
- les échanges avec des actionnaires minoritaires qui nous ont sollicités et que nous avons rencontrés, et l'analyse de leurs observations ;
- l'obtention d'une lettre d'affirmation sur certains points particuliers, tant de la part de l'Initiateur que de la société cible ;
- l'établissement d'un rapport présenté sous forme d'une attestation d'équité exposant les travaux d'évaluation des actions BOURRELIER GROUP et notre opinion quant au caractère équitable du prix offert.

Dans le cadre de notre mission, nous avons pris connaissance d'un ensemble d'informations comptables et financières (états financiers, communiqués, etc.) publiées par la Société au titre des derniers exercices clos.

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 la direction de la Société, les conseils de la Société et de l'Initiateur, tant pour appréhender le contexte de l'Offre que pour comprendre la situation financière actuelle, les perspectives d'activité et les prévisions financières qui en découlent. Ces échanges ont principalement porté sur :

- le contexte et les modalités de l'opération ;
- l'activité de BOURRELIER GROUP, son évolution et ses perspectives de développement à moyen et long terme ;
- les différents litiges dans lesquels la Société est engagée ; et
- les méthodes d'évaluation mises en œuvre par la Banque Présentatrice.

Nous avons procédé à l'appréciation des hypothèses économiques sur lesquelles se basent les données prévisionnelles sous-tendant le plan d'affaires de l'activité au Benelux de BOURRELIER GROUP afin de mettre en œuvre une approche fondée sur l'actualisation de ces flux.

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

Nous avons procédé à l'examen des Compléments de prix stipulés dans la note d'information.

Nous avons également pris connaissance des travaux d'INVEST SECURITIES tels que présentés dans le rapport d'appréciation du prix d'Offre, et résumés dans le projet de note d'information. Nous avons dans ce cadre discuté avec les représentants d'INVEST SECURITIES à plusieurs reprises.

Comme indiqué, nous avons échangé avec certains actionnaires minoritaires qui nous ont sollicités et que nous avons entendus le 28 janvier 2021 pour l'actionnaire minoritaire A et l'actionnaire minoritaire C, puis le 11 mars 2021 de nouveau l'actionnaire A, et le 8 mars 2021 l'actionnaire minoritaire B. A l'issue de ces entretiens, les actionnaires minoritaires ont formalisé leurs commentaires et observations dans des notes qui nous été transmises et échangées avec l'Initiateur et ses conseils[4]. Ces observations portent notamment sur les éléments figurant dans le projet de note d'information déposé par M14 auprès de l'AMF le 2 mars 2021, en particulier pour ce qui concerne les éléments d'appréciation du prix d'Offre, issus du rapport d'évaluation de la Banque Présentatrice. Nous avons intégré ces remarques dans nos analyses et pour une meilleure lisibilité, leur apportons nos appréciations dans le corps du rapport, soit dans le cadre de notre propre évaluation, soit dans le cadre de la revue critique des travaux de la Banque Présentatrice, en précisant la remarque considérée. De plus, nous présentons en partie 7 un tableau synthétisant ces remarques et indiquant où elles sont traitées dans le présent rapport.

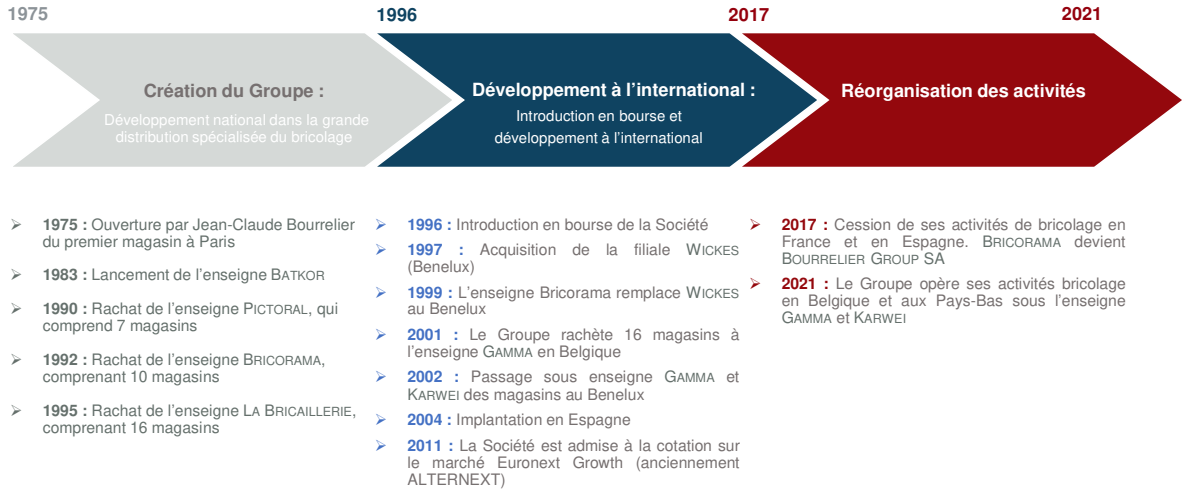
Une revue qualité a été effectuée par Monsieur Olivier COURAU, Associé du cabinet, qui n'est pas intervenu sur le dossier.

[4] Notes du 2 février 2021 « Valorisation de l'action Bourrelier group », et du 15 mars 2021 « Remarques additionnelles sur le projet de note d'information de M14 déposé le 2 mars 2021 », concernant l'actionnaire minoritaire A et Note du 9 mars 2021 « Observations concernant le projet de note d'information déposé par M14 auprès de l'AMF le 2 mars 2021 » concernant les actionnaires minoritaires A et C.
Note du 11 mars 2021 « Observations [de l'actionnaire minoritaire B] sur le projet d'offre publique de retrait visant les titres de Bourrelier Group », concernant l'actionnaire minoritaire B.

4 Présentation des activités et de l'environnement économique de BOURRELIER GROUP

4.1 Présentation de la société BOURRELIER GROUP

4.1.1 Rappel de l'historique



Source : Société

Le Groupe, créé en 1975 avec l'ouverture par Jean-Claude BOURRELIER d'un premier magasin dans le XIIIe arrondissement de Paris, opérait à l'origine dans la grande distribution spécialisée du bricolage.

Les premières années du Groupe sont marquées par l'acquisition de plusieurs magasins exploités sous l'enseigne M. BRICOLAGE, lancée en 1980, et par la création de l'enseigne BATKOR au début des années 1980.

Dans les années 1990, le Groupe continue son développement, notamment sur le territoire français, au travers d'opérations de croissance externe.

Après l'introduction de ses titres en Bourse en 1996, la Société poursuit son expansion à l'international.

BRICORAMA s'implante ainsi au Benelux avec l'acquisition de la filiale WICKES en 1997, puis réalise en 2001 le rachat de 16 magasins à l'enseigne GAMMA en Belgique. Le Groupe déploie ensuite son activité en Espagne, avec une implantation à Valladolid en 2004.

En juillet 2011, la société fait son entrée sur le marché Euronext Growth (anciennement Alternext).

4.1.2 La cession de l'activité BRICORAMA

Annoncée en juillet 2017, la cession par le Groupe des activités BRICORAMA en France, en Espagne et du bureau de sourcing Asie au groupement des MOUSQUETAIRES via sa filiale ITM EQUIPEMENT DE LA MAISON, a été finalisée en janvier 2018.

Ce sont ainsi les fonds de 170 points de vente BRICORAMA qui sont cédés pour une valeur d'entreprise de 385 M€. La Société a néanmoins gardé les actifs immobiliers qu'elle détenait en France, à savoir 15 magasins, qui sont pour la plupart toujours loués à des enseignes BRICORAMA.

A la suite de ces cessions, le groupe BRICORAMA prend le nom de BOURRELIER GROUP.

La cession de ces points de vente qui constituaient le cœur de l'activité de la Société a profondément transformé le périmètre du Groupe, dont l'activité opérationnelle principale est désormais celle d'un franchisé dans la distribution de bricolage en Belgique et aux Pays-Bas. La Société a également une activité de gestion de son patrimoine immobilier et de la trésorerie dégagée à l'occasion de la cession.

Nous comprenons que cette trésorerie n'a pas vocation à être conservée en l'état ou reversée aux actionnaires, mais devrait être investie dans de nouvelles participations, tel que cela est présenté sur le site internet de la Société :

« Suite à la cession de ses activités de bricolage en France et en Espagne, le groupe cherche à investir dans des activités tournées vers l'avenir et l'innovation ».

« Le groupe familial est imprégné d'une forte culture entrepreneuriale. Nous sommes sensibles à des projets d'entreprise, qu'ils soient commerciaux et industriels. »

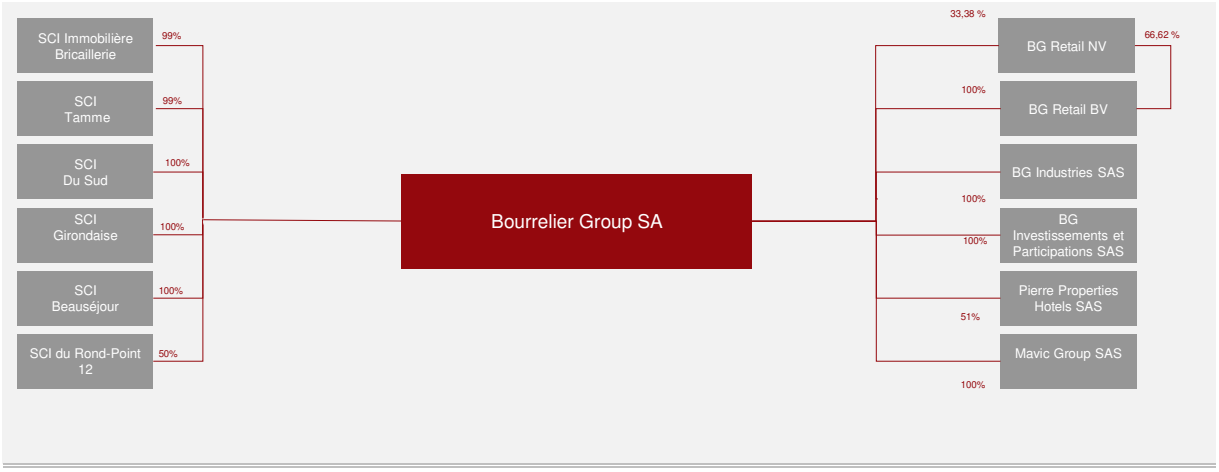
C'est dans le cadre de cette nouvelle stratégie que sont intervenues, au cours de l'exercice 2020, deux acquisitions :

- une prise de participation majoritaire dans PIERRE PROPERTIES HOTELS (PPH) dont l'activité est la gestion de domaines hôteliers, para-hôteliers et l'hébergement touristique au sens large ;
- la reprise de MAVIC, un des leaders en Europe sur le segment des roues de vélo en aluminium et carbone, à la barre du Tribunal de Commerce de Grenoble.

4.1.3 Structure juridique

L'organigramme juridique simplifié du Groupe est présenté ci-dessous :

Figure 1
Organigramme du groupe de BOURRELIER GROUP au 31 décembre 2020



Source : Société

Les principales filiales du Groupe peuvent être réparties en 4 grandes classes d'actifs à savoir :

- les deux filiales opérationnelles belges et néerlandaises, dont l'activité consiste en l'exploitation de magasins de bricolage sous franchise dans les pays correspondants (BG Retail NV et BG Retail BV) ;
- les différentes SCI qui portent les actifs immobiliers de rapport en France ;
- les filiales qui gèrent la trésorerie issue de la cession de BRICORAMA en France ;
- des filiales récentes, dont l'acquisition a été réalisée dans le cadre de la diversification des actifs de la Société (PPH et Mavic).

4.2 Présentation des activités de BOURRELIER

4.2.1 Les activités bricolage en Belgique et aux Pays-Bas (Benelux)

Les revenus générés par BOURRELIER GROUP depuis la cession de ses activités de bricolage en France proviennent essentiellement de son activité de franchisé au Benelux (Belgique et Pays-Bas) : en 2020, le chiffre d'affaires du Benelux représente 93 % du chiffre d'affaires du Groupe.

Ce chiffre d'affaires provient de l'activité Retail au Benelux, où le Groupe possède 72 magasins au travers de deux enseignes, GAMMA (enseigne plus orientée sur les bricoleurs) et KARWEI (enseigne plus orientée sur la décoration), et pour lesquelles le Groupe opère en tant que franchisé du groupe INTERGAMMA, leader du marché au Benelux avec près de 400 magasins GAMMA et 137 magasins KARWEI.

Figure 2 - Présence géographique du Groupe

Source : Société

Les contrats conclus avec cette organisation de franchise néerlandaise sont du type « *hard-franchising* ». Ainsi, les franchisés ne peuvent pas adopter certains aspects de la formule et en refuser d'autres. Les services que fournit INTERGAMMA de manière contractuelle sont indivisibles. De ce fait, les franchisés sont dans l'obligation de respecter l'ensemble des directives définies par INTERGAMMA en matière d'exploitation du magasin. Cela permet d'instaurer une formule clairement identifiable et de faire du principe de la franchise un atout commercial, mais cela restreint en revanche l'autonomie de gestion, qui est une caractéristique de cette franchise.

4.2.1.1 Les enseignes GAMMA

BOURRELIER GROUP SA et ses filiales exploitaient, au 31 décembre 2020, un réseau de 48 magasins de grandes surfaces de bricolage sous l'enseigne GAMMA, dont 40 en Belgique et 8 aux Pays-Bas. Avec 160 000 clients hebdomadaires dans ses 86 magasins, GAMMA se situe sur le top 3 des magasins de bricolage en Belgique, et bénéficie ainsi d'une certaine notoriété. BOURRELIER GROUP exploite ces magasins en tant que franchisé, la marque GAMMA appartenant au franchiseur INTERGAMMA.

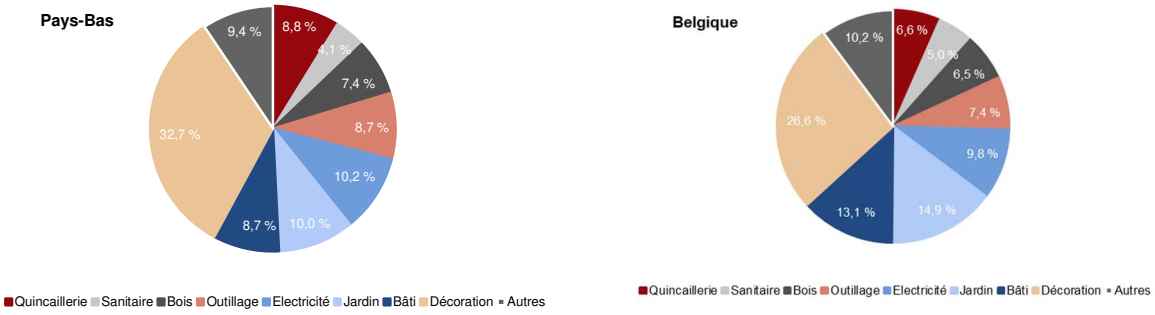
Figure 3 - Illustrations de l'enseigne GAMMA

Source : Société, sites internet

Les enseignes GAMMA sont des magasins de bricolage grand public qui proposent des produits et services permettant de réaliser tous les travaux à l'intérieur et à l'extérieur de la maison (construction et rénovation). Dans le cadre de la franchise, INTERGAMMA et ses franchisés ont chacun leurs propres responsabilités : les prérogatives d'INTERGAMMA portent sur les aspects généraux de stratégie et de développement, lorsque le franchisé est responsable de la gestion de son point de vente, dans le respect du cadre imposé par la franchise.

Les graphiques ci-après font état de la répartition du chiffre d'affaires des enseignes GAMMA exploitées par BOURRELIER GROUP par activité et par pays pour l'exercice 2020.

Figure 4 – Répartition du Chiffre d'affaires des enseignes GAMMA par activité et par pays



Source : Rapport Financier Annuel 2020

4.2.1.2 Les enseignes KARWEI

BOURRELIER GROUP S.A. et ses filiales exploitaient, au 31 décembre 2020, un réseau de 24 magasins de grandes surfaces de bricolage sous l'enseigne KARWEI aux Pays-Bas. Le Groupe exploite ces enseignes en tant que franchisé, la marque KARWEI appartenant au franchiseur INTERGAMMA.

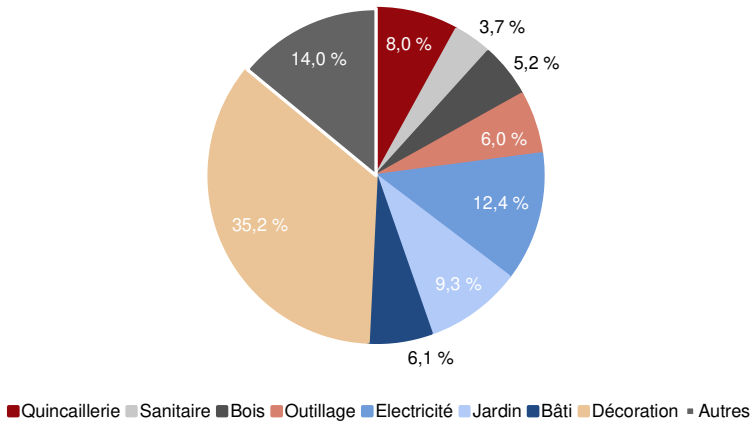
Figure 5 - Illustrations de l'enseigne GAMMA

Source : Société, sites internet

Les enseignes KARWEI sont des magasins de bricolage grand public opérant exclusivement aux Pays-Bas, et qui proposent une large gamme de produits et services aux consommateurs. Le Groupe concentre majoritairement son offre sur des produits décoratifs.

Le graphique ci-après fait état de la répartition du chiffre d'affaires des enseignes KARWEI exploitées par BOURRELIER GROUP par activité pour l'exercice 2020.

Figure 6 - Répartition du Chiffre d'affaires des enseignes KARWEI par activité aux Pays-Bas



Source : Rapport Financier Annuel 2020

4.2.3 L'activité de foncière de murs de magasins en France

La Société détient quinze actifs immobiliers, notamment via 5 SCI (SCI BEAUSEJOUR, SCI DU SUD, SCI GIRONDAISE, SCI TAMME et SCI IMMOBILIERE BRICAILLERIE)[5].

Il s'agit des actifs immobiliers français relatifs à l'activité BRICORAMA en France qui étaient détenus par le Groupe au moment de la cession à ITM en 2018, laquelle n'a pas visé l'immobilier.

Hors l'actif de Nogent-sur-Marne, ces différents actifs correspondent à des implantations historiques situées dans des zones commerciales en périphérie de villes moyennes, et en province. Ils présentent des superficies de vente moyennes de l'ordre de 2.500 m² environ.

Bourrelier Group - Détail des actifs immobiliers

Localisation	Statuts particuliers	Preneurs	Terme du bail
Marmande (47)	*Bail à construction échéance 29/01/2030 [intragroupe]*	Bricorama	03/01/2027
Decazeville (12)	*Bail à construction échéance 30/11/2028*	Bricorama	03/01/2027
Nogent-sur-Marne(94)		Extension du magasin Bricorama	03/01/2027
Les Abrets (38)		Bricorama	03/01/2027
Bar-le-Duc (55)	*Crédit bail échéance 30/04/2023*	Bricorama	03/01/2027
Fagnières (51)		Bricorama	03/01/2027
Guilherand Granges (07)		Bricorama	03/01/2027
Orléans (45)		Bricorama	03/01/2027
Roubaix (59)		Bricorama	03/01/2027
Moncoutant (79)	*Crédit bail échéance 21/07/2028*	Bricorama	03/01/2027
Vendin-le-Vieil (62)		Kiabi	31/12/2022
Le Grand Quevilly (76)	*Bail à construction échéance 01/01/2025*	Loué en occupation précaire pour une exploitation en «*bazar, aménagement et équipement de la maison*»	31/12/2024
La Réole (33)		Bricorama	03/01/2027
Gourdan Polignan (31)		ex Bricorama, devenu Rural Master - Brico Gourdan	03/01/2027
Soustons (40)		Bricorama	03/01/2027

Source : Société

3 de ces biens font l'objet d'un bail à construction :

- Marmande avec une échéance janvier 2030. Le bail à construction est partiel et ne porte que sur une des 3 parcelles constituant l'actif immobilier. Par ailleurs, le bailleur est la société SCI Beauséjour et le preneur la société BOURRELIER GROUP : ces deux sociétés sont dans le périmètre de consolidation du groupe BOURRELIER, l'actif est donc détenu en pleine propriété aux bornes du Groupe ;
- Decazeville avec une échéance novembre 2028. Le bailleur est la SCI du Sud, et le preneur BOURRELIER GROUP : ces deux sociétés sont dans le périmètre de consolidation du groupe Bourrelier, l'actif est donc détenu en pleine propriété aux bornes du Groupe ;

[5] Un seizième actif, sis à Sebazac (proche de Rodez), est détenu par la SCI du Rond-Point 12, historiquement détenue à 50 % par BOURRELIER GROUP

- l'actif situé au Grand Quevilly, avec une échéance janvier 2025. L'ancien locataire « La Grande Récré » ayant fermé, une convention d'occupation précaire pour un bazar a été conclue avec une échéance maximale au 31 décembre 2024, veille de la date de la terminaison du bail à construction, et donc de sortie du patrimoine immobilier du Groupe.

Deux autres actifs font l'objet de crédit-bail, avec des échéances respectives en avril 2023 et en juillet 2028 pour Bar-le-Duc et Moncoutant.

Les actifs sont pour l'essentiel toujours loués à des enseignes BRICORAMA via des baux commerciaux d'une durée de 9 ans réinitiée lors de la cession à ITM, avec ainsi des échéances de renouvellement en janvier 2027 pour 13 d'entre eux. Les enseignes situées à Montcoutant et Orléans sont désormais définitivement fermées.

Pour chacun de ces 15 actifs immobiliers, des expertises immobilières ont été réalisées à la demande de la Société dans le cadre de l'arrêté des comptes 2019 et 2020 par Monsieur Jacques PATRON, Expert immobilier près la Cour d'appel de Paris, afin d'en évaluer la valeur vénale en pleine propriété.

4.2.4 Les actifs acquis depuis la cession de BRICORAMA

Comme précisé ci-avant, le produit de la cession de BRICORAMA a permis au Groupe d'opérer deux acquisitions sur l'exercice 2020 : la reprise de MAVIC et l'acquisition de 51,5 % de PIERRE PROPERTIES HOTELS (PPH).

4.2.4.1 MAVIC

Le groupe MAVIC, dont le siège se trouve à Annecy, est spécialisé dans la conception, la production et la distribution d'équipements et accessoires du vélo et est un des leaders en Europe sur le segment des roues de vélo en aluminium et carbone.

Fragilisé par l'émergence de nouveaux concurrents et par de nombreux changements de propriétaires au cours des dix dernières années, le chiffre d'affaires de MAVIC a été divisé par trois en quatre ans (75 M€ en 2019 et 17,1 M€ sur les cinq derniers mois de 2020). MAVIC avait ainsi sollicité l'ouverture d'un redressement judiciaire le 2 mai 2020 afin de trouver une solution de reprise pérenne.

Parmi les 14 repreneurs potentiels, le Tribunal de Commerce de Grenoble a choisi le projet de BOURRELIER GROUP, financé sur fonds propres, avec le maintien du site de Saint-Triviers, la reprise de 107 collaborateurs, et une vision long terme pour que MAVIC retrouve son leadership technologique sur les jantes, roues et moyeux de vélo.

A fin 2020, MAVIC réalise un chiffre d'affaires d'une cinquantaine de millions d'euros avec un effectif d'une centaine de personnes.

4.2.4.2 PPH

BOURRELIER GROUP a pris une participation majoritaire (51,5 %) dans la société PIERRE PROPERTIES HOTELS (PPH) dont l'activité est la gestion de domaines hôteliers, para-hôteliers et l'hébergement touristique au sens large.

Cette société a été immatriculée en avril 2019 et ne disposait pas d'activité en 2020.

4.2.4.3 Actifs financiers

La trésorerie résiduelle est en grande partie réinvestie dans des actifs financiers, à savoir la souscription de contrats de capitalisation dans des fonds euros et en unités de compte, et dans la prise de participations sous la forme de parts de FCP.

4.3 Environnement économique de BOURRELIER GROUP

4.3.1 Les intervenants sur le marché du bricolage en Europe

Les principaux canaux de distribution des produits de bricolage sont les suivants :

- Les grandes surfaces de bricolage (GSB) dont font partie les magasins exploités par BOURRELIER GROUP ;
- Les négociants spécialisés (matériaux de construction, sanitaire, chauffage, etc.), qui intègrent une offre BtoC ;
- Les *pure players* de la vente en ligne, généralistes et spécialisés (Amazon, ManoMano, 2ememain.be, etc.) ;
- Les détaillants traditionnels (quincailleries, drogueries, etc.) ;
- Les grandes surfaces générales : hypermarchés et hard-discount pour le marché du bricolage amateur (Lidl par exemple).

A l'exception des négociants spécialisés (tels que SAMSE et COFAQ) qui adressent leur offre majoritairement à destination des artisans et des entreprises du bâtiment, les particuliers représentent la clientèle principale des distributeurs d'articles de bricolage.

Parmi ces différents acteurs, les grandes surfaces de bricolage (GSB) ont une place prépondérante : elles couvrent l'ensemble des segments de la vente d'articles de bricolage (outillages, matériaux, jardin, quincaillerie, etc.) et captent la majeure partie du marché de la distribution d'articles de bricolage grâce à un très grand nombre de références (plusieurs dizaines de milliers) et une grande profondeur des gammes.

La domination du marché de la distribution de bricolage par les GSB se retrouve en France comme au Benelux.

En Belgique, le marché est très concentré et dominé par quelques grands acteurs, dont les principaux sont les chaînes de bricolage HUBO BELGIUM (Bricoalliance), BRICO (Maxeda) et GAMMA (INTERGAMMA) qui représentent plus de 75 % du chiffre d'affaires du secteur Do It Yourself (DIY).

Ces parts de marché importantes s'inscrivent dans une tendance de concentration progressive du marché avec des magasins de moins en moins nombreux, mais de plus en plus grands, ce qui leur permet d'étoffer leur offre en rayon avec des nouveaux produits (meubles de cuisine, articles de décoration, etc.), de développer des espaces dédiés aux services (découpe de matériaux, ateliers de bricolage, location d'outils, etc.), et de bénéficier des effets de taille.

Bien que les principaux groupes du secteur disposent d'une ou plusieurs marques propres dont ils sous-traitent la production auprès des acteurs de l'amont, la plupart des GSB n'interviennent pas directement dans la production d'articles de bricolage. En raison de l'emprise des grandes surfaces de bricolage sur la distribution d'articles de bricolage et de la forte concentration de ses acteurs, celles-ci sont en position de force vis-à-vis de leurs fournisseurs.

Après les GSB, deux autres catégories d'acteurs se distinguent quant aux parts de marché :

- des groupements de négociants tels que SAMSE et COFAQ se placent également comme de solides acteurs du secteur avec près de 14 % de parts de marché à travers une offre à destination des consommateurs particuliers ;

- les *pure players* (généralistes et spécialisés) de la vente en ligne affichent des parts de marché en progression régulière, actuellement entre 6 à 9 % selon les pays, avec une présence particulièrement importante sur le e-commerce où leur présence supplante les GSB.

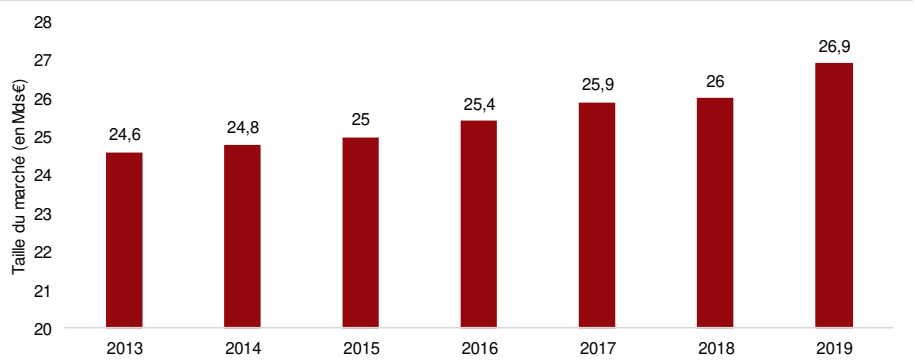
4.3.2 Le marché du bricolage, un marché structurellement mature et porteur

Le marché mondial du bricolage a été estimé à 594 milliards d'euros en 2018. Il est en croissance, lente mais régulière. Cette croissance est notamment tirée par l'essor des pays émergents, en particulier sur le marché Afrique/Moyen-Orient, qui a connu une croissance de 54 % entre 2012 et 2017. Par ailleurs, dans les pays occidentaux, un engouement croissant pour le bricolage s'est développé ces dernières années, renforcé par l'influence d'Internet et des médias sociaux, qui stimule les ventes de produits de bricolage.

Tendances observées en France et transposables à la Belgique et aux Pays-Bas

Avec un taux de croissance annuel moyen de 1,5 % du chiffre d'affaires généré par le marché du bricolage entre 2013 et 2019, ce dernier se porte plutôt bien, suivant une tendance de croissance relativement linéaire. Avec un chiffre d'affaires de 26,9 Mds€ en 2019, le marché du bricolage se place comme le premier marché de l'équipement intérieur, loin devant les achats de meubles (9,5 Mds€) ou d'électroménager (9 Mds€). De nombreux articles composent l'univers du bricolage, Inoha[6] en retenant notamment 10 principaux rayons : Bâti-matériaux, Plomberie-sanitaire, Bois et dérivés, Décoration, Électricité-luminaire, Jardin, Revêtements de murs, Sols et carrelages, Outillage et Quincaillerie.

Figure 7 – Marché des articles de bricolage (en Mds€)



Source : Inoha

Au-delà de l'impact de la seule situation économique et financière des ménages (taux de chômage, pouvoir d'achat, poids des dépenses contraintes, etc.) plusieurs raisons peuvent expliquer cette croissance en valeur du marché.

L'activité des magasins est corrélée à l'évolution du marché immobilier, notamment au nombre de mises en chantier de logements résidentiels et du nombre de transactions immobilières dans l'ancien. Les conditions de financement attractives de ces dernières années (les taux d'intérêt des crédits immobilier étant tombés au plus bas) ont par exemple incité les ménages à davantage concrétiser leurs projets d'acquisition de logement.

[6] INOHA est l'Association des Industriels du Nouvel Habitat. Elle réunit les industriels fournisseurs de la Grande Distribution du Bricolage, des Négoces Matériaux et des *Pure players*.

Les aléas climatiques sont également l'un des facteurs expliquant la dynamique du secteur du bricolage. Les particuliers sont en effet plus enclins à réaliser des travaux d'intérieur et d'extérieur lorsque la météo est clémente au cours des mois de grande affluence dans les magasins de bricolage (avril, août et octobre).

Enfin, l'engouement pour le « faire soi-même » (ou DIY « Do It Yourself ») s'explique aussi par la fierté d'apprendre de nouveaux savoir-faire, une tendance soutenue par la démocratisation des tutoriels sur Internet et des ateliers d'initiation en magasin qui rendent plus accessible l'accès au bricolage, sans compter les économies réalisées par les ménages.

En Belgique

Le marché belge quant au bricolage est plus modeste que le marché français, notamment au regard de la différence de population, six fois moindre en Belgique. Au-delà de quelques spécificités, notamment en ce qui concerne les enseignes présentes, il présente de fortes similarités avec la France, notamment pour ce qui concerne les constats présentés ci-dessus.

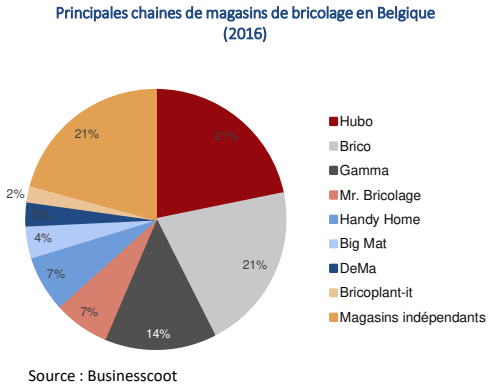
Selon une étude de Businesscoot, le marché belge du bricolage connaît une tendance structurelle à la hausse, le chiffre d'affaires du marché ayant augmenté de 16,4 % entre 2008 et 2017, soit une croissance annuelle moyenne de 1,8 %, provoquée notamment par un intérêt accru pour le bricolage en Belgique, mais se caractérise par une relative instabilité (certaines baisses annuelles du chiffre d'affaires brisent régulièrement la tendance à la hausse de ces dernières années).

Après une hausse quasi ininterrompue entre 2008 et 2015, le marché belge a reculé jusqu'en 2017 pour augmenter à nouveau à partir de 2017 :

- le marché belge a progressé de 3,3 % en 2019 ;
- sur une longue période, la croissance annuelle moyenne s'établit à 1,8 % (2008-2019).

La volatilité cyclique de la valeur des ventes s'explique en partie par la météo. Toutefois, la croissance structurelle du marché est tirée par la popularité croissante du bricolage en Belgique et par l'amélioration de la gamme de produits.

Comme en France, le marché est très concentré et dominé par quelques grands acteurs, dont les principaux sont les chaînes de bricolage HUBO BELGIUM (BRICOALLIANCE), BRICO (MAXEDA) et GAMMA (INTERGAMMA), dont BOURRELIER GROUP est un des franchisés.



Source : Businesscoot

Aux Pays-Bas

Comme en France et en Belgique, le marché du bricolage montre une tendance structurelle haussière, avec un effet conjoncturel particulièrement positif au cours de l'année 2020 lié au contexte de crise, comme nous le développerons ci-après.

Chiffre d'affaires des ventes de Magasins de bricolage aux Pays Bas

(m €)	2016	2017	2018	2019	2020e
Ventes nettes	3 086	3 236	3 515	3 642	4 450
Dont: ventes aux non-consommateurs	233	270	215	224	273
Dont: ventes au détail (à l'exclusion purement en ligne)	2 853	2 966	3 300	3 418	4 177
- Ventes hors magasin multicanal (sauf purement en ligne)	93	137	149	174	246
- Ventes en magasin physique	2 760	2 828	3 150	3 244	3 932
croissance des ventes en magasin physique	**na**	**2,5%**	**11,4%**	**3,0%**	**21,2%**

Source retail insiders

Aux Pays-Bas, le marché est dominé par PRAXIS qui, comme les magasins FORMIDO, appartient au groupe MAXEDA, et par la franchise INTERGAMMA qui y est présente avec ses enseignes GAMMA et KARWEI.

HUBO est également présent aux Pays-Bas et HORNBACH y est actif au niveau local, avec des ambitions sur lesquelles nous reviendrons.

Quant aux magasins, PRAXIS est un des leaders sur le segment du DIY avec 192 magasins, dont la surface moyenne est de 3 500 m². PRAXIS a également des *mega stores* d'une surface comprise entre 5 000 et 8 000 m².

Si en ce qui concerne le nombre de magasins, la franchise INTERGAMMA affiche un nombre de magasins plus élevé, celui-ci se répartit entre ses deux enseignes, soit 166 magasins GAMMA et 137 magasins KARWEI.

Enfin, si les magasins HORNBACH sont moins nombreux que ceux des autres concurrents, il faut constater :

- qu'avec seulement 15 magasins ouverts en 2020, la superficie totale des magasins est de 192 200 m²[7], soit une superficie moyenne d'environ 12 000 m², 3 à 4 fois supérieure à celle des autres enseignes ;

[7] Source rapport annuel de HORNBACH 2019/2020.

- qu'HORNBACH ouvre de manière continue de nouveaux magasins aux Pays-Bas. Ainsi chaque année depuis 2015, un magasin ouvre ses portes, ce qui en matière de surface est l'équivalent de 4 magasins traditionnels des autres concurrents ;
- qu'en 2021, HORNBACH prévoit d'ouvrir un 16ème magasin à Apeldoorn [8] d'une superficie de l'ordre de 16 000 m².

Le marché néerlandais doit donc faire face à une nouvelle concurrence disposant de moyens importants.

4.3.3 Une tendance à l'intensification de la concurrence avec en particulier les *pure players* de la vente en ligne

L'exemple de la France, afin d'illustrer les tendances de marché

Avec une part de marché en valeur estimée à 45,8 % au premier trimestre 2019 sur le marché de la vente en ligne d'articles de bricolage et de jardin en France, AMAZON se positionne comme le leader incontestable de ce segment. Le géant de l'Internet devance d'autres *pure players* généralistes tels que CDISCOUNT et VEEPEE qui détenaient, lors de la même période, respectivement 9,3 % et 4,7 % de parts de marché sur ce segment de la vente en ligne, mais surtout les enseignes spécialisées. Afin de compenser en partie l'absence de conseil client et de services, ces acteurs misent sur la très forte audience de leur plateforme, la largeur de leur offre et la puissance de leur centrale d'achat pour proposer des prix très attractifs, ainsi que sur la fidélité de leurs abonnés bénéficiant de services de livraison.

En complément de ces *pure players* généralistes, le marché du bricolage a vu émerger ces dernières années des *pures players* online spécialisés tels que MANOMANO et BRICO PRIVE. Le chiffre d'affaires du marché du bricolage sur le canal de la vente en ligne a ainsi connu une progression de 11,8 % en 2019. Cette concurrence croissante gagne progressivement des parts de marché sur les GSB qui ont, par comparaison, enregistré une hausse limitée de leurs ventes (+2,5 % en valeur sur cette même année).

Les enseignes traditionnelles doivent en effet suivre une guerre des prix qui s'est accrue en 2019, avec des *pure players* tels que AMAZON, CDISCOUNT et MANOMANO qui réalisent des offres promotionnelles particulièrement offensives. Pour réagir à cela, les GSB se sont appuyées sur la puissance de leur centrale d'achats pour encore tirer leurs prix vers le bas, mais également leurs marges à terme. KINGFISHER avait par exemple annoncé fin 2018 une baisse de 15 % à 20 % de ses prix dans le cadre d'un plan de relance.

Parmi les enseignes spécialisées dans le bricolage, les *pure players* de la vente en ligne sont ceux qui ont le plus bénéficié de l'accélération de la digitalisation du marché du bricolage depuis le début de la crise. Ils ont été les seuls à maintenir la totalité de leur activité lors du premier confinement et devraient continuer à gagner de nouveaux clients dans les prochains mois, ceux-ci souhaitant limiter leurs contacts physiques. Les spécialistes tels que MANOMANO ou BRICO PRIVE continueront ainsi à augmenter leurs parts de marché en 2021. Lorsque les enseignes traditionnelles spécialisées dans le bricolage éprouvaient des difficultés à rouvrir en suivant les protocoles sanitaires en avril 2020, BRICO PRIVE a par exemple gagné 40 % de nouveaux clients et généré une hausse de 70 % de son chiffre d'affaires.

[8] https://www.hornbach.nl/actueel/opening-apeldoorn/

L'essor du Click & collect

Afin de bénéficier de synergies « *cross canal* » permises grâce à l'amélioration des outils digitaux, de plus en plus d'enseignes se lancent dans le *click & collect*, ce qui leur permet de concilier réseau physique et site internet. Ces outils permettent de faciliter le parcours client et l'acte d'achat, stimulant ainsi la demande.

Le confinement survenu en 2020 a incité les enseignes de bricolage à développer leurs services de *drive* et de *click & collect*. Les principaux acteurs du secteur ont ainsi pu reprendre leur activité une semaine après le début du premier confinement en proposant des services de *click & collect* afin de donner accès à leur clientèle à un assortiment d'articles de bricolage de première nécessité (10 000 références chez LEROY MERLIN contre plus de 50 000 habituellement).

Les initiatives afin de développer les offres de *click & collect* se sont ensuite multipliées. KINGFISHER a par exemple annoncé en juin 2020 le développement du *click & collect* et du *ship from* pour stimuler ses ventes en lignes. Par ailleurs, à partir de juillet 2020, L'ENTREPOT DU BRICOLAGE a déployé dans son réseau l'application de la start-up BLUECIRCL permettant de référencer en temps réel l'ensemble des stocks des 37 points de vente de l'enseigne. Ce service permet aux utilisateurs de localiser les produits disponibles dans les magasins à proximité afin de doper le *click & collect*.

L'offre de nouveaux services en ligne en hausse

A la suite de la crise sanitaire et des mesures restrictives qui ont été adoptées, les initiatives en matière de services en ligne proposés par les enseignes spécialisées dans le bricolage se sont multipliées.

En avril 2020, MANOMANO a, par exemple, renforcé ses dispositifs d'aide à l'achat avec le lancement d'ALLOMANO afin de lever certains freins à l'achat en ligne d'articles de bricolage. Ce service met gratuitement à disposition des bricoleurs partenaires de MANOMANO, rémunérés par le Groupe pour ce service, afin de répondre aux besoins des clients, en ligne ou par téléphone.

Afin d'enrichir son offre d'aménagement intérieur (ameublement, décoration, etc.), LEROY MERLIN a lancé sa *marketplace* en mai 2020.

En novembre 2020 et après son concurrent GARDENA au début de l'été, l'allemand STIHL a lancé son propre site internet marchand qui s'appuie sur son réseau de revendeurs afin d'associer un magasin à chaque achat réalisé sur son site et ainsi, permettre aux clients de bénéficier de services complémentaires.

Au Benelux

Le marché belge présente toutefois des caractéristiques spécifiques. En particulier, malgré l'expansion du canal en ligne, les consommateurs belges restent encore assez fidèles aux habitudes d'achat traditionnelles, avec seulement 6 % qui achètent leurs produits de bricolage en ligne, contre 9 % en Europe. En effet, par rapport aux autres pays européens, les Belges semblent plus attachés aux achats de produits de bricolage en magasin.

Les acteurs traditionnels ont néanmoins compris l'importance de numériser leur offre. Début juillet 2017, la boutique en ligne Brico comptait plus de 46 000 références. Le leader du marché devance donc largement ses concurrents HUBO (36 000) et GAMMA (30 000). En 2018, les trois détaillants ont continué à enrichir leur offre, anticipant une évolution progressive du marché vers le e-commerce.

Plusieurs facteurs expliquent l'accélération de la numérisation du marché, les principales raisons étant la commodité et les prix plus bas des produits. Lorsqu'on leur demande quels sont les points de départ de leur recherche en ligne sur le bricolage, les répondants pensent principalement à Google (50 %), Bol.com (25 %) et Amazon (15 %).

Les Pays-Bas n'échappent pas non plus à cette numérisation du catalogue, en réponse à une demande toujours plus forte de la clientèle, comme en atteste notamment la stratégie online de MAXEDA avec une offre digitale toujours plus étoffée et le développement d'infrastructures qui y sont rattachées (nouveau site internet, création d'un site d'approvisionnement dédié aux achats en ligne, optimisation de l'expérience client)[9].

4.3.4 L'impact de la pandémie de la Covid-19 sur l'activité des enseignes spécialisées dans le bricolage

L'impact de la pandémie sur l'activité des enseignes spécialisées dans le bricolage diffère selon les pays, en fonction des politiques propres en termes de soutien au pouvoir d'achat, ou de fermeture des magasins. Sur l'année 2020, on note globalement un effet d'aubaine bénéfique pour les magasins de bricolage en France et au Benelux.

En France, le secteur des grandes surfaces de bricolage a relativement bien résisté à la crise provoquée par la pandémie de la Covid-19. Fortement impactés lors du confinement du printemps 2020, principalement en raison de difficultés d'accès à l'offre, ces acteurs ont ensuite bénéficié d'une grande dynamique, rattrapant ainsi le retard précédemment engendré.

Les difficultés subies par le secteur dans un premier temps s'expliquent en partie par les problèmes d'approvisionnement auxquelles les GSB ont été confrontées, avec des transports de marchandises perturbés au niveau national et international. Par ailleurs, bien que les magasins de bricolage aient été considérés comme des commerces de première nécessité et autorisés à ouvrir, ils ont été dans l'incapacité de mettre en œuvre immédiatement les nouvelles mesures sanitaires. La majeure partie de ces enseignes a donc rouvert progressivement ses portes à partir de mi-avril 2020.

Parallèlement, les mesures de restriction successives adoptées par les gouvernements (confinements, télétravail, couvre-feux, etc.) à la suite de la crise sanitaire ont entrainé une augmentation du temps passé par les consommateurs dans leur foyer, provoquant un regain d'intérêt de ces derniers pour l'aménagement de leur intérieur. Cette tendance, conjointe à un effet de transfert des dépenses de loisirs (spectacles, voyages, etc.) des ménages vers les biens d'équipement a contribué à une croissance de l'activité des enseignes spécialisées dans le bricolage en 2020.

De la même manière qu'en France, le secteur du bricolage en Belgique a été fortement impacté par la crise du coronavirus :

a) Dans un premier temps, les magasins de bricolage n'ont pas pu ouvrir leurs portes lors du confinement (avec un confinement en Belgique du 18 mars au 17 avril 2020). Leur réouverture s'est traduite par un effet de rattrapage avec un afflux de clients dont l'engouement est une conséquence directe et conjoncturelle du confinement sur la vie quotidienne (réallocation des dépenses de restauration ou de sorties, et recentrage de l'intérêt pour l'aménagement de leur habitation dans un contexte de chômage partiel et d'annulations de vacances) ;

[9] https://www.maxedadiygroup.com/upload/docs/maxeda-diy-gropu-highlights-2019-uk.pdf

b) Après un début d'année difficile, le secteur s'est rattrapé durant les beaux jours grâce à la vente de certains produits tels que les barbecues ou les piscines. Les magasins ont rapidement fait face à des ruptures de stock. La période de Toussaint a également connu une activité en hausse avec la vente de produits de jardinage ;

c) L'autre conséquence du coronavirus a été l'essor des achats en ligne. Devant la nécessité de développer ces canaux de distributions dans un contexte de crise sanitaire, le secteur du DIY a ainsi rattrapé une partie de son retard en la matière, en particulier avec un recours aux systèmes de *click & collect*. Il y a donc là une réelle opportunité pour les enseignes de DIY et des quelques acteurs de l'e-commerce déjà installés (Bol.com, Coolblue par exemple), qui devront étoffer leur offre qui demeure aujourd'hui limitée par rapport aux produits proposés par les grandes enseignes physiques de bricolage.

Ainsi, avec une croissance du marché français du bricolage de l'ordre de à 4 %[10], l'année 2020 marque ainsi une performance inédite depuis 10 ans, supplantant l'année 2019 qui constituait un record notamment soutenu par le nombre imoprtant de ventes de logements anciens.

La forte croissance constatée en 2020 reste cependant conjoncturellement liée aux conséquences de la crise sanitaire et les projections difficiles à formuler pour les années à venir, en particulier pour 2021. Des facteurs tels que l'impossibilité de partir en vacances, la nécessité de rester à la maison, et l'engouement pour les activités de bricolage auront une influence sur la croissance. A l'inverse, la fermeture des magasins (aux Pays-Bas par exemple où un confinement strict avec fermeture des magasins non essentiels a été initié le 14 décembre 2020), la possibilité de revoyager et le redéploiement du budget des ménages vers les loisirs pourraient inverser la tendance.

Certaines dépenses ont été drastiquement réduites pendant les périodes de restrictions, telles que le budget réservé aux restaurants, aux sorties et aux vacances. La levée des restrictions devrait se traduire par un rééquilibrage des dépenses loisirs/maison au détriment du secteur du bricolage, bien que l'engouement pour ce secteur devrait persister sur le long terme.

Aux Pays-Bas, les mesures sanitaires destinées à lutter contre la propagation du coronavirus diffèrent des mesures françaises et belges, notamment en raison du calendrier de leur mise en place[11].

Alors qu'au printemps dernier, les mesures de restriction étaient moins contraignantes que celles décidées en France et en Belgique, sans fermeture de magasins notamment, le gouvernement néerlandais a décidé de mettre en place un confinement partiel en octobre 2020 puis un confinement strict le 15 décembre 2020, avec la fermeture des lieux publics et de nombreux magasins, dont les magasins de bricolage néanmoins ouverts à la vente à emporter.

Le gouvernement néerlandais a plusieurs fois prolongé ce confinement en l'accompagnant de mesures de couvre-feu et en incitant les commerces à recourir au *click & collect*.

La réouverture des magasins non essentiels le 28 avril 2021 s'est accompagnée de restrictions notamment en ce qui concerne le nombre de clients accueillis par magasin.

[10] 4,78 % en valeur et 3,81 % en volume. Source Fédération des magasins de bricolage et de l'aménagement de la maison https://fmbricolage.com/le-secteur/infos-economiques-et-financieres/lindice-mensuel-dactivite-2020/
[11] https://www.cfci.nl/actualites/covid-19.html

4.3.5 L'immobilier de commerce en France

En complément de la documentation publique relative au secteur de l'immobilier de commerce en France, les informations qui suivent retracent les principales informations que nous avons reçues des Experts immobiliers sur les éléments à considérer dans l'analyse d'immobilier d'activité. Les analyses spécifiques sur le patrimoine considéré sont détaillées en Partie 5.3.3 :

L'immobilier de commerce peut être réparti généralement en plusieurs grandes catégories :

i. Les pieds de commerce sont les commerces de rue en centre-ville, situé au rez-de-chaussée d'un bâtiment public ou d'habitation. Ils accueillent principalement les services de vente de proximité tels que les boulangeries, tabac presse, supérette, ou autres, magasins spécialisés (prêt à porter, quincaillerie) ou de services (salons de coiffure, guichets de banque, etc.)

ii. Les Centres commerciaux sont une catégorie qui se définit comme un ensemble d'au moins 20 magasins et services totalisant une surface commerciale utile (dite surface GLA) minimale de 5 000m², conçu, réalisé et géré comme une entité.

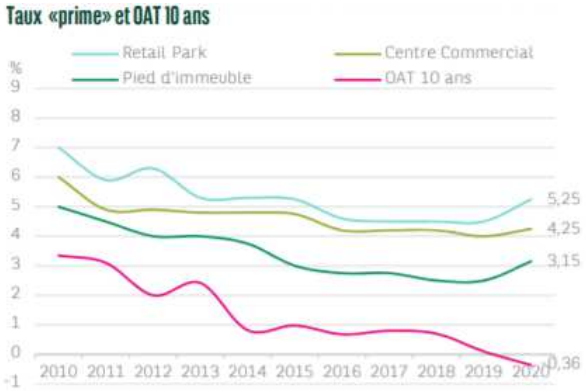
iii. Les *retail parks* ou parcs d'activités commerciales sont des centres commerciaux à ciel ouvert, réalisés et gérés comme une unité[12], qui comprennent au moins 5 unités locatives et dont la surface construite est supérieure à 3 000m². Les *retail parks* sont généralement créés par des foncières commerciales spécialisées.

iv. Les commerces de périphérie sont les ensembles de points de vente situés dans les zones suburbaines des agglomérations. Il peut s'agir de centres commerciaux ou à thème, de *retail parks*, de moyennes surfaces spécialisées en *stand alone* ou de moyennes surfaces alimentaires. Le commerce périphérique fait opposition au commerce de centre-ville.

Traditionnellement, les taux de rendement de ces différentes catégories sont croissants. Ainsi, pour les actifs *prime*, qui représentent les actifs de meilleure qualité au sein de leur catégorie, les taux de rendement observés en 2020 s'établissaient à 3,15 % pour les pieds d'immeubles, 4,25 % pour les centres commerciaux et 5,25 % pour les *retail parks*, chacun de ces taux ayant progressé de 25 à 50 points de base par rapport aux taux observés en 2019[13].

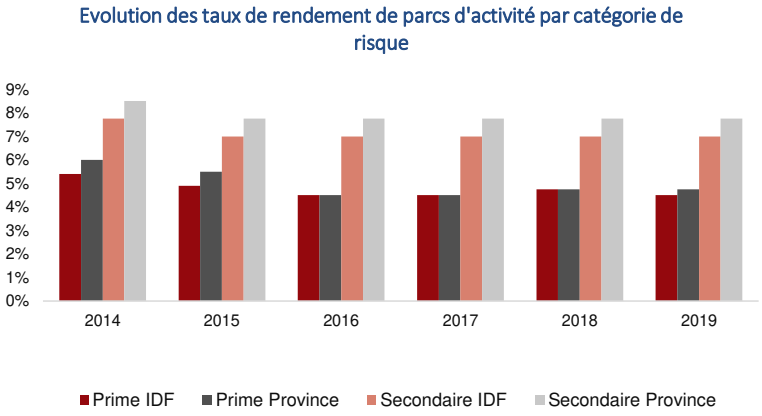
[12] Traduit généralement par l'existence d'une unité architecturale entre plusieurs points de ventes.
[13] Source BNP Real Estate : https://www.realestate.bnpparibas.fr/sites/france/files/2021-02/AAG%20COMMERCE%20T4%202020_1.pdf

Nous assistons de plus à une remontée généralisée sur l'ensemble des actifs, alors que la tendance observée depuis 2015 était baissière.



Source BNP Real Estate

Soulignons que le taux de rendement dépend avant tout des caractéristiques de l'actif considéré. Comme cela ressort d'une étude réalisée en 2019 sur l'investissement immobilier[14], le taux de rendement d'un actif de province de moindre qualité peut être supérieur de 3 à 4 points à celui d'un actif *prime* en Ile de France :



Source : étude CNCC

Selon cette même étude, lorsque le panel de risque est élargi, le taux de rendement en 2019 pour des centres commerciaux de moindre qualité était compris entre 6,5 % et 9 % pour des actifs dits à valeur ajoutée, voire supérieur à 9 % pour des actifs dits opportunistes.

Enfin, ces taux de rendement doivent être appréciés dans le contexte de la crise sanitaire qui touche l'ensemble des activités commerciales, avec des taux de rendement exigés qui se tendent globalement.

[14] https://www.cncc.com/wp-content/uploads/2020/02/UPRealEstate-%C3%89tude-investissement-201910.pdf

La fréquentation des commerces a fortement chuté en 2020, en particulier pour les centres commerciaux non alimentaires fermés administrativement, ce qui a eu un impact sur le marché de l'immobilier de commerce qui s'est traduit par une augmentation du nombre de locaux vacants[15] et par la remontée des taux de rendement, liée au risque relatif aux locataires.

Il ressort ainsi que la valeur du bien immobilier ne peut pas être approchée d'une manière systématique et statistique, car en complément de la situation géographique, c'est la situation locative qui définit la qualité d'un actif et qui a donc la plus forte incidence sur la valeur du bien immobilier. Le taux de rendement est ainsi davantage la conséquence de l'analyse de la situation d'un bien qu'un paramètre générique transposable à l'évaluation des différents actifs.

4.4 Analyse financière de BOURRELIER GROUP

Les comptes consolidés résumés ci-dessous pour les exercices 2016 à 2019 ont fait l'objet d'une certification sans réserve de la part des Commissaires aux comptes de BOURRELIER GROUP, les cabinets LUCIEN ZOUARY & ASSOCIES et RBB.

Les comptes de l'exercice clos le 31 décembre 2020 ont été audités par les Commissaires aux comptes de BOURRELIER GROUP, qui les ont certifiés avec une réserve motivée par l'absence de contrôle interne au niveau du sous-palier de consolidation constitué du groupe MAVIC récemment acquis. La réserve est donc explicitement circonscrite au périmètre MAVIC, sans concerner les autres activités et composantes du patrimoine du Groupe.

[15] Selon KNIGHT FRANK FRANCE, les enseignes de prêt-à-porter (CAMAÏEU, LA HALLE, ANDRE, CELIO; etc.) de restauration (COURTEPAILLE) ou d'ameublement (ALINEA) en redressement ou en liquidation judiciaire ou sous procédure de sauvegarde ont laissé vacants 4 200 points de vente, dont plus du quart n'a pas été repris.

4.4.1 Compte de résultat

4.4.1.1 Compte de résultat consolidé

L'évolution du compte de résultat consolidé de BOURRELIER GROUP sur les cinq derniers exercices est résumée ci-après :

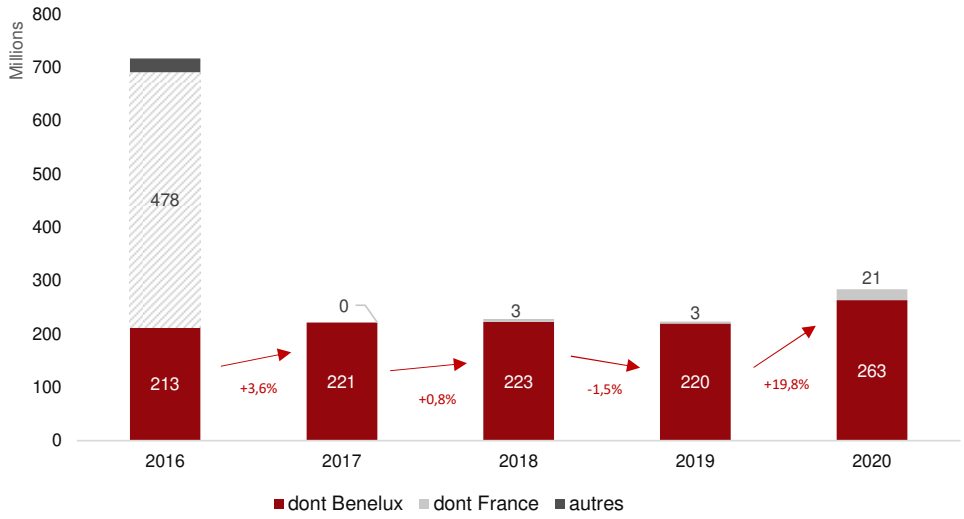
Bourrelier Group - Compte de résultat simplifié

m€	2016*	2017	2018	2019	2020
CA France	-	-	3,4	3,4	3,9
CA Industrie					17,1
CA Benelux	213,3	221,0	222,9	219,6	263,2
Chiffre d'affaires	**213,3**	**221,0**	**226,3**	**222,9**	**283,7**
Marge opérationnelle	(13,8)	(1,4)	(0,4)	(6,0)	14,0
en % du chiffre d'affaires	*-6%*	*-1%*	*0%*	*-3%*	*5%*
Autres produits et charges courants	0,5	(1,9)	0,1	(0,2)	(0,2)
Résultat opérationnel courant	**(13,2)**	**(3,3)**	**(0,3)**	**(6,2)**	**13,7**
en % du chiffre d'affaires	*-6%*	*-1%*	*0%*	*-3%*	*5%*
Autres produits et charges opérationnels	(5,3)	(52,5)	100,0	(18,7)	4,7
Résultat opérationnel	**(18,5)**	**(55,8)**	**99,7**	**(24,8)**	**18,5**
en % du chiffre d'affaires	*-9%*	*-25%*	*44%*	*-11%*	*7%*
Résultat financier	(3,6)	(1,4)	(5,5)	2,9	1,7
Quote part du résultat net des sociétés mises en équivalence	0,1	(0,0)	0,2	0,3	0,1
Impôt sur les bénéfices	(0,7)	10,1	(11,7)	(0,7)	(6,6)
Résultat des activités arrêtées ou en cours de cession	33,5	(1,6)	-	-	-
Résultat net	10,8	(48,7)	82,7	(22,3)	13,7
dont intérêts minoritaires	*0,0*	*0,0*	*(0,0)*	*(0,0)*	*(0,0)*
Résultat net part du groupe	**10,8**	**(48,7)**	**82,7**	**(22,3)**	**13,7**

Source : Rapports Annuels (2016 à 2020)
** Montants retraités à la suite d'IFRS 5*

Les comptes 2017 sont présentés conformément à la norme IFRS 5, *i.e* les produits et les charges liés à l'activité BRICORAMA en voie d'être cédée sont regroupés sur une seule ligne au compte de résultat (« résultat des activités arrêtées ou en cours de cession »). Pour une meilleure comparaison, les comptes 2016 sont présentés proforma (retraité de la norme IFRS 5).

Evolution du chiffre d'affaires de Bourrelier Group depuis 2016



Sources : Rapports Annuels 2016 à 2019, Société (données 2020)

Le chiffre d'affaires au Benelux correspond au chiffre d'affaires généré par la distribution d'articles de bricolage dans les magasins belges et néerlandais.

Le chiffre d'affaires en France comprend essentiellement les revenus locatifs, le chiffre d'affaires Industrie (autres) correspond au chiffre d'affaires de MAVIC.

Les autres produits et charges opérationnels sont constitués d'éléments non récurrents tels que les dépréciations d'actifs ou les variations de provisions exceptionnelles. En particulier en 2017 et en 2019, le solde intègre respectivement 48,2 M€ et 19,3 M€ de dépréciations sur les goodwills Benelux et en 2018, le résultat de cession de participation consolidée. Ils comprennent également, sur les exercices 2019 et 2020 des régularisations de Remises Forfaitaires Annuels (RFA) au titre des années antérieures, que nous avons retraité et intégré dans l'EBITDA Ajusté (cf. ci-dessous).

4.4.1.2 Chiffre d'affaires et contribution du Benelux :

Bourrelier Group - Compte de résultat simplifié du Benelux

m€	2016	2017	2018	2019	2020
Chiffre d'affaires	**213,3**	**221,0**	**222,9**	**219,6**	**263,2**
Croissance		*3,6%*	*0,8%*	*-1,5%*	*19,8%*
Charges opérationnelles courantes	(211,3)	(220,3)	(219,2)	(217,5)	(242,5)
dont dotation aux amortissements et aux provisions	(6,1)	(5,5)	(5,0)	(21,3)	(21,2)
en % du chiffre d'affaires	*-3%*	*-2%*	*-2%*	*-10%*	*-8%*
Marge opérationnelle	2,0	0,7	3,6	2,1	20,7
en % du chiffre d'affaires	*1%*	*0%*	*2%*	*1%*	*8%*
Autres produits et charges courants	0,4	(0,3)	(0,1)	(0,1)	(0,1)
Résultat opérationnel courant	**2,4**	**0,4**	**3,5**	**2,0**	**20,5**
en % du chiffre d'affaires	*1,1%*	*0,2%*	*1,6%*	*0,9%*	*7,8%*
Autres produits et charges opérationnels	(4,7)	(49,8)	4,1	(17,5)	4,1
Résultat opérationnel	**(2,3)**	**(49,4)**	**7,7**	**(15,5)**	**24,6**
en % du chiffre d'affaires	*-1%*	*-22%*	*3%*	*-7%*	*9%*

Source : Rapports Annuels (2016 à 2020)

L'évolution du chiffre d'affaires du Benelux par pays (Belgique et Pays-Bas) est présentée ci-dessous :

Chiffre d'affaires - Benelux

m€	2016	2017	2018	2019	2020
Belgique	104,4	105,6	106,6	106,3	124,6
Croissance		*1,1%*	*0,9%*	*-0,3%*	*17,2%*
Nombre de magasins	41	41	41	40	40
Pays-Bas	108,9	115,4	116,3	113,3	138,5
Croissance		*6,0%*	*0,8%*	*-2,6%*	*22,2%*
Nombre de magasins	34	34	33	32	32
Chiffre d'affaires	**213,3**	**221,0**	**222,9**	**219,6**	**263,2**
Croissance		*3,6%*	*0,8%*	*-1,5%*	*19,8%*
Nombre de magasins	75	75	74	72	72

Concernant le Benelux, ***le chiffre d'affaires*** affiche des croissances de +3,6 % et + 0,8 % pour les exercices 2017 et 2018 puis un recul de -1,5 %, provoqué notamment par la fermeture d'un magasin en Belgique (Nimy-Maisières) et un incendie d'un magasin aux Pays-Bas (Apeldoorn).

A périmètre constant, le chiffre d'affaires 2019 aurait été en progression de 1,55 % par rapport à celui de 2018, cohérent avec les tendances de marché sur le long-terme.

En 2020, la croissance du chiffre d'affaires du Benelux est de l'ordre de + 20 %. La crise sanitaire a eu des impacts différenciés selon les pays et les mesures qui y ont été mises en place, notamment celles imposant la fermeture de magasins, lesquelles ont été suivies de phases de rattrapage, dans un contexte où le confinement s'est traduit par un engouement généralisé pour les activités de bricolage ou de jardinage. En Belgique, les magasins ont été fermés du 18 mars au 17 avril 2020 ; aux Pays-Bas, les magasins sont fermés depuis le 15 décembre 2020.

Point d'attention soulevé par les actionnaires minoritaires A et C

Dans leur courrier du 9 mars 2021, les actionnaires minoritaires A et C soulèvent que « *le projet de note d'information exclut de son calcul de l'EBITDA ajusté des activités au Benelux retenu à 7m€ (p.31 du projet de note d'information [du 2 mars 2021]) les autres produits opérationnels (remises de fin d'années, etc.) constatés année après année dans les comptes consolidés de Bourrelier Group. (…). Le mission de l'expert indépendant inclura notamment une revue des données écartées pour la détermination de l'EBITDA ajusté des activités au Benelux*» .

Dans le cadre de nos travaux, nous avons analysé les autres produits opérationnels, ainsi que les autres charges opérationnelles pour voir si certains éléments devaient être réintégrés dans le résultat opérationnel courant dans le cadre de notre évaluation, et en particulier dans l'EBITDA ajusté pris en référence. Il s'avère que la Société a comptabilisé, en 2019 et 2020, le reliquat des RFA obtenues au titre de l'année antérieure par rapport au montant provisionné, en autres produits opérationnels et non pas en produits opérationnels courants, considérant que les montants étaient particulièrement élevés au regard du taux moyen obtenu sur les années antérieures, pour respectivement 4 M€ et 3 M€. Pour les besoins de notre analyse et de notre évaluation, nous avons donc bien réintégré ces montants dans l'EBITDA ajusté, en les réaffectant aux années correspondantes (2018 et 2019) :

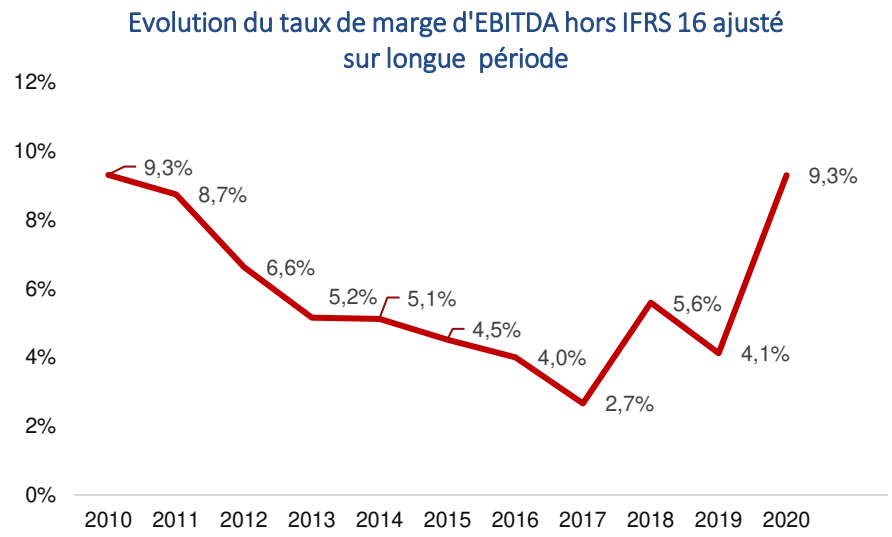
Bourrelier Group - Compte de résultat simplifié du Benelux

m€	2016	2017	2018	2019	2020
EBITDA	8,5	5,9	8,5	23,3	41,7
marge d'EBITDA	*4,0%*	*2,7%*	*3,8%*	*10,6%*	*15,8%*
Impact IFRS16				(17,3)	(17,3)
EBITDA hors IFRS16	**8,5**	**5,9**	**8,5**	**6,0**	**24,4**
marge d'EBITDA	*4,0%*	*2,7%*	*3,8%*	*2,7%*	*9,3%*
Retraitement des RFA en produits opérationnels*			4,0	3,0	*nd (1)*
EBITDA hors IFRS16 ajusté	**8,5**	**5,9**	**12,5**	**9,1**	**24,4**
marge d'EBITDA ajusté	*4,0%*	*2,7%*	*5,6%*	*4,1%*	*9,3%*

* Le montant des RFA comptabilisés en Autres produits opérationnels correspond au 'surplus' obtenu en N au titre de N-1 par rapport à la provision : il a été repositionné en N-1.

(1) Information non connue à ce stade. Néanmoins, il sera tenu compte d'un complément dans les analyses de variation de BFR

Source : Comptes annuels, Analyse Finexsi

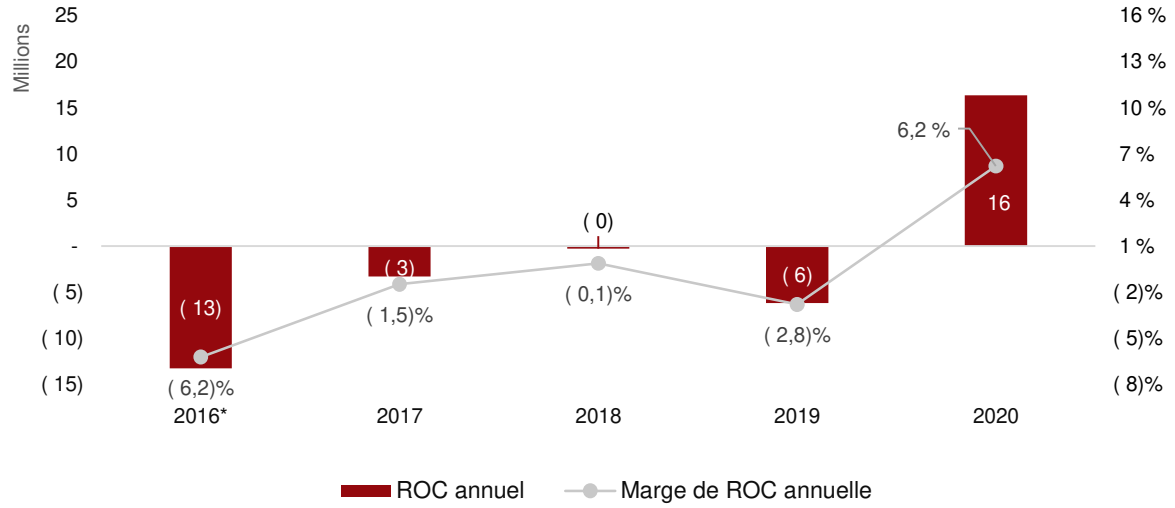


Source : rapports annuels ; analyse Finexsi

La ***marge d'EBITDA*** du Benelux est en décroissance depuis plusieurs années. Cette tendance observée est notamment liée au renforcement de la concurrence, avec les concurrents traditionnels davantage agressifs sur des pratiques hard discount, l'arrivée de grands concurrents allemands disposant de moyens importants et d'un fort potentiel de développement, et de *pure players* online, ce qui pèse sur les marges. Avec une marge d'EBITDA hors IFRS 16 de 9,3 %, l'année 2020 apparaît de fait comme une année exceptionnelle, résultant de faits conjoncturels liés à la crise en cours, et donc non représentative d'un niveau normatif reconductible.

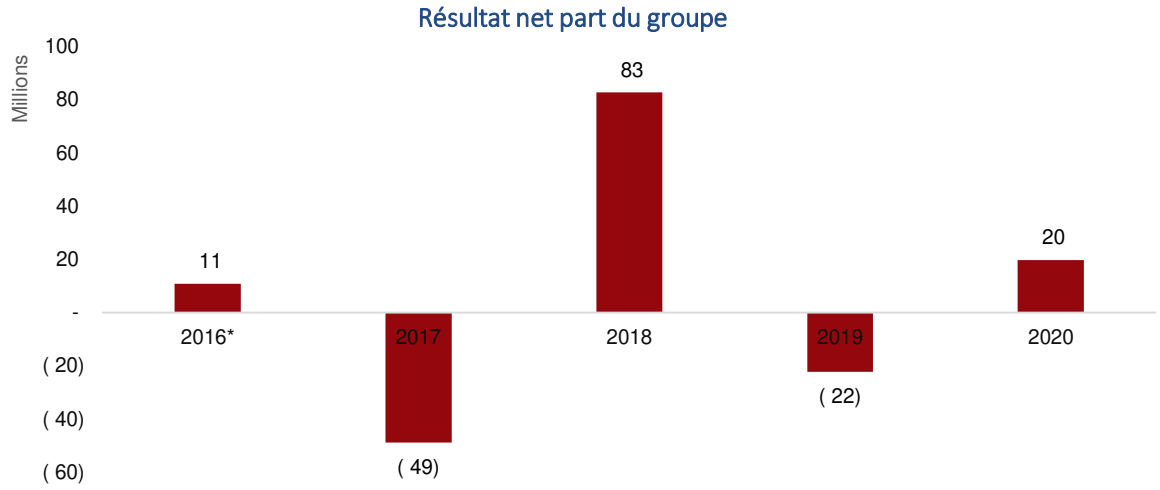
4.4.1.3 Résultat opérationnel et résultat net consolidés

Après prise en compte de la contribution du résultat opérationnel du Benelux et de celui des activités françaises, auxquelles s'imputent les frais de structure, le résultat opérationnel consolidé de BOURRELIER GROUP a évolué comme suit sur les 5 dernières années.



Sources : Rapports Annuels 2016 à 2019, Société (données 2020);
* : données retraitées d'IFRS 5

En complément de ces performances opérationnelles, l'évolution du ***résultat net*** sur les cinq derniers exercices traduit en particulier des dépréciations d'actifs pour les exercices 2017 et 2019 (cf. ci-après) ainsi que les plus-values de cession enregistrées en 2018 pour la cession des activités BRICORAMA FRANCE de 60 M€.



Sources : Rapports Annuels 2016 à 2019, Société (données 2020);
* : données retraitées d'IFRS 5

4.4.2 Bilan

Bilan consolidé de Bourrelier Group

m€	2016*	2017	2018	2019	2020
Actifs non courants	**127,9**	**80,2**	**103,5**	**161,0**	**151,8**
dont écart d'acquisitions	*87,7*	*34,5*	*34,5*	*15,2*	*16,9*
dont immobilisations corporelles	*39,9*	*40,7*	*59,1*	*49,2*	*48,6*
Actifs courants	**88,8**	**91,7**	**327,5**	**322,8**	**355,6**
dont actifs financiers à la juste valeur	*0,0*	*0,0*	*127,0*	*126,4*	*174,9*
dont trésorerie et équivalents de trésorerie	*11,7*	*9,0*	*108,3*	*121,2*	*97,7*
Actifs destinés à être cédés	**416,1**	**415,3**			
Total actif	**632,7**	**587,2**	**431,0**	**483,8**	**507,4**
Capitaux propres	**322,6**	**269,6**	**343,2**	**317,9**	**336,6**
dont intérêts minoritaires		*0,1*			*5,1*
Passifs non courants	**115,2**	**95,2**	**44,0**	**113,2**	**94,2**
dont dettes financières long terme	*110,2*	*89,7*	*39,8*	*32,8*	*29,9*
dont dettes locatives long terme				*69,2*	*54,2*
Passifs courants	**64,7**	**69,2**	**43,8**	**52,7**	**76,6**
dont dettes financières court terme	*41,0*	*48,5*	*5,7*	*5,3*	*4,7*
dont dettes locatives court terme				*15,8*	*15,2*
Passifs destinés à être cédés	**130,3**	**153,2**			
Total passif	**632,7**	**587,2**	**431,0**	**483,8**	**507,4**

Source : Rapports Annuels (2016 à 2020)

** Montants retraités à la suite d'IFRS 5*

Les écarts d'acquisition concernent principalement l'UGT Benelux. A la suite des impairment tests réalisés par la Société, des dépréciations de 48,2 M€ et 19,3 M€ ont été comptabilisées respectivement sur les exercices 2017 et 2019.

Les immobilisations corporelles se répartissent entre la France (28 M€ à fin 2020 correspondant essentiellement aux actifs immobiliers loués à BRICORAMA) et le Benelux (2A,2 M€ à fin 2020).

Depuis 2019, les actifs non courants incluent les droits d'utilisation relatifs à l'application d'IFRS 16 (84,6 M€ au 31/12/2019).

La forte variation de la trésorerie en 2018 s'explique par l'encaissement du prix de cession de l'activité BRICORAMA (326 M€).

L'évolution des fonds propres est directement liée à celle du résultat net avec un recul de -53 M€ en 2017 et de -25,3 M€ en 2019 à la suite des dépréciations d'actifs enregistrées sur les exercices correspondants et en progression de +73,6 M€ en 2018 à la suite de la cession des activités BRICORAMA FRANCE.

La forte baisse des dettes financières entre 2017 et 2018 correspond (i) au remboursement des emprunts existants grâce au produit de la cession de BRICORAMA, nuancé par (ii) la souscription d'un nouvel emprunt de 41,7 M€ finançant le rachat de l'immobilier non cédé à BRICORAMA.

Nous avons été saisis par l'actionnaire minoritaire A concernant une dette financière nette de BRICORAMA FRANCE, ESPAGNE ET ASIA (et de leurs filiales) de 40,6 M€ transférée à ITM EQUIPEMENT DE LA MAISON le 4 janvier 2018 dans le cadre de la cession de BRICORAMA, qui n'apparaitrait pas en diminution de la dette du Groupe consolidé, et qui devrait, selon l'actionnaire minoritaire A, être rajoutée à l'Actif Net Réévalué. Nous relevons que les comptes de l'exercice concerné ont fait l'objet d'une certification sans réserve par les commissaires aux comptes de la Société. Dans le cadre de notre évaluation par l'ANR, nous nous sommes néanmoins assurés que celui-ci n'intégrait pas de passifs relatifs au périmètre cédé dans les comptes de BOURRELIER GROUP à fin 2020, et qui viendrait diminuer indument la valeur.

La comptabilisation des dettes locatives contribue à la hausse du passif en 2019. Elles s'établissent à 85,0 M€ en 2019 et 69,3 M€ en 2019.

4.4.3 Litiges en cours (non comptabilisés)

Le Groupe est partie à plusieurs contentieux qui ne font pas l'objet de provision ou de produit à recevoir dans les comptes. En revanche, les deux litiges mentionnés ci-dessous font l'objet de compléments de prix dans le cadre de l'Offre, qui seront analysés plus loin dans le rapport.

Litige avec le franchiseur INTERGAMMA

La Société entretient depuis plusieurs années des relations conflictuelles sur des sujets stratégiques ou contractuels avec son franchiseur INTERGAMMA.

En particulier, une procédure a été introduite début 2019 devant la Chambre des Entreprises du Tribunal d'Amsterdam (« *Ondernemingskamer* ») pour demander une plus grande transparence sur les comptes du franchiseur et sur les flux financiers avec les franchisés, et protéger les intérêts des franchisés et actionnaires non participants en faisant reconnaitre un manquement contractuel sur le versement aux franchisés des remises et primes d'achat payées par les fournisseurs. Dans son jugement, le Tribunal a débouté la Société, « *estimant qu'il n'y avait pas d'urgence et d'éléments suffisants pour accorder les mesures requises et que le litige contractuel pouvait être traité ailleurs, Intergamma ayant transmis en grande partie les informations financières demandées en cours de la procédure* »[16].

[16] Extrait Rapport Annuel 2019 – p.25

Cette procédure n'ayant pas prospéré, le Groupe a depuis engagé une autre procédure d'arbitrage devant le Tribunal Arbitral d'Amsterdam, visant à faire reconnaitre un manquement contractuel de la part d'INTERGAMMA concernant, notamment, le versement aux franchisés, des remises et primes d'achat payées par les fournisseurs.

A ce jour, la procédure ne porte que sur l'exécution de deux des contrats de franchise, et non pas l'ensemble des 75 magasins et contrats de franchises exploités par BOURRELIER GROUP sous les enseignes GAMMA et KARWEI. Formellement, l'enjeu du litige est donc à ce jour de 2,1 M€ (montants réclamés à titre principal, sans tenir compte des intérêts de retard).

La décision arbitrale est attendue pour le courant du 1er semestre 2021. En cas d'issue favorable pour la Société, cette procédure pourrait être étendue à l'ensemble des contrats de franchisé de la Société et représente pour l'ensemble des magasins de BOURRELIER GROUP un montant à réclamer, au bénéfice de la Société et donc de ses actionnaires, « *qui pourrait s'élever à près de 40 millions d'Euros pour la période de 2010 à 2018, sans tenir compte des intérêts et éventuels compléments pouvant apparaître en cours de procédure* »[17], selon les communications de la Société, sans que nous soyons en mesure d'apprécier ce montant.

Procédure indemnitaire en cours lancée par JG CAPITAL MANAGEMENT (action ut singuli)

Le rapport annuel 2019 de la Société fait état de trois assignations lancées par la société JG CAPITAL MANAGEMENT, actionnaire minoritaire de BOURRELIER GROUP SA, à l'encontre de BOURRELIER GROUP, Jean-Claude BOURRELIER et consorts. Elles concernent :

- Une réclamation de 96,3 M€ au titre d'un manque à gagner dû à la cession d'une filiale de BOURRELIER GROUP (NOUVERGIES), intervenue fin décembre 2006 au profit d'une société appartenant à Monsieur Jean-Claude BOURRELIER, dont le montant de la cession serait selon JG CAPITAL MANAGEMENT manifestement anormal.
- Une demande d'indemnisation de 7 M€ au titre d'un dédommagement du manque à gagner dû à la cession de trois actifs immobiliers situés à Gand (Belgique), St Malo et Beaune à des sociétés appartenant à Monsieur BOURRELIER, dont le prix de vente serait, selon JG CAPITAL MANAGEMENT, sous-évalué.
- Une assignation de BRICORAMA FRANCE et BOURRELIER GROUP sur des contrats de location ou toutes opérations ayant existé vis-à-vis de ses sociétés liées, lesquelles n'auraient pas été réalisées selon JG CAPITAL MANAGEMENT dans l'intérêt du Groupe.

  Dans ce cadre, une action *ut singuli*[18] a été initiée par JG CAPITAL MANAGEMENT qui invoque une indemnisation de la perte de chance qui aurait résulté de la politique immobilière de la Société.

Par jugement du 19 mai 2020, le Tribunal de Commerce de Créteil a débouté JG CAPITAL MANAGEMENT de ses diverses demandes indemnitaires. Ce dernier a depuis fait appel de cette décision. Cette procédure se poursuit devant la Cour d'Appel de Paris.

[17] Source Rapport Annuel 2019 – p.89.
[18] Une action sociale dite *ut singuli* permet à des actionnaires, sous certaines conditions, d'agir en justice afin de demander réparation du préjudice subi par la société, indépendamment du préjudice subi par les actionnaires eux-mêmes.

4.5 Matrice SWOT

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

Figure 8
Matrice SWOT de BOURRELIER GROUP

Source : Société, Analyses FINEXSI

Forces	Faiblesses
Holding : - La Société dispose d'une trésorerie significative issue de la cession de BRICORAMA FRANCE en 2018 constituant son principal actif - Coûts historiques de la holding relativement limités	*Holding :* - Dissensions entre l'actionnaire majoritaire et des actionnaires minoritaires
Benelux - L'activité de distribution s'effectue via une franchise d'Intergamma, un des leaders du marché au Benelux, avec une forte notoriété - Le marché du bricolage est un marché globalement résilient	*Benelux* - Le marché du bricolage est un marché mature au Benelux - Activité de distribution d'articles de bricolage effectuée au travers d'une franchise, limitant la marge de manœuvre du groupe en termes de capacité de développement notamment, dans un contexte de contentieux avec le franchiseur qui opère également une partie du réseau de franchisés
	Immobilier - Patrimoine diffus situé dans des zones commerciales devenues peu dynamiques

Opportunités	Menaces
Holding : - Capacité à mener des opérations de croissance externe d'envergure et potentiellement créatrices de valeur dans le cadre de sa nouvelle stratégie	*Holding :* - Aléas inhérents aux investissements futurs envisagés sur lesquels la société n'a pas de track-record
	Benelux - Réorientation des dépenses des ménages vers les loisirs en sortie de crise - Concurrence exacerbée sur le marché du bricolage de la part d'autres grandes enseignes de bricolage (notamment les grandes enseignes Allemandes) et des sites spécialisés du e-commerce/numérique

5 Evaluation de la société BOURRELIER GROUP

Conformément aux dispositions de l'article 262-1 du Règlement Général de l'AMF, nous avons procédé à une évaluation multicritères de la société BOURRELIER GROUP exposée ci-après.

5.1 Critères d'évaluation écartés

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes et références suivantes :

5.1.1 L'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels

Cette méthode, également appelée *Discounted Cash Flow* ou DCF, 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 approche n'est pas pertinente pour l'évaluation de la Société dans son ensemble dans la mesure où (i) la majeure partie de l'actif est constituée de trésorerie ou d'équivalents de trésorerie, destiné à financer des acquisitions futures sur lesquelles il n'existe pas de prévisions ni d'anticipations, et où (ii) pour le reste, il ne serait pas pertinent de considérer un flux agrégé des activités de gestion immobilière en France des activités opérationnelles au Benelux qui présentent des profils et des dynamiques distincts, sans compter les investissements récents dans MAVIC et PPH.

Elle ne peut donc pas être mise en œuvre dans le cadre d'une approche globale de la valeur de la Société.

En revanche, cette méthode est pertinente pour déterminer la valeur fondamentale de l'activité opérationnelle au Benelux dans le cadre d'un Actif Net Réévalué, comme cela est développé supra (cf. §5.2.1).

De la même manière, on peut relever que les expertises immobilières reposent notamment sur des approches fondées sur les flux de loyers.

5.1.2 Méthode du rendement (capitalisation du dividende)

Cette méthode, qui consiste à actualiser des dividendes futurs, 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. Pour ces raisons, elle n'apparaît pas adaptée dans ce contexte.

A titre d'information, nous précisons que dans le cas de BOURRELIER GROUP, la politique de dividende est irrégulière sur les derniers exercices : le dividende par action était de 2 € au titre de 2017, puis 0,5 € au titre de 2018 et 0 € au titre de 2019 et 2020, ce qui renforce le caractère inadéquat de cette méthode.

5.1.3 Valeur liquidative

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

De plus, il convient de relever que la mise en œuvre de cette méthode suppose que la totalité des actifs puisse être cédée rapidement. Au cas d'espèce, nous relevons notamment que concernant le patrimoine immobilier diffus constitué des murs d'une quinzaine de magasins les Experts immobiliers n'ont pas pu identifier de transactions comparables en raison du faible intérêt pour ce type de bien, et concernant les magasins exploités en franchise au Benelux, le contrat de franchise apparait de nature à restreindre les possibilités de cession à un tiers. Ces constats rendent l'application pratique de cette méthode extrêmement aléatoire, au-delà du fait même qu'à notre connaissance ce scenario n'est pas envisagé par la direction du Groupe.

5.1.4 Transaction récente intervenue sur le capital de la Société

Ce critère consiste à évaluer une société par référence aux transactions significatives intervenues récemment sur son capital (à l'exclusion de l'analyse du cours de bourse qui constitue un critère d'évaluation distinct examiné par ailleurs).

A notre connaissance, il n'existe pas de transaction récente significative intervenue sur le capital de la Société.

L'actionnaire minoritaire A évoque dans sa note du 2 février 2021 une « *transaction un peu ancienne sur le titre Bourrelier* » à savoir la liquidation en janvier 2018 des avoirs du Plan d'Epargne d'Entreprise et la clôture de ce plan. Cette transaction est la conséquence de la cession de BRICORAMA à INTERMARCHE, les salariés de BOURRELIER GROUP étant devenus des salariés d'INTERMARCHE.

Cette transaction est effectivement ancienne et a été réalisée sur la base du dernier cours de bourse de BOURRELIER GROUP au 31 décembre 2017, lequel constitue un critère que nous examinons au §5.2.2

5.1.5 Comparables boursiers

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

Il n'existe pas de société qui soit comparable à BOURRELIER GROUP pris dans son ensemble en matière d'activité et de structure patrimoniale. C'est pourquoi nous ne pouvons pas retenir cette méthode.

En revanche, les comparables boursiers des filiales opérationnelles au Benelux feront l'objet d'un examen dans le cadre de l'Actif Net Réévalué (méthode présentée au § 5.2.1).

5.1.6 Transactions comparables

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

Nous n'identifions pas de transaction susceptible de permettre une approche par les transactions comparables pour BOURRELIER pris globalement.

Concernant l'activité au Benelux, sur les trois dernières années, nous n'avons pas identifié de transaction directement comparable en matière de taille et d'activité et dont l'information est disponible. En revanche, sur les actifs sous-jacents, cette approche peut être retenue : nous présenterons au §5.2.1 les constats résultant des informations confidentielles auxquelles nous avons eu accès relatives au rachat de CRH par INTERGAMMA.

Concernant les actifs immobiliers en France, et comme nous y reviendrons, les expertises immobilières n'ont pas permis d'identifier de transactions directement comparables eu égard aux caractéristiques des biens considérés.

5.1.7 Objectifs de cours de bourse des analystes

Cette référence consiste à déterminer la valeur d'une société sur la base des objectifs de cours publiés par les analystes financiers.

Le titre BOURRELIER GROUP n'est suivi que par un seul bureau d'analyse.

Cette référence n'est pas donc pas pertinente et nous ne l'avons pas retenue. A titre informatif, le dernier objectif de cours s'établit à 38,8 €.

5.2 Critères d'évaluation retenus

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

5.2.1 Actif net comptable réévalué (à titre principal)

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 en engagements 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 indépendamment de leur inclusion dans un processus d'exploitation.

C'est le cas de BOURRELIER GROUP qui est effectivement une société holding détenant des actifs significatifs variés, dont les modes d'exploitation sont distincts et pour lesquels une réévaluation ligne à ligne s'avère possible (ANR).

Pour ces raisons, le critère de l'actif net comptable réévalué est particulièrement pertinent pour l'évaluation des actions BOURRELIER GROUP et nous l'avons retenu à titre principal.

Relevons que ce critère est également retenu par les actionnaires minoritaires qui nous ont contactés (cf. §7).

Pour chaque classe d'actif, nous présenterons les critères pertinents dans le cadre de la mise en œuvre de l'évaluation présentée au §5.3.

5.2.2 Analyse du cours de bourse de BOURRELIER GROUP (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 de flottant et de liquidité suffisants.

Les actions de la Société sont cotées sur le marché Euronext Growth (Code ISIN FR0000054421).

La référence aux cours de bourse est mentionnée au regard du prix d'Offre mais ne peut être considérée comme un critère pertinent dans un contexte où la liquidité et la rotation du flottant s'établissent à des niveaux très faibles tant en valeur absolue qu'en valeur relative (cf. analyse ci-après au §5.4) et où la cotation du titre est suspendue depuis plus d'un an, à savoir depuis le 20 mars 2020. C'est d'ailleurs en raison de cette absence de profondeur et liquidité du marché que 3 actionnaires minoritaires ont engagé une procédure aboutissant à la présente Offre, visant à leur donner l'accès à la liquidité de leurs titres.

Dans le présent contexte d'Offre Publique de Retrait, nous présentons donc l'analyse du cours de bourse à titre indicatif.

5.2.3 Actif net comptable consolidé de BOURRELIER GROUP (à titre indicatif)

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

Au cas présent, l'actif net comptable du Groupe est essentiellement constitué de la trésorerie issue de la cession de son activité principale historique, d'actifs (activité de distribution de matériel de bricolage au Benelux et portefeuille immobilier) dont la valeur nette comptable avait fait l'objet de dépréciations lors de précédentes clôtures (et sur lesquelles nous reviendrons avec l'examen de ce critère au § 5.5), et d'investissements récents. Dans ce cadre, nous considérons qu'il constitue une référence. Néanmoins, s'il tient compte des différents actifs du Groupe, il ne permet pas d'appréhender l'ensemble des coûts inhérents en particulier à la cotation de la Société et à la gestion du Groupe, comme nous y reviendrons. C'est pourquoi il est présenté à titre indicatif.

Concernant les choix de méthodes de valorisation du Groupe, l'actionnaire minoritaire A estime, dans sa note du 2 février 2021, que « *le titre Bourrelier Group est illiquide depuis de très nombreuses années, [et qu']il n'existe aucun analyste indépendant depuis 10 ans* » et que « *seule la méthode principale est praticable en la circonstance et Bourrelier Group nous semble devoir être valorisé à parti de son actif net réévalué* ».

Dans sa nouvelle note du 9 mars 2021, l'actionnaire minoritaire A précise cependant que « *s'il est vrai que l'ANC est fréquemment exclu comme méthode d'évaluation dans le cadre d'offres publiques, cela résulte du fait que le prix d'offre (et la valeur de la cible) sont largement supérieurs à cette référence*. » et estime que « *les travaux de l'expert indépendant devront prendre en compte l'ANC comme plancher de valorisation (ou à tout le moins comme une méthode pertinente de valorisation).* »

L'actionnaire minoritaire B partage cette analyse : « *la décision d'écarter l'Actif Net Comptable comme point de référence nous semble injustifiée. (…) dans le cas spécifique de Bourrelier Group, l'ANC est la plus pertinente et objective des références de valorisation et doit constituer le prix plancher pour la détermination du prix de l'OPR.* »

Nous retenons l'ANR à titre principal, le cours de bourse à titre indicatif, et nous considérons que pour apprécier le positionnement du prix d'Offre, l'ANC doit également être examiné à titre indicatif, en relevant, le cas échéant, les principaux écarts avec l'ANR.

5.3 Valorisation de BOURRELIER GROUP par la méthode de l'Actif Net Réévalué

L'approche la plus pertinente pour valoriser une société holding détenant des actifs différenciés est la méthode de l'Actif Net Réévalué. Chacun des actifs est réévalué en tenant compte des méthodes les plus pertinentes pour chacun d'entre eux.

5.3.1 Synthèse des méthodes retenues pour valoriser les différents actifs

Le tableau ci-dessous présente les composantes du patrimoine de la Société et synthétise les méthodes retenues pour valoriser chacun des actifs de la Société.

Méthodes de valorisation retenues pour chacun des actifs de la Société

Actif	Méthodes		Renvoi rapport
Activité au Benelux	Actualisation des flux de trésorerie	Méthode principale	5.3.2.1
	Méthode des comparables boursiers	Méthode secondaire	5.3.2.2
	Référence à une transaction comparable	A titre indicatif	5.3.2.3
Actifs immobiliers en France	Valorisation sur la base des rapports d'experts immobiliers	Méthode principale	5.3.3
Mavic	Prix d'acquisition	Méthode principale	5.3.4
PPH	Prix d'acquisition	Méthode principale	5.3.4
Trésorerie	Juste valeur	Méthode principale	5.3.5
Coûts de la holding	Actualisation des flux de trésorerie	Méthode principale	5.3.6

Source : Finexsi

5.3.2 Evaluation de l'activité au Benelux

5.3.2.1 Actualisation des flux de trésorerie prévisionnels (à titre principal)

L'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels permet de déterminer la valeur fondamentale de l'activité du point de vue de l'actionnaire de contrôle.

Hypothèses retenues au titre du plan d'affaires

Nous avons mené nos travaux sur la base du plan d'affaires 2021e-2023e communiqué par la Société. Il a été établi par le management de BOURRELIER GROUP et a été présenté au Conseil d'Administration du 24 mars 2021. Ce plan constitue une mise à jour du plan établi en décembre 2020, pour intégrer des décisions impactant le budget 2021 (fermetures de magasins notamment), mais sans remise en cause significative des prévisions ultérieures, mais sans factoriser d'autres fermetures futures.

Ce plan d'affaires est considéré en « *stand alone* » et repose sur une hypothèse de périmètre d'activité courant, après prise en compte des fermetures de magasins déjà engagées ou décidées à la date d'établissement du plan d'affaires.

Ce plan d'affaires a été établi sans tenir compte de l'application de la norme IFRS 16. Les charges locatives y sont donc intégrées en tant que charges opérationnelles ce qui permet d'appréhender directement le flux de trésorerie dégagé par l'exploitation.

Les escomptes fournisseurs que perçoit la Société au titre de délais de paiement réduits, présentés au niveau du résultat financier dans le plan d'affaires, ont été pris en compte et réintégrés dans le résultat opérationnel au niveau de l'EBITDA prévisionnel considéré, dès lors qu'ils se rattachent à l'activité courante.

Conformément à la Recommandation 2006-15 de l'AMF, nous avons échangé avec le *management* sur les principales hypothèses de ce plan d'affaires. Notre examen critique fait ressortir les principaux éléments suivants :

- Comme présenté précédemment, 2020 est une année exceptionnelle au Bénélux en raison d'éléments conjoncturels liés à la crise sanitaire en cours et ayant favorisé le transfert des dépenses des ménages vers le bricolage au détriment notamment des loisirs en raison des différentes mesures de confinement. Dans ce contexte, l'exercice 2020 est caractérisé par une progression de 19,8 % du chiffre d'affaires et en conséquence une hausse significative de la marge opérationnelle, dont le taux progresse de 6,2 points, en très nette rupture avec les tendances de long-terme.

  Cette situation, qui résulte d'éléments conjoncturelles du marché et non pas de décisions structurelles de la direction (restructuration, croissance externe, changements stratégiques, etc.) ou d'une évolution durable du marché, n'apparaît pas transposable aux années suivantes.

  Dans ce contexte, les prévisions pour cette première année, *i.e.* l'exercice 2021e, sont fondées sur l'hypothèse structurante d'un retour à la normale et s'inscrivent donc dans la tendance historique.

  Le budget 2021 tient compte en particulier :

  (i) des mesures de rationalisation de l'activité avec notamment la fermeture de 2 magasins,

  (ii) de l'impact des mesures gouvernementales liées à la crise sanitaire, en particulier aux Pays-Bas où les magasins de bricolage ont été administrativement fermés sur les premiers mois de l'exercice 2021. Il en résulte un chiffre d'affaires 2021 en légère contraction de -3 % par rapport à 2019 et un taux de marge d'EBITDA en recul de 0,2 % à 2,2 % (avant tout retraitement ou ajustement).

  Retraité de l'impact de ces 2 éléments factuels, le chiffre d'affaires 2021 est en progression de 2,7 % par rapport à 2019, et la marge opérationnelle est également en progression par rapport aux niveaux observés par le passé avec une marge d'EBITDA normalisée de 4,3 % (à comparer à 2,7 %, 3,8 % et 2,7 % sur les exercices 2017, 2018 et 2019).

  Il est important de noter que ces prévisions du *management* sont très cohérentes avec les indications budgétaires communiqués par le franchiseur INTERGAMMA pour l'exercice, avant les décisions de fermeture aux Pays-Bas.

- Pour les exercices suivants, *i.e.* 2022e et 2023e, le chiffre d'affaires s'accroît au rythme annuel organique de +1,5 %, principalement porté par le développement du marché, à un rythme similaire aux performances passées sur le long-terme.

S'agissant de la marge opérationnelle, la croissance du chiffre d'affaires, conjuguée à une légère amélioration du taux de marge brute, conduisent à l'horizon du plan d'affaires à un accroissement du taux d'EBITDA à 4,5 %.

Ajustements apportés au plan d'affaires

Le Groupe a retenu, au titre du montant des Remises Forfaitaires Annuelles (RFA) à obtenir sur les années du plan d'affaires, le taux de RFA moyen constaté sur les 5 derniers exercices, conformément à l'approche de provisionnement retenue pour l'arrêté comptable. Il s'agit, selon nous, d'une approche prudente dans le cadre de l'arrêté des comptes.

Dans le présent contexte d'évaluation, et compte tenu de la tendance observée à la hausse du taux de RFA obtenu sur les 3 dernières années, nous avons retenu la moyenne constatée sur les 3 derniers exercices, soit un impact de l'ordre de +1,2 M€ sur l'EBITDA prévisionnel annuel, et un taux d'EBITDA porté de 4,5 % à 5 % à l'horizon du plan d'affaires. Cette hypothèse que nous retenons permet d'intégrer favorablement les niveaux de RFA élevés observés sur les dernières années et conduit à prendre en compte des niveaux de marges dans le haut de la fourchette de ceux récemment constatés[19].

Ce plan d'affaires traduit des perspectives de croissance cohérentes avec les performances passées (TCAM 2019-2023e de +1,4 %, vs +1,0 % de croissance moyenne sur la période 2016-2019) et un niveau de marge dans le haut de fourchette des marges opérationnelles observées sur les dernières années.

Position des actionnaires minoritaires A et C :

Dans leur courrier du 9 mars 2021, les actionnaires minoritaires A et C notent que les hypothèses de chiffre d'affaires et d'EBITDA pour 2021 divergent très nettement des anticipations des analystes financiers qui couvrent les grandes entreprises cotées de distribution d'articles de bricolage.

Ils indiquent ainsi que « (*les) hypothèses – qui ressortent d'un plan d'affaires adopté très récemment (décembre 2020) – divergent très nettement des anticipations des analystes financiers qui couvrent les grandes entreprises cotées de distribution d'articles de bricolage en Europe et en Amérique du Nord* » (Note du 9 mars 2011) et considèrent qu'il est anormal de ne pas observer les mêmes tendances.

Les actionnaires minoritaires A et C prennent en référence des groupes en Europe et en Amérique du Nord, parmi lesquels HOME DEPOT, LOWE'S, KINGFISHER, et HORNBACH. Selon leur analyse, les analystes anticipent une baisse moyenne de chiffre d'affaires de 1 % en 2021 (à comparer avec la baisse estimée de 12 % dans le projet de Note d'information du 2 mars 2021) et une hausse de 3,3 % en 2022 (à comparer avec la baisse estimée de 1,5 % dans le projet de Note d'Information du 2 mars 2021). Concernant l'EBITDA, la moyenne du consensus fait ressortir une baisse de 3,5 % de l'EBITDA en 2021 (vs baisse de 61,5 % dans le projet de Note d'information du 2 mars 2021) et une hausse de 3,8 % en 2022 (vs une quasi-stabilité indiquée dans le projet de Note d'information du 2 mars 2021).

Position de l'actionnaire minoritaire B :

Dans son courrier du 11 mars 2021, l'actionnaire minoritaire B estime que le plan d'affaires « *est particulièrement pessimiste sur le potentiel de croissance et de rentabilité à moyen et long terme* ».

[19] Ce taux est au-dessus de la moyenne observée sur les 5 dernières années avant crise (2015-2019) qui ressort à 4,2 %. Sur cette période, un tel niveau de marge n'a été observé qu'en 2018.

Analyse de l'Expert Indépendant :

Il convient au préalable de préciser que les hypothèses 2021 et des années suivantes ont été ajustées dans la dernière version du plan d'affaires présenté lors du Conseil du 24 mars 2021, par rapport à la version du plan d'affaires repris dans le projet de Note d'information du 2 mars 2021 auquel se réfèrent les actionnaires minoritaires, pour tenir compte notamment de la fermeture de 2 magasins sur l'exercice 2021. Nous renvoyons aux développements ci-dessus sur l'impact de ces fermetures.

La référence à l'évolution moyenne des agrégats 2021e d'un échantillon par rapport à ceux de 2020 ne nous paraît pas pertinente, dans la mesure où :

- La moyenne considérée recouvre en fait des réalités disparates, voire opposées, selon les sociétés de l'échantillon (à titre d'exemple, HOME DEPOT prévoit une hausse de son chiffre d'affaires 2021 par rapport à 2020, de + 2,6 %, quand LOWE'S prévoit une baisse de 2,8 % sur la même période). Dans ces conditions, la moyenne ne traduit pas une évolution de marché consensuelle, mais résulte d'anticipations disparates ;
- Contrairement à l'analyse des actionnaires minoritaires A et C, les pays d'Europe et d'Amérique du Nord n'ont pas tous été affectés de manière comparable par la crise sanitaire : l'activité et les marges des magasins de bricolage sont directement impactées par les politiques de confinement et de fermeture des magasins décidés par chaque pays. Par exemple, **le périmètre de BOURRELIER GROUP au Benelux affiche sur les deux premiers mois de 2021 un recul du chiffre d'affaires, en recul de 20 % par rapport aux deux premiers mois de l'exercice précédent** (c'est-à-dire avant les premières mesures de restrictions sanitaires en Europe) avec une différence notable entre la Belgique (en croissance d'environ 20 %) et les Pays-Bas (en recul de plus de 50 % sur la même période), de sorte qu'il n'est pas possible d'opérer des transpositions d'une géographie à l'autre. De plus, il faut observer que la surperformance de 2020 n'est pas constatée sur la moyenne des comparables.

  Les perspectives de chaque groupe doivent être analysées de manière spécifique en tenant compte de leurs performances historiques, des géographies dans lesquelles ils opèrent, de leur mode d'exploitation (direct ou au travers d'une franchise, notamment) et de leur stratégie (croissance externe notamment). Sur ce dernier point, il convient de noter que, selon nous, les possibilités de croissance externe des activités au Benelux apparaissent limitées pour le groupe Bourrelier du fait de son statut de franchisé, sans compter qu'en cas de croissance externe, il conviendrait de déduire la valeur des investissements correspondants. Nous renvoyons à ce titre à l'analyse, présentée ci-dessous, des prévisions de chiffres d'affaires des comparables cités supra au regard des chiffres d'affaires passés.

De plus, avant de procéder à la comparaison avec les comparables cités, rappelons que les prévisions 2021 établies par le management du groupe BOURRELIER restent cohérentes avec les budgets établis par le franchiseur INTERGAMMA, et qui nous ont été communiqués : les prévisions intégrées dans ce plan d'affaires sont en ligne avec celles transmises par le franchiseur à l'ensemble du réseau de franchise en fin d'année 2020, c'est-à-dire avant les décisions gouvernementales de fermeture aux Pays-Bas. Elles sont donc corroborées par le tiers extérieur à même de les apprécier et que les reportings de début d'année qui nous ont été transmis pour les deux premiers mois de l'exercice 2021 traduisent un fort recul du chiffre d'affaires par rapport à la même période sur 2020.

Mise en perspective des prévisions de BOURRELIER GROUP par rapport à l'échantillon de comparables considéré par les actionnaires minoritaires A et C.

Les constats qui précèdent sur le fait que BOURRELIER GROUP n'est pas directement comparable aux références considérées par les actionnaires sont confortés par l'analyse des chiffres présentée ci-après.

Il existe peu de groupes cotés spécialisés dans la distribution de produits de bricolage au travers de magasins spécialisés. Les actionnaires minoritaires A et C ont retenu les suivants :

a) THE HOME DEPOT, est avec 132,1Bn$ de chiffre d'affaires le n° 1 mondial de la distribution de détail de produits de rénovation résidentielle, et exploite environ 2 300 magasins en Amérique du Nord.

b) LOWE CORP, avec 89,6Bn$ de chiffre d'affaires est son principal concurrent sur le marché nord-américain, où environ 2 000 de ses magasins sont implantés.

c) KINGFISHER, entreprise anglaise de commerce de détail spécialisée dans le bricolage, compte environ 1 380 magasins dans huit pays européens sous des enseignes de vente telles que B&Q, CASTORAMA, BRICO DEPOT, SCREWFIX, TRADEPOINT et KOÇTAS.

d) HORNBACH, groupe allemand qui exploite 130 magasins de grande distribution spécialisés dans la vente de produits de bricolage, de jardinage et de construction, en Allemagne et dans 8 autres pays européens (Suisse, Autriche, Pays-Bas notamment).

Les groupes américains THE HOME DEPOT et LOWE cités ci-dessus ne peuvent être retenus comme références de comparaison pour les prévisions, dans la mesure où :

- Ils génèrent des chiffres d'affaires qui sont très significativement supérieurs à celui de BOURRELIER GROUP au Benelux (dans un rapport de 1 à 500) et ne sont donc pas directement comparables de ce seul fait.
- Ils sont implantés exclusivement en Amérique du Nord et sont donc exposés à des tendances sectorielles qui peuvent différer des tendances européennes[20] .
- Ils disposent des moyens nécessaires à la mise en œuvre de leur propre stratégie, en particulier en termes de croissance externe (cf. acquisition de HD SUPPLY par HOME DEPOT fin 2020) comme en termes d'acquisition de parts de marché (Cf. stratégie de LOWE présentée dans ses publications de résultats), ce dont ne dispose pas BOURRELIER GROUP qui dépend du franchiseur pour l'exécution de sa stratégie et qui se trouve particulièrement limité en termes de croissance externe, dans un contexte où nous observons effectivement des fermetures et non des acquisitions ou ouvertures de magasins, à l'inverse donc des groupes pris en comparaison.

Croissance passée et anticipée des comparables européens

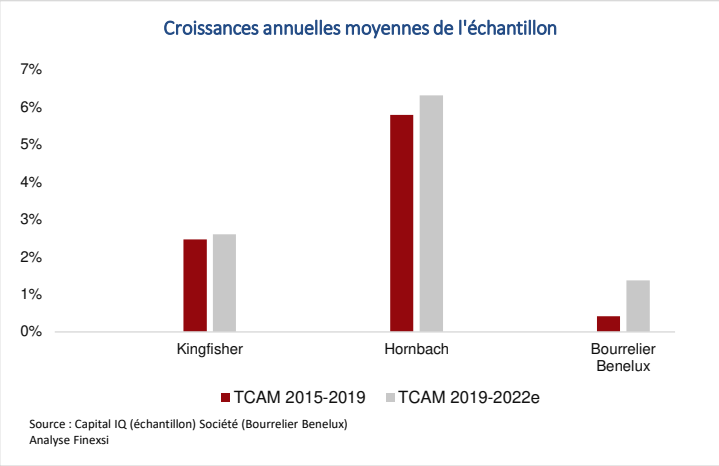
Pour les deux sociétés européennes KINGFISHER et HORNBACH, nous avons examiné les prévisions de chiffres d'affaires pour les exercices 2021/2022 et 2022/2023.

[20] Par exemple, le plan massif de relance annoncé aux Etats-Unis en début d'année et destiné à soutenir la consommation américaine, aura une incidence importante sur les chiffres d'affaires des sociétés de la distribution américaine, sans incidence sur les sociétés européennes.

Les chiffres d'affaires, les prévisions de chiffres d'affaires et les croissances correspondantes, comparées à celles de l'activité Benelux, se présentent comme suit[21] :

(m devises)	Kingfisher		Hornbach		Bourrelier Benelux	
Chiffre d'affaires	GBP	croissance	EUR	croissance	EUR	croissance
2015	10 441		3 535		216	
2016	11 225	7,5%	3 710	5,0%	213	-1,2%
2017	11 655	3,8%	3 891	4,9%	221	3,6%
2018	11 685	0,3%	4 096	5,3%	223	0,8%
2019	11 513	-1,5%	4 428	8,1%	220	-1,5%
2020	12 343	7,2%	*5 117*	15,6%	263	19,8%
2021e	*12 177*	-1,3%	*5 093*	-0,5%	*212*	-19,4%
2022e	*12 438*	2,2%	*5 321*	4,5%	*229*	7,8%
TCAM 2015-2019		2,5%		5,8%		0,4%
TCAM 2019-2022e		2,6%		6,3%		1,4%

Source : Capital IQ (échantillon) Société (Bourrelier Benelux)
Analyse Finexsi



Dans les faits, nous constatons que les croissances passées de BOURRELIER GROUP sont plus faibles que celles de KINGFISHER et HORNBACH. Les croissances de ces deux groupes ont notamment été soutenues par l'ouverture de magasins (KINGFISHER opère désormais 1 386 magasins en 2019 vs 1 100 magasins en 2015, soit +26 % sur la période), ce qui n'est pas le cas pour BOURRELIER GROUP.

Nous observons en 2021 un léger recul des chiffres d'affaires estimés de KINGFISHER et HORNBACH, puis des chiffres d'affaires anticipés pour 2022 globalement supérieurs à ceux de 2020. Pour autant, une fois l'année 2020 qui n'est pas représentative neutralisée[22], les tendances de chiffres d'affaires prévisionnels correspondent à la poursuite des tendances observées historiquement, sans remise en cause de ces tendances du fait de l'année 2020. Les croissances anticipées, dépolluées de l'exercice exceptionnel de 2020, () sont en effet largement comparables aux croissances passées (croissance annuelle moyenne 2015-2019), lorsque la croissance anticipée pour BOURRELIER GROUP traduit en revanche une meilleure performance en anticipant un dépassement de ses taux de croissance passés.

[21] Les 2 sociétés ont un exercice décalé à fin janvier ou fin février. Par mesure de simplification, les exercices ont été assimilés à des exercices se clôturant au 31 décembre précédent.
[22] i.e. appréhendées par la croissance annuelle moyenne 2019-2022 qui permet de neutraliser les effets exceptionnels de 2020.

Ainsi, les analyses historiques et prospectives montrent que la comparaison directe avec d'autres distributeurs n'est pas pertinente et que les prévisions de BOURRELIER GROUP nous semblent objectives dès lors qu'elles sont cohérentes d'une part avec les indications communiquées par INTERGAMMA pour 2021 et d'autre part avec les difficultés à mettre en œuvre une stratégie de croissance indépendante de la franchise.

En synthèse, les comparaisons opérées par les actionnaires minoritaires ne nous semblent pas pertinentes dans la mesure où les taux de croissance et de marges historiques ne sont pas comparables. En particulier, selon nous :

- La différence de taille induit des stratégies de développement qui ne sont pas comparables. Il n'est notamment pas possible de transposer des taux de croissance intégrant des investissements et des opérations de croissance externe significatifs, là où les franchises exploitées ne paraissent pas avoir cette possibilité de développement, qui plus est dans un contexte de relations conflictuelles avec le franchiseur.
- Il n'est pas tenu compte de la situation de franchisé qui relève d'un modèle économique distinct qui impacte potentiellement les marges. Dans tous les cas, il est un fait que le taux de marge historique des activités au Bénélux est sensiblement inférieur à celui des comparables.

Détermination des flux de trésorerie

Retraitement de la norme IFRS 16

Dès lors que le plan d'affaires communiqué n'intègre pas d'impact au titre d'IFRS 16, il est cohérent avec une approche fondée sur les flux de trésorerie dégagés par l'exploitation et ne nécessite donc pas de retraitement à ce titre.

Par mesure de cohérence, il convient de ne pas tenir compte de l'endettement relatif aux dettes locatives dans la dette à retenir pour l'évaluation.

Cette approche excluant les impacts d'IFRS 16 permet de considérer des flux de trésorerie alignés sur ceux effectivement dégagés par l'exploitation.

Variation du besoin en fonds de roulement

Nous avons retenu un ratio de BFR à 60 jours de chiffre d'affaires, en cohérence avec la moyenne observée sur les derniers exercices.

Le BFR qui ressort des comptes au 31 décembre 2020 intègre un montant de RFA à recevoir estimé sur la base du taux moyen constaté sur les 5 derniers exercices. Nous avons considéré, compte tenu de l'année exceptionnelle réalisée en 2020 et de la forte augmentation de l'activité, qu'il était plus raisonnable dans le présent contexte d'évaluation d'appliquer le taux de RFA constaté sur l'exercice précédent, plus fort taux observé, soit un ajustement à la hausse de 3,5 M€ sur le premier flux.

Investissements nets

Les investissements ont été retenus sur la base des prévisions du management qui appréhendent pour l'exercice 2021e des charges futures liées à des transferts de 3 magasins et d'investissements importants de *remodelling* pour deux magasins, extériorisant un ratio d'investissement de 2,9 % du chiffre d'affaires prévisionnel 2021.

Pour les exercices suivants, *i.e.* 2022e et 2023e, le niveau d'investissement est de 1 % du chiffre d'affaires : ce niveau d'investissements est cohérent avec les recommandations d'investissement par magasin du franchiseur.

Impôts sur les sociétés

Dans la mesure où les résultats sont réalisés en Belgique et aux Pays-Bas, nous avons modélisé l'impôt sur les sociétés sur la base des taux d'imposition de chacun de ces pays, afin d'obtenir un taux d'imposition pondéré sur chacun des exercices.

Le résultat imposable a été déterminé à partir du résultat opérationnel. Le taux d'imposition est stable sur l'horizon du plan d'affaires à 25 %.

Extrapolation et flux normatif

Nous avons extrapolé le plan d'affaires transmis par la Société de deux années, notamment pour faire converger en valeur terminale les niveaux d'investissement et d'amortissement.

Nous avons retenu un taux de croissance à l'infini de 1,5 % qui reflète les anticipations d'inflation sur le long terme et nous apparaît cohérent au regard des tendances récentes et de long-terme et du positionnement de BOURRELIER GROUP, qui agit en tant que franchisé dans un marché mature c'est-à-dire sans tenir compte d'une érosion des parts de marché ou des fermetures liés aux nouveaux concurrents, étant rappelé que dans la situation actuelle de franchisé, les possibilités de développement apparaissent limitées selon nous.

La marge d'EBITDA normative a été déterminée sur la base de la dernière année de prévision explicite et ressort à 5 %, y compris notre ajustement sur le taux de RFA (cf. ci-avant), soit un taux au-dessus de la moyenne observée sur les 5 dernières années avant crise (2015-2019) qui ressort à 4,2 %.

Position des actionnaires minoritaires A et C :

Dans leur courrier du 9 mars 2021, les actionnaires minoritaires A et C relèvent que le projet de note d'information (du 2 mars 2021) retient une marge d'EBITDA normative de 3,75 %, enregistrée sur la période 2014-2019, qui correspond selon eux aux années de bas de cycle et non à l'ensemble du cycle. Ils considèrent qu'il faut se référer l'ensemble du cycle, soit de 2010 et 2019 (comprenant les années hautes et les années basses) et que sur cette base, la marge d'EBITDA moyenne serait selon eux de 5,5 %.

Analyse de l'Expert indépendant :

Comme présenté ci-avant (§ 4.4), on observe une décroissance tendancielle de la marge d'EBITDA de BOURRELIER GROUP depuis 2010, sans qu'il puisse être selon nous constaté de cycles, avec des périodes hautes et des périodes basses, mais bien une tendance.

Bourrelier Group - Evolution marge d'EBITDA

Année	Marge d'EBITDA*
2010	9,3 %
2011	8,7 %
2012	6,6 %
2013	5,2 %
2014	5,1 %
2015	4,5 %
2016	4,0 %
2017	2,7 %
2018	5,6 %
2019	4,1 %

** retraitée en 2018 et 2019 des RFA non comptabilisés en résultat opérationnel*

Selon notre compréhension, les taux de marges observés au début des années 2010 correspondent à des conditions de marché qui ne sont pas transposables du fait notamment de l'émergence de nouvelles concurrences avec la concurrence directe d'acteurs de plus grande taille, notamment d'HORNBACH, et le développement progressif des achats en ligne, qui viennent concurrencer directement les magasins du Groupe et font peser une pression plus forte sur les marges.

Sur les 5 années précédant 2020 (non représentative), le taux de marge d'EBITDA moyen s'est élevé à 4,2 %, avec une seule année présentant une marge supérieure à 5 %. Sur la base du budget 2021, cohérent avec celui du franchiseur établi avant les annonces de fermeture des magasins, le taux marge ajusté attendu ressort à 4,3 %. Dans ces conditions, retenir un taux de marge de 5,0 % à compter de 2022 et le maintenir sur l'ensemble des années suivantes apparait cohérent dans le contexte de marché actuel et compte tenu des performances historiques du Groupe. Nous présenterons ci-après une analyse de sensibilité au taux de marge.

Les investissements nets normatifs représentent 1,0% du chiffre d'affaires, en ligne avec la dernière année du plan d'affaires et les recommandations du franchiseur. Ils correspondent en valeur terminale aux dotations aux amortissements.

Calcul du taux d'actualisation

Dès lors que le Groupe et ses filiales se trouvent dans une situation de trésorerie nette significative, nous avons retenu le coût des fonds propres de la Société estimé au 31 décembre 2020 pour actualiser les flux de trésorerie futurs.

Dans la mesure où le plan d'affaires des activités de *retail* repose sur des anticipations récentes du franchiseur, il appréhende dès lors l'impact lié à la crise sanitaire.

Il convient donc de ne pas intégrer dans le calcul de ce coût des fonds propres la rémunération du risque supplémentaire extériorisée par le marché au début de la crise sanitaire, lorsque les prévisions du marché n'étaient pas ajustées de son impact.

Par conséquent, nous avons déterminé le taux d'actualisation sur la base de paramètres de marché appréciés sur une période assez longue pour limiter l'impact de la crise sanitaire sur ce taux, ce qui est favorable aux actionnaires minoritaires. Ce coût a ainsi été estimé à 8,78% sur la base :

- D'un taux sans risque de -0,11 % correspondant à la moyenne 2 ans du taux OAT TEC 10 au 22 avril 2021 - Source : *Banque de France*) ;
- D'une prime de risque de 8,56 % (prime de risques Associés en Finance moyenne sur deux ans en avril 2021) ;
- D'un bêta sectoriel désendetté 5 ans[23] des comparables 0,92 (Source : CAPITAL IQ) ;
- D'une prime de 1,01 % retenue pour refléter la moindre taille de BOURRELIER GROUP par rapport à celle de ses comparables (Sources : IBBOTSON - Valuation Handbook et analyse FINEXSI).

Ce taux de 8,78 % apparaît cohérent avec le taux de rendement qui serait attendu pour un investisseur sur des actifs comparables, et reflète de manière appropriée le risque de réalisation du plan d'affaires. Rappelons également que ce taux est un coût des fonds propres, sans levier financier, compte tenu de la structure financière de la Société.

[23] Le choix du beta désendetté 5 ans permet de limiter l'incidence de la forte volatilité des marchés provoquée par la crise sanitaire. Le beta désendetté 2 ans ressort à 0,96, le choix du beta désendetté 5 ans est donc favorable à l'actionnaire.

Nous attirons l'attention sur le fait que la valeur DCF traduit usuellement la valeur pour l'actionnaire de contrôle. Au cas d'espèce, nous relevons que l'activité est exercée au travers d'un contrat de « hard franchise » restreignant le pouvoir décisionnel du franchisé et ses possibilités de sortie, c'est-à-dire la liquidité de son investissement. Pour autant et dans le contexte de la présente offre publique de retrait, il ne nous est pas apparu justifié de retenir à ce titre une prime spécifique dans le calcul du taux d'actualisation ou une décote qui serait appliquée au résultat du DCF. Cette position est favorable à l'actionnaire minoritaire.

Résultats de l'évaluation et analyses de sensibilité

Sur ces bases, la valeur issue de ce DCF ressort à 81,5 M€, dont environ 81 % résultent de la valeur terminale.

Les éléments de dette financière et de trésorerie de la Société étant appréhendés au niveau consolidé et dès lors que les dettes locatives ne doivent pas être retraitées, la valeur centrale de l'activité au Benelux s'établit à 81,5 M€.

Les sensibilités de la valeur de l'activité à une variation combinée du taux d'actualisation (de -1 point à +1 point) et du taux de croissance à l'infini (de -1 point à +1 point), sont présentées ci-après.

Figure 7

Analyse de sensibilité au coût moyen pondéré du capital et au taux de croissance à l'infini

Taux d'actualisation \ Taux de croissance à l'infini	0,5%	1,0%	**1,5%**	2,0%	2,5%
7,78%	86,9	91,0	95,8	101,4	108,0
8,28%	80,7	84,2	88,1	92,7	98,0
8,78%	75,3	78,2	**81,5**	85,2	89,6
9,28%	70,5	72,9	75,7	78,8	82,4
9,78%	66,2	68,3	70,6	73,2	76,2

Les sensibilités de la valeur de l'activité à une variation combinée du taux d'actualisation (de -1 point à +1 point) et du taux de marge d'EBITDA normatif (de -0,5 point à +0,5 point), sont présentées ci-après.

Taux d'actualisation \ Taux de marge d'EBITDA	4,5%	4,8%	**5,0%**	5,3%	5,5%
7,78%	84,8	90,3	95,8	101,3	106,8
8,28%	78,1	83,1	88,1	93,1	98,1
8,78%	72,3	76,9	**81,5**	86,1	90,6
9,28%	67,2	71,4	75,7	79,9	84,1
9,78%	62,8	66,7	70,6	74,5	78,4

Nous retiendrons, à l'issue de ces analyses, une fourchette de valeurs pour l'activité comprise entre 75,7 M€ et 88,1 M€, et une valeur centrale de 81,5 M€.

5.3.2.2 Méthode des comparables boursiers (à titre secondaire)

Comme indiqué ci-avant, nous n'avons pas été en mesure de constituer un échantillon de sociétés qui soient pleinement comparables à BOURRELIER GROUP en particulier en termes de mode d'exploitation, de taille et de positionnement géographique, étant rappelé que BOURRELIER GROUP opère en tant que franchisé.

Nous avons cependant identifié cinq sociétés cotées européennes intervenant sur le segment de la distribution de produits de bricolage. Des différences subsistent néanmoins en termes de taille, et donc de possibilités et stratégies de développement, ou de diversification des activités et donc de niveaux de rentabilité. C'est notamment pourquoi ce critère doit être considéré à titre secondaire.

Ces cinq sociétés sont présentées ci-après :

- **KINGFISHER PLC** est une entreprise anglaise de commerce de détail spécialisée dans le bricolage. KINGFISHER possède environ 1 350 magasins répartis dans 9 pays en Europe, dont B&Q au Royaume-Uni, Castorama ou encore Brico Dépôt qui sont présents notamment en France.

  Au 31 janvier 2021, la société KINGFISHER a réalisé 12 343M£ de chiffre d'affaires pour une marge opérationnelle de 7,4 %[24] ;

- **HORNBACH BAUMARKT AG** est une société allemande qui exploite une chaîne de magasins de bricolage allemande de la grande distribution spécialisée dans les produits de construction, le bricolage et le jardinage, notamment sur le segment du *do it yourself*. Elle exploite 161 magasins répartis dans 9 pays européens, principalement en Allemagne, mais aussi en République tchèque, en Autriche, aux Pays-Bas, en Suède, au Luxembourg, en Slovaquie, en Suisse et en Roumanie.

  Au 29 février 2021, HORNBACH a réalisé un chiffre d'affaires de 5 117 M€ pour une marge opérationnelle de 5,5 %.

- **BYGGMAX GROUP AB** est une société suédoise qui vend des matériaux de construction pour des projets courants de maintenance et de bricolage notamment DIY. L'entreprise propose des matériaux de construction, notamment du bois d'œuvre, de l'isolant, des feuilles, des panneaux et des peintures. Elle exploite 109 magasins en Suède, 42 magasins en Norvège et 10 magasins en Finlande, ainsi que 11 salles d'exposition avec le concept de SKÅNSKA BYGGVAROR.

  Au 31 décembre 2020, la société a réalisé un chiffre d'affaires de 6 801MSEK pour une marge opérationnelle de 7,1 %.

- **SAMSE SA** est une société française spécialisée dans la distribution de matériaux de construction et d'outillage, à travers un réseau de 350 points de vente en France.

  Avec ses 5770 collaborateurs, le chiffre d'affaires réalisé par la société au 31 décembre 2020 était de 1 512 M€ pour une marge opérationnelle de 4,7 %.

[24] La marge opérationnelle est obtenue en divisant l'EBIT par le chiffre d'affaires de la société - Données issues de Capital IQ.

- **GRAFTON GROUP PLC** est une société irlandaise qui exerce des activités de distribution, de vente au détail et de fabrication en Irlande, aux Pays-Bas et au Royaume-Uni. Son principal secteur d'activité est celui de la distribution de matériaux de construction et de plomberie à des professionnels engagés dans des projets de réparation, d'entretien et d'amélioration résidentiels, ainsi que dans la construction. Ce segment exploite 487 succursales principalement en Angleterre et en Irlande. Deux autres segments d'activité consistent en la vente au détail de produits de bricolage de produits de salle de bain et des cuisines, (35 magasins principalement sous la marque WOODIE'S) et en une activité de fabrication de mortier sec.

  Au 31 décembre 2020, le chiffre d'affaires réalisé s'est établi à 2 509M£ pour une marge opérationnelle de 4,8 % ;

  Cependant, la société a annoncé en mars 2021 une restructuration de son capital[25] qui s'est traduite par une progression de sa capitalisation de l'ordre de 40 % sur les 3 derniers mois[26], sans changement dans les prévisions de résultats, ce qui vient perturber l'analyse des multiples. Ses multiples ne seront pas pris en compte.

L'analyse des croissances de revenus et des marges d'EBITDA attendues pour les sociétés de l'échantillon comparée à celles de l'activité Benelux de BOURRELIER GROUP ressort comme suit :

Tableau 1
Evolutions des agrégats observés sur les sociétés comparables

Sociétés	Pays	CA 19 (mEUR)	Capitalisation (mEUR)	VE (mEUR) *	Croissance du chiffre d'affaires				Taux de marge d'EBITDA			
					2020	2021e	2022e	CAGR 19-22e	2019	2020e	2021e	2022e
Bourrelier Group SA	France	220			20 %	(19)%	8 %	3,4%**	11 %	16 %	9 %	12 %
Kingfisher plc	Royaume Uni	13 947	7 285	8 847	7 %	(1)%	2 %	2,6%	9 %	9 %	12 %	9 %
HORNBACH Baumarkt AG	Allemagne	5 117	1 104	2 278	16 %	(0)%	4 %	6,3%	10 %	10 %	10 %	10 %
Grafton Group plc	Irlande	2 800	2 714	3 110	(6)%	7 %	6 %	2,2%	9 %	9 %	12 %	9 %
Byggmax Group AB (publ)	Suede	677	379	534	29 %	2 %	1 %	10,0%	12 %	12 %	14 %	12 %
Samse SA	France	1 512	558	792	1 %	5 %	3 %	2,8%	7 %	7 %	8 %	7 %
Moyenne					**9,3 %**	**2,5 %**	**3,3 %**	**4,8 %**	**9,5 %**	**9,5 %**	**11,2 %**	**9,5 %**
Médiane					**7,2 %**	**2,5 %**	**3,0 %**	**2,8 %**	**9,4 %**	**9,4 %**	**11,5 %**	**9,4 %**

Source : CAPITAL IQ (comparables), Société (Données Bourrelier Group), Analyses FINEXSI

**Valeur d'entreprise calculée sur la base du CMPV 3 mois au 22 avril 2021.*

*** la croissance annuelle moyenne est ici neutralisée de l'impact des fermetures annoncées. A périmètre courant, la croissance moyenne serait de 1,4 %*

Les données présentées dans le tableau ci-dessus correspondent aux chiffres publiés, c'est-à-dire en prenant en compte IFRS 16, ce qui explique la différence de marge présentée pour BOURRELIER GROUP. Ne disposant pas d'informations suffisantes pour retraiter IFRS 16, nous avons considéré ici des agrégats incluant l'impact de cette norme (EBITDA et dette) pour la Société et les comparables.

En termes de chiffre d'affaires, il ressort de l'analyse comparative une forte disparité de croissance 2019/2020 puis 2020/2021 avec globalement des phénomènes de rattrapage sur les deux exercices, sans compter les effets de périmètre et difficiles à appréhender (fermetures ou croissance externe selon le cas).

[25] http://grafton-p-umbraco.azurewebsites.net/news/2021/simplification-of-the-grafton-unit/
[26] Capitalisation de 2,1 bn£ fin janvier 2021 vs 2,9 bn£ fin avril 2021 (source ; Capital IQ)

Pour BOURRELIER GROUP, le chiffre d'affaires 2021e est en léger recul de 3 % par rapport à 2019, qui s'explique par une croissance organique de 2,7 % compensée par un effet périmètre négatif (incidence des fermetures de magasins)[27]. Son chiffre d'affaires 2022e conduit à une croissance moyenne annuelle sur trois exercices de 3,4 % hors effet des fermetures annoncées de magasins, à comparer à la moyenne des croissances annuelles moyennes de l'échantillon de 4,8 % et à leur médiane de 2,8 %. Sur ces bases, la croissance globale attendue pour le Benelux apparaît cohérente au regard des croissances des sociétés comparables, en particulier dans un contexte d'hétérogénéité des mesures administratives mises en œuvre dans les pays européens pour lutter contre la propagation du coronavirus, et compte tenu de l'évolution du périmètre des magasins exploités.

Remarquons de plus que parmi les sociétés de l'échantillon, GRAFTON affiche un recul global de son chiffre d'affaires (-6 % en données locales), en raison de la crise sanitaire qui a entrainé les fermetures de magasins et de branches d'activité en Irlande et au Royaume-Uni sur une majeure partie de l'exercice, ce qui illustre l'impossibilité de transposer les observations de 2020 et 2021 d'une géographie à l'autre.

Il est un fait que BOURRELIER GROUP dégage un taux de marge historiquement plus faible que ses comparables notamment lié à sa qualité de franchiseur, comme nous l'avons vu précédemment.

Tableau 2
Multiples observés sur les sociétés comparables

Sociétés	Pays	CA 20 (mEUR)	Capitalisation (mEUR)	VE (mEUR) **	xEBITDA**	
					2021e	2022e
Bourrelier Group SA	France	220				
Kingfisher plc	Royaume Uni	13 947	7 285	8 847	5,5x	5,3x
HORNBACH Baumarkt AG	Allemagne	5 117	1 104	2 278	4,6x	4,5x
Byggmax Group AB (publ)	Suede	677	379	534	5,4x	5,7x
Samse SA	France	1 512	558	792	6,0x	5,7x
Moyenne					**5,4x**	**5,3x**
Médiane					**5,4x**	**5,5x**

* Multiples induits par une valeur d'entreprise calculée sur la base du CMPV 3 mois et d'un nombre moyen d'action sur 3 mois
** Valeur d'entreprise calculée sur la base du cours de bourse au 22/4/2021

Source : CAPITAL IQ, Analyses FINEXSI

Selon nous, la mise en œuvre de cette méthode devrait s'effectuer de préférence sur la base d'agrégats hors IFRS 16, davantage représentatifs d'un niveau primaire de trésorerie dégagée par l'exploitation, non pollué par des traitements comptables. Au cas d'espèce, les informations disponibles concernant les comparables ne nous permettent pas d'opérer ce retraitement.

Ainsi, dès lors que les multiples extériorisés par les prévisions ont été calculés sur des agrégats IFRS 16, il convient d'appliquer les multiples ainsi obtenus aux agrégats IFRS 16 de BOURRELIER GROUP pour déterminer la valeur d'entreprise de l'activité.

[27] Cf. §5.3.2.1.

A ce titre et par cohérence dans l'approche méthodologique, nous avons appliqué les multiples moyens et médians 2021e et 2022e aux prévisions d'EBITDA de la même année, issues du plan d'affaires établi par le management de la Société que nous avons retraitées pour intégrer les effets d'IFRS 16 (réintégration de la charge locative dans l'EBITDA et prise en compte de la valeur des dettes locatives dans la dette nette) en maintenant nos hypothèses de RFA plus favorables aux actionnaires (cf. §5.3.2.1).

Benelux - Valeur d'entreprise		2021e	2022e
EBITDA (k€)		10 882	11 334
Réintégration de la charge locative (IFRS16)		15 852	15 852
Agrégats EBITDA IFRS 16 retraité		26 734	27 186
Valeur d'entreprise (k€)	Moyenne	143 686	144 396
	Médiane	145 543	149 654
Dette locative IFRS 16		69 341	69 341
Valeur d'entreprise ajustée de la dette locative (k€)	Moyenne	74 345	75 055
	Médiane	76 202	80 313

Après imputation des dettes locatives, il ressort de l'application de ces multiples aux prévisions de BOURRELIER GROUP une fourchette de valeur d'entreprise comprise entre 74,3 M€ et 80,3 M€.

Nous précisons que comme pour le DCF, nous n'avons pas tenu compte du statut de franchisé, ni de la différence de taille de BOURRELIER GROUP par rapport aux sociétés de l'échantillon, ce qui aurait pu conduire à extérioriser une valeur plus faible de l'action de la Société par l'application d'une décote de taille, ni procédé à des analyses de régressions en fonction de la rentabilité qui auraient également pu conduire à réduire la valeur considérée.

L'approche retenue apparaît donc favorable à l'actionnaire minoritaire de ce point de vue.

5.3.2.3 Méthode des transactions comparables (à titre informatif)

Le rachat à CRH (principal franchisé à l'époque devant BOURRELIER GROUP) par INTERGAMMA de ses 155 magasins situés au Benelux, intervenu en 2018 constitue une référence directe et pleinement comparable. Cette transaction concerne l'exploitation de ces magasins, mais également la cession des titres INTERGAMMA détenus par CRH, ainsi qu'une partie des murs des magasins exploités.

L'activité est pleinement comparable puisqu'il s'agit de la cession de magasins de la même franchise, implantés dans une zone géographique similaire. Il y a néanmoins peu d'information publique disponible concernant cette transaction et les multiples induits n'ont pas été communiqués à notre connaissance.

Nous avons pu consulter des documents confidentiels internes transmis par INTERGAMMA à ses franchisés concernant les modalités de cette transaction, et notamment le multiple d'EBITDA considéré pour la partie de la transaction relative à la cession de l'exploitation des magasins.

La valorisation induite par ce multiple ne remet pas en cause la valorisation issue de l'approche par DCF, qui fait ressortir un résultat supérieur.

Dans sa note du 11 mars 2021, l'actionnaire minoritaire B estime que « *la cession d'un portefeuille de magasins par CRH à Intergamma, (également) réalisée à 10x l'EBITDA, aurait pu également constituer une transaction de référence* ». Le multiple cité en référence, qui diffère de celui que nous avons pu consulter, n'a pas pu nous être justifié par l'actionnaire minoritaire.

5.3.3 Valorisation des actifs immobiliers sur la base des rapports de deux experts immobiliers

BOURRELIER GROUP détient quinze actifs immobiliers via plusieurs SCI, correspondant aux murs de certains des magasins BRICORAMA cédés à ITM en 2018.

Comme cela a été présenté en partie 4, ces différents actifs sont, à l'exception du magasin de Nogent-sur-Marne, tous situés dans des zones commerciales en périphérie de ville moyenne (Bar-le-Duc, Decazeville, Lens, Moncoutant, Marmande, Roubaix, etc.). Nous comprenons, à la lecture des rapports d'expertise immobilière, qu'il s'agit d'actifs dans des zones commerciales peu dynamiques en perte de vitesse, et dans des zones à pouvoir d'achat limité.

Nous nous sommes fait confirmer l'absence de projet de cession de ces biens.

Parmi les 15 actifs immobiliers, 1 actif est détenu via un bail à construction, pour lequel BOURRELIER GROUP ne sera plus propriétaire à l'échéance du bail (2025). Ce bien est donc évalué par différence entre les loyers restant à payer en application du bail à construction et ceux à recevoir jusqu'à cette date.

2 actifs sont détenus via des contrats de crédit-bail. Notons que les indemnités et l'option des crédits-bails figurent en dette dans les comptes consolidés et seront appréhendées dans la trésorerie nette du Groupe dans notre évaluation. En conséquence, les développements qui suivent portent sur la valeur en pleine propriété des actifs (hors bail à construction à échéance 2025 et y compris crédit-bail immobilier

<u>Expertise immobilière PATRON</u>

La Société a mandaté un Expert immobilier, Monsieur Jacques PATRON, Expert près la Cour d'appel de Paris, pour procéder à l'évaluation de chacun de ces quinze actifs à fin décembre 2020.

L'évaluation menée porte sur la pleine propriété des biens immobiliers, à l'exception du bail à construction retenu pour la valeur des loyers nets des charges restant à percevoir. Pour les 14 autres biens, l'Expert immobilier retient deux méthodes de valorisation : la méthode par capitalisation et la méthode par actualisation des flux. En l'absence de référence pertinente, la méthode par comparaison n'a pas été mise en œuvre. Pour l'approche par capitalisation, l'Expert immobilier a déterminé des taux de rendement spécifiques à chaque bien en fonction du preneur, de l'emplacement, de la qualité de la construction, de la rareté et du risque locatif. Il en résulte des taux de rendement compris entre 7,5% et 10%, avec une moyenne à 8,9%.

Il ressort de ces travaux d'expertise, au travers de rapports détaillés et motivés, une valeur globale des actifs immobiliers de 26,5 M€.

<u>Expertise immobilière CATELLA (mandaté par nos soins)</u>

Afin de nous assister dans la revue critique des rapports d'expertise PATRON, nous avons mandaté un Expert immobilier, le cabinet CATELLA, pour « *(i) réaliser une analyse critique des expertises réalisés sur chacun des actifs par Monsieur Jacques Patron, (ii) analyser de manière critique l'ensemble des hypothèses financières retenues, notamment les valeurs locatives de marché et les taux de rendement retenus, et (iii) en cas de désaccord sur les conclusions de l'expertise, déterminer sur pièces une nouvelle valeur vénale de marché des actifs en question* » sur l'ensemble du patrimoine de BOURRELIER GROUP, à l'exception du bail à construction, soit 14 biens.

Dans ce cadre et à l'issue de ses travaux, le cabinet CATELLA a révisé, selon ses propres hypothèses la valeur de 7 des 14 actifs considérés et confirmé l'évaluation retenue pour les 7 autres. Les révisions opérées s'inscrivent à la hausse ou à la baisse selon les cas et conduisent à une valeur globale inférieure de 1 M€ avant prise en compte des indemnités de crédit-bail appréhendée dans la dette nette, soit une valeur du patrimoine immobilier de 25,5 M€, après prise en compte de la valeur du bail à construction perdu en 2025 (i.e. le 15ème bien non visé par l'expertise CATELLA).

En conclusion, le cabinet CATELLA indique : « *Comme vous pouvez le constater, à quelques écarts significatifs près[28], nos conclusions sont globalement en ligne avec les évaluations immobilières réalisées par Monsieur Jacques Patron fin 2020. Hors ajustements de la prise en compte du remboursement des échéances de CBI (ce que n'avait pas fait Monsieur Jacques Patron, notre écart d'appréciation global sur les 14 actifs analysés est de l'ordre de 2,12% et peut donc être considéré comme négligeable.* ».

Sur la base de ces 2 expertises immobilières, nous avons retenu une fourchette de 25,5 M€ à 26,5 M€ dans notre évaluation pour les actifs immobiliers, avant prise en compte des indemnités de crédit-bail restant à verser.

Position des actionnaires minoritaires A et C :

« Aucune information n'est fournie sur les méthodes et les hypothèses retenues pour cette évaluation qui a été menée de manière non contradictoire [i.e. l'expertise PATRON]. (…) L'expert indépendant devra procéder à un examen critique de cette expertise, et notamment des hypothèses qui ont permis à l'expert d'écarter les valorisations résultant de l'analyse des foncières cotées et non cotées. La valeur de marché de l'immobilier qui ressort des six sociétés foncières d'immobilier commercial cotées[29] qui capitalisent aujourd'hui 17 fois leurs loyers 2020 pour un rendement locatif moyen de 5,9% devra être prise en compte. »

Position de l'actionnaire minoritaire B :

Dans son courrier du 11 mars 2021, l'actionnaire minoritaire B indique « *sur la base de la valorisation résultat d'une expertise réalisée en décembre 2020 et citée dans le projet d'offre, la valorisation de ce portefeuille serait maintenant de €26,5m et donc le rendement implicite de 12,8%[30]. Il nous semble impossible de justifier une telle valorisation, ni même le chiffre de €28,2m des comptes semestriels. Une analyse des foncières exposées au marché de la distribution en France fait apparaître des taux de capitalisation très inférieurs. A titre d'exemple, Carmila a publié un taux de capitalisation de 5,85% au 31/12/2020. En retenant un taux plus conservateur de 7,0%, la valeur implicite du portefeuille serait de €48,6m.* »
Cette analyse a été menée sur une hypothèse de loyers de 3,4 M€ en 2019 et 2020, considérant, à tort, que le chiffre d'affaires hors MAVIC enregistré en France concerne intégralement les revenus locatifs[31].

[28] Les écarts visés concernent en particulier les indemnités de crédit-bail qui ne sont pas visées dans l'expertise PATRON et que CATELLA a intégré dans ses évaluations. En raisonnant, sur une base comparable (i.e. avant ces indemnités que nous appréhendons par ailleurs) l'écart est de 1 M€.
[29] Les actionnaires minoritaires A et C retiennent les foncières suivantes : ALTAREA, CARMILA, KLEPIERRE, MERCIALYS et UNIBAIL RODAMCO WESTFIELD
[30] L'actionnaire minoritaire B retient des loyers de 3,4 M€ pour 2020.
[31] Or à fin 2019, sur les 3,4 M€ de chiffre d'affaires réalisé en France, seulement 3M€ sont des revenus locatifs. Par ailleurs, du fait de la vacance de 3 actifs, les loyers perçus ne sont plus que de 2,4 M€.

Analyse de l'Expert Indépendant :

Afin d'examiner les remarques des actionnaires minoritaires, nous avons transmis dans leur intégralité leurs notes au cabinet CATELLA mandaté par nos soins. Il en résulte synthétiquement les biais méthodologiques suivants :

Les références retenues par les actionnaires minoritaires ne sont pas pertinentes, dans la mesure où les actifs sous-jacents sont de nature bien différente :

- ALTAREA gère un patrimoine de centres commerciaux et une activité de promoteur immobilier (Tour First notamment)[32] ;
- Le portefeuille de CARMILA est constitué de 215 centres commerciaux Carrefour, pour la plupart leaders sur leur zone de chalandise ;
- KLEPIERRE est le leader des centres commerciaux en Europe ;
- MERCIALYS détient et gère 53 galeries commerçantes dans les régions les plus dynamiques de France ;
- UNIBAIL RODAMCO WESTFIELD est le premier groupe coté de l'immobilier commercial au monde avec un portefeuille valorisé à 56,3 Mds€ au 31 décembre 2020, dont 85 % en commerce (87 centres de shopping).

L'ensemble de ces foncières détient donc des centres commerciaux situés en cœur de ville ou dans des zones de chalandise attractives, amenant *de facto* un trafic important. Ces centres commerciaux n'ont donc pas le même positionnement que les magasins Bricorama dont les locaux sont détenus par BOURRELIER GROUP, et il ne serait donc pas pertinent de leur appliquer le même taux de rendement.

L'expert immobilier que nous avons mandaté note également que :

- La référence à des foncières cotées gérant des patrimoines significatifs (> 1 Md€) n'est pas directement transposable à l'évaluation d'un patrimoine restreint diffus.
- L'analyse systématique consistant à comparer les chiffres d'affaires aux valeurs des actifs ne tient pas compte des taux de vacance, ce qui revient par conséquent à minorer les taux de rendement induits.

  Cette méthode globale ne permet pas non plus de tenir compte des caractéristiques spécifiques des biens, et en particulier leur localisation, leur situation locative ou encore les travaux à envisager. Elle ne permet donc pas d'obtenir une cohérence entre les loyers perçus, les taux de rendement appliqués et la valeur de l'actif en résultant et peut mener à des décalages avec le marché immobilier actuel pour ce type de biens.

  Cela confirme le bien-fondé d'une évaluation par actif, tenant compte de l'ensemble des paramètres (état de l'actif, emplacement, situation locative, etc.) comme cela a été effectué par l'expert immobilier Jacques PATRON et comme cela a été confirmé par l'expert immobilier que nous avons mandaté.

[32] Selon sa publication des résultats 2020, le chiffre d'affaires consolidé de 3,1 Mds€ comprend notamment 2,4 Mds€ de chiffre d'affaires à l'avancement sur son segment Logement.

- Il convient enfin de distinguer les rendements locatifs calculés sur la base de la valeur de patrimoine (i.e. à partir de leur ANR), des rendements locatifs induits par leur valeur de marché (i.e. à partir de leur valeur d'entreprise et de leur capitalisation boursière), dans un contexte où les capitalisations boursières au 31 décembre 2020 induisent une décote de l'ordre de 50%[33] par rapport à leur ANR.

Ainsi, sur la base de nos analyses, et hors ALTAREA dont la dette n'est pas strictement corrélée à l'activité de foncière de commerce, le taux de rendement locatif, calculé sur la base des valeurs d'expertise ressort en moyenne à 5,6 %[34] et à 7,8 % sur une base de valeur de marché.

Après avoir procédé à l'analyse détaillée de chacune des notes reçues des actionnaires minoritaires, analyse dont les principaux constats sont repris ci-dessus, le cabinet CATELLA conclut : « *Pour toutes les raisons décrites plus haut, aucun des arguments avancés dans les documents émis par les actionnaires et transmis par FINEXSI à CATELLA VALUATION ADVISORS ne sont de nature à remettre en cause l'analyse faite des expertises réalisées par Monsieur Jacques PATRON. Les arguments étant globaux, statistiques, fondés sur des informations qui peuvent être sujettes à interprétation et en contradiction avec les règles des expertises en évaluation immobilière telles que définies par la Charte de l'Expertise en Evaluation Immobilière, ils ne peuvent pas être pris en compte dans l'évaluation, actif par actif, de la valeur vénale globale du portefeuille immobilier étudié.* ».

Ainsi, nous avons maintenu une fourchette de 25,5 M€ à 26,5 M€ dans notre évaluation des 15 actifs immobiliers, avant prise en compte des indemnités de crédit-bail restant à verser appréhendées dans la dette nette.

5.3.4 Valorisation des investissements récents (MAVIC et PPH)

Les investissements réalisés dans MAVIC et PPH sont très récents. A ce titre, nous avons considéré la valeur de l'investissement sans plus ou moins-value.

- La participation dans PPH est valorisée à 5,5 M€ correspondant à la prise de participation de 51,5 % dans le capital de cette société en mars 2020 ;
- la participation dans MAVIC est valorisée à 7,1 M€, correspondant d'une part à un investissement en fonds propres de 5 M€ en août 2020 puis la mise en place d'un compte courant d'un montant de 2,2 M€.

Ces deux entités faisant l'objet d'une valorisation distincte, nous n'avons pas retenu, dans les différents éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres, les agrégats relatifs à ces deux entités (notamment la trésorerie – cf ci-dessous – ainsi que les différentes provisions et les intérêts minoritaires).

[33] Analyse Finexsi
[34] Pour CARMILA, pris en exemple par un autre actionnaire minoritaire, « les taux de capitalisation se sont décompressés de 30 bps sur l'année atteignant 6,20 % au 31 décembre 2020 », cf Rapport financier 2020, page 5.

5.3.5 Trésorerie nette

Les ajustements permettant le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres sont constitués des éléments de trésorerie et de dette financière, tels qu'ils sont présentés dans les comptes consolidés de la Société pour l'exercice clos au 31 décembre 2020. Ces comptes ont été audités par les commissaires aux comptes de BOURRELIER GROUP, qui les ont certifiés avec une réserve motivée par l'absence de contrôle interne au niveau du sous-palier de consolidation constitué du groupe MAVIC récemment acquis.

Nous comprenons donc, qu'à l'exclusion de la contribution de MAVIC à la consolidation, il n'existe pas de limitation à l'opinion des commissaires aux comptes et que les autres composantes du résultats et du patrimoine consolidés sont certifiées.

La réserve étant circonscrite au périmètre MAVIC, elle demeure sans incidence sur notre valorisation dès lors que MAVIC est valorisé à la valeur de son investissement (cf. ci-avant) et que les éléments de dette nette y afférents sont neutralisés. Ils ne sont pas pris en compte en tant que tels dans nos éléments de passage (cf. ci-dessous).

Par cohérence avec les flux financiers considérés sur le Benelux, la trésorerie nette a été retenue hors IFRS 16.

Tableau 3

Passage de la Valeur d'Entreprise (VE) à la Valeur des Fonds Propres (VFP)

m€	31/12/2020	
	Fourchette basse	Fourchette haute
Emprunts et dettes financières à long terme	(83,1)	(83,1)
Emprunts à court terme	(0,1)	(0,1)
Partie courante des emprunts et dettes financières à court terme	(19,7)	(19,7)
Retraitement dettes IFRS 16	69,3	69,3
Contrats de capitalisation	174,9	174,9
Trésorerie et équivalents de trésorerie	97,7	97,7
Trésorerie / (dette) nette hors IFRS 16	**239,0**	**239,0**
Engagement envers le personnel, nets d'IS	(1,0)	(1,0)
Garantie de passif ITM EM	(0,7)	
Titres mis en équivalence (SCI Rond Point 12)	1,6	2,2
Déficits fiscaux Belgique	0,1	0,1
Retraitement PPH et Mavic valorisés par ailleurs	(16,4)	(16,4)
Autres éléments de passege de la VE à la VFP	**(16,4)**	**(15,0)**
Trésorerie nette ajustée	**222,6**	**223,9**

Sources : Bourrelier Group, Finexsi

Hormis les dettes financières, les contrats de capitalisation, et la trésorerie qui n'appellent pas de commentaire particulier, nous avons inclus dans la trésorerie nette ajustée les principaux éléments suivants :

i. Les engagements envers le personnel, nets d'impôt, pour 1 M€ ;

ii. La garantie de passif consentie à ITM EM : cette garantie de passif est comptabilisée pour 2,3 M€ dans les comptes consolidés provisoires à fin décembre 2020. Le montant a été estimé sur la base des amendes et redressements notifiés ou en cours (amende DGCCRF, redressements URSSAF et fiscaux). Nous l'avons retenue pour 0,7 M€ (fourchette basse), le montant comptabilisé ne déduisant pas le montant de la franchise notamment. Nous avons également considéré une hypothèse où cette garantie ne serait pas activée (fourchette haute). Ceci correspond aux hypothèses suggérées par les actionnaires minoritaires A et C, qui dans leur note du 9 mars 2021, stipulent que « *l'expert indépendant devra s'interroger sur la pertinence de cette provision et décider le cas échéant de ne pas prendre en compte tout ou partie de ce montant au vu notamment de la probabilité que la garantie de passif joue intégralement* » ;

iii. La participation de 50 % dans la SCI Rond-Point 12, société mise en équivalence dans les comptes du Groupe, et détenant les murs d'un magasin Bricorama à côté de Rodez. Cette participation a été retenue pour 1,6 M€ en fourchette base, correspondant à sa valeur nette comptable estimée au 31 décembre 2020, et pour 2,2 M€ en fourchette haute correspondant à la réévaluation des titres, sur la base d'une capitalisation du loyer à un taux de 8,5 %[35], sans tenir compte d'une éventuelle décote liée au mode de codétention de cette participation ;

iv. Les déficits fiscaux reportables de BOURRELIER GROUP en Belgique pour la partie dont la consommation est jugée probable, soit 0,1 M€ (base de 0,4 M€ à laquelle a été appliquée le taux d'impôt de la Belgique). Compte tenu de l'absence d'activité significative sur la France à ce stade, les déficits fiscaux existants en France ne pourront pas être consommés sur le périmètre actuel ;

v. La trésorerie des sociétés MAVIC et PPH a été retirée de la trésorerie nette ajustée, les titres de ces sociétés étant évalués globalement par ailleurs, sur la base de leur valeur d'acquisition. De même, aucun autre actif ou passif de ces sociétés (notamment les engagements de retraite) n'ont été appréhendés dans ce passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres.

5.3.6 Frais de holding

BOURRELIER GROUP est une société holding cotée, ce dont il convient de tenir compte.

Les cours de bourse des holdings de participations présentent fréquemment des décotes significatives par rapport à leur ANR notamment en raison (i) de l'existence de frais de fonctionnement complémentaires au niveau de la holding qui viennent réduire la valeur du Groupe, (ii) de l'absence de transfert aux actionnaires des produits de cession (comme c'est le cas pour BOURRELIER GROUP), (iii) d'éventuels frottements fiscaux (iv) de créations de valeur disparates entre les différents actifs, en particulier concernant la rotation des actifs stratégiques, (v) d'une moindre capacité pour les actionnaires à diversifier leur risque en fonction de leur propre stratégie d'allocation d'actifs, etc.

[35] Dans la fourchette des taux de rendement retenus pour valoriser les autres immeubles (7,5 % à 10 %) et légèrement à leur moyenne (8,9 %

Au cas d'espèce, nous relevons que l'actif de la Société est principalement composé du placement de la trésorerie issue de la cession Bricorama et, qu'en dehors de deux prises de participations récentes représentant des montants limités à l'échelle du Groupe, les autres actifs concernent des activités historiques de bricolage, même si celles-ci concernent 2 actifs distincts (immobilier en France et magasins franchisés au Benelux).

Dans ces conditions, les décotes moyennes observées sur des holdings de participation ou dans des groupes diversifiés ne nous semblent pas transposable en l'état.

En revanche, il est un fait que cette organisation génère des coûts qui ne sont pas appréhendés dans l'ANR et doivent être pris en compte, ne serait-ce que du fait qu'ils sont pour certains le corollaire de la cotation en bourse et pour d'autres nécessaires à la direction et la gestion du Groupe, et donc aux activités valorisées par ailleurs (Bénélux et immobilier notamment).

Nous avons donc considéré les coûts de fonctionnement humains et techniques nécessaires à la gestion des actifs et qui ont un caractère durable, i.e. retraités des coûts non récurrents, sur la base des comptes 2019 afin de ne pas intégrer les éventuels coûts inhérents aux nouvelles participations. Ces coûts s'élèvent à 1,8 M€ à fin 2019. Les comptes 2020 présentant des coûts de holding sensiblement plus élevés, qui intègrent des coûts non récurrents, notamment liés aux litiges en cours et à la présente opération, nous n'avons pas retenu cette référence, moins favorable à l'actionnaire minoritaire.

Nous n'avons pas tenu compte d'un accroissement de ces coûts qui serait lié aux investissements futurs que le Groupe souhaite réaliser. Nous comprenons à cet effet que le Groupe envisage effectivement à court-terme des recrutements pour renforcer l'équipe du département Développement afin d'accélérer ses projets d'investissement.

Par cohérence avec les paramètres retenus pour l'évaluation du principal actif opérationnel, à savoir le réseau franchisé au Benelux, nous avons appliqué à ce coût de fonctionnement historique un taux de croissance à l'infini de 1,5 % et considéré le même coût du capital de 8,78 % (cf. §5.3.2.1). Notons que, ces coûts présentant un caractère récurrent, ils présentent un moindre risque de réalisation ce qui aurait pu justifier un taux d'actualisation plus faible. Néanmoins, nous avons privilégié à la fois la cohérence des paramètres d'évaluation et la solution la plus favorable à l'actionnaire minoritaire, étant rappelé qu'en limitant l'analyse aux frais de holding, aucune décote d'illiquidité n'est prise en compte, que ce soit au niveau de la holding ou des actifs qu'elle détient.

Sur ces bases, les coûts de holding s'élèvent à 24,5 M€.

Position des actionnaires minoritaires A et C :

Les actionnaires minoritaires A et C estiment que le montant des coûts de holding « *estimés à un montant de 2 millions d'euros par an d'après des indications de Bourrelier Group (p. 37 du Projet de Note d'Information) (…) n'est pas en ligne avec les données comptables dont [ils disposent], et parait peu cohérent avec la gestion « économe » et rigoureuse du Président-Directeur Général de Bourrelier Group. Sur la base des informations dont nous disposons, il nous semble que ces coûts devraient être plutôt de l'ordre de un million d'euros au maximum par an. Une revue des coûts de holding sera effectuée par l'expert indépendant qui publiera dans son rapport les informations pertinentes permettant aux actionnaires de vérifier la cohérence des coûts de holding.* » (note du 9 mars 2011).

Par ailleurs, dans le développement fait sur la décote de holding à retenir, ils considèrent que « *si la décote moyenne des sociétés holdings détenant nombre de participations minoritaires est de 28%, la décote à retenir pour les participations détenues pour l'essentiel à 100% par Bourrelier Group paraît devoir être d'environ 20%.* »

Position de l'actionnaire minoritaire B :

L'actionnaire minoritaire B est en « *profond désaccord* » avec l'application d'une décote de holding. Il précise qu'une « *décote de holding peut être justifiée dans certains cas, compte tenu d'un frottement fiscal ou d'une complexité de gestion et de valorisation dans de grandes structures comprenant de nombreuses participations ou filiales* » ce qui ne serait pas le cas de Bourrelier Group, dont la structure « *est très simple et complètement transparente : elle est constituée d'un reliquat d'activité historique de distribution de matériel de bricolage, de la trésorerie du groupe et de quelques actifs immobiliers* ». Il relie par ailleurs les « frais de holding » aux « *coûts centraux qui existaient déjà à l'époque où l'objet social de la société était la distribution de matériel de bricolage* ».

Analyse de l'Expert Indépendant :

Le montant des coûts de holding retenus (1,8 M€) correspond aux coûts comptabilisés dans les comptes sociaux de BOURRELIER GROUP, desquels nous avons retraité les coûts non récurrents (notamment les honoraires relatifs à des litiges ou à des due diligences). Les frais récurrents sont liés à l'animation de la holding (salaire de la direction générale, charges locatives et honoraires récurrents) et doivent donc être appréhendés dans une approche en continuité d'exploitation. Notons que l'approche avancée par l'actionnaire minoritaire B suggère une valeur liquidative, ce qui n'est pas la stratégie de la Société. Cela supposerait alors de prendre en considération des coûts de liquidation.

En valeur absolue, les coûts de holding observés considérés ne nous apparaissent pas disproportionnés au regard des caractéristiques du Groupe.

Rapportés aux actifs hors trésorerie, ces coûts correspondent à une décote implicite de l'ordre de 18 % à 20 %, relativement proche de celle évoquée par les actionnaires minoritaires A et C dans leur note du 9 mars 2021, étant rappelé que notre analyse est fondée sur la seule prise en compte des frais réellement engagés et non sur une décote forfaitaire.

Rappelons enfin que notre analyse des coûts centraux repose sur les seuls coûts récurrents de fonctionnement, sans hypothèse d'un accroissement de ces coûts pour accomplir transformation de l'activité du Groupe en société de portefeuille.

On peut enfin relever que si ces coûts centraux avaient fait l'objet d'une refacturation aux filiales du Benelux, l'impact global sur notre évaluation aurait été nul, puisque la valeur attribuée au Benelux aurait alors été diminuée à due concurrence.

5.3.7 Nombre de titres retenu

Par cohérence avec la dette financière nette déterminée au 31 décembre 2020, nos calculs sont réalisés sur la base du nombre d'actions composant le capital social à cette même date (6 221 343 actions), diminué du nombre d'actions auto-détenues (14 927).

Il n'existe à ce jour aucun instrument dilutif susceptible de donner accès au capital de la Société.

Le nombre d'actions ainsi retenu s'établit à 6 206 416 actions.

5.3.8 Synthèse de valorisation de BOURRELIER GROUP par la méthode de l'Actif Net Réévalué

La synthèse des valorisations des actifs et passifs qui constituent le patrimoine de la Société au 31 décembre 2020 conduit à un Actif Net Réévalué avant coûts de holding compris dans une fourchette de 347,1 M€ à 362,5 M€, et compris dans une fourchette de 322,6 M€ à 338,0 M€ après prise en compte des coûts de holding.

ANR de Bourrelier Group au 31/12/2020

(en m€)	Fourchette basse	Fourchette haute	Source rapport
Trésorerie	*97,7*	*97,7*	
Dette financière	*(33,6)*	*(33,6)*	
Contrats de capitalisation	*174,9*	*174,9*	
Trésorerie nette à fin décembre 2020 hors IFRS 16	**239,0**	**239,0**	
Retraitement PPH et Mavic valorisés par ailleurs	*(16,4)*	*(16,4)*	
Mise en équivalence	*1,6*	*2,2*	
Engagements pour retraite, nets d'impôts	*(1,0)*	*(1,0)*	
Reports déficitaires en Belgique	*0,1*	*0,1*	
Provisions long terme	*(0,7)*	*-*	
Trésorerie nette ajustée à fin décembre 2020 hors IFRS 16	*222,6*	*223,9*	§ 5.3.5
Benelux	75,7	88,1	§ 5.3.2
Immobilier France	25,5	26,5	§ 5.3.3
Valorisation PPH	5,5	5,5	§ 5.3.4
Valorisation Mavic	7,1	7,8	§ 5.3.4
Autres participations financières	10,7	10,7	
ANR avant coût de holding	**347,1**	**362,5**	
Coûts de la holding	(24,5)	(24,5)	§ 5.3.6
ANR après coût de holding	**322,6**	**338,0**	
# actions	6 206 416		§ 5.3.7
ANR par action (en €)	**52,0**	**54,5**	

En considération de la valeur centrale du DCF sur le Benelux et des valeurs moyennes sur les autres actifs et passifs, la valeur centrale de l'Actif Net Réévalué ressort à 53,2€ par action.

5.4 Analyse du cours de bourse de BOURRELIER GROUP

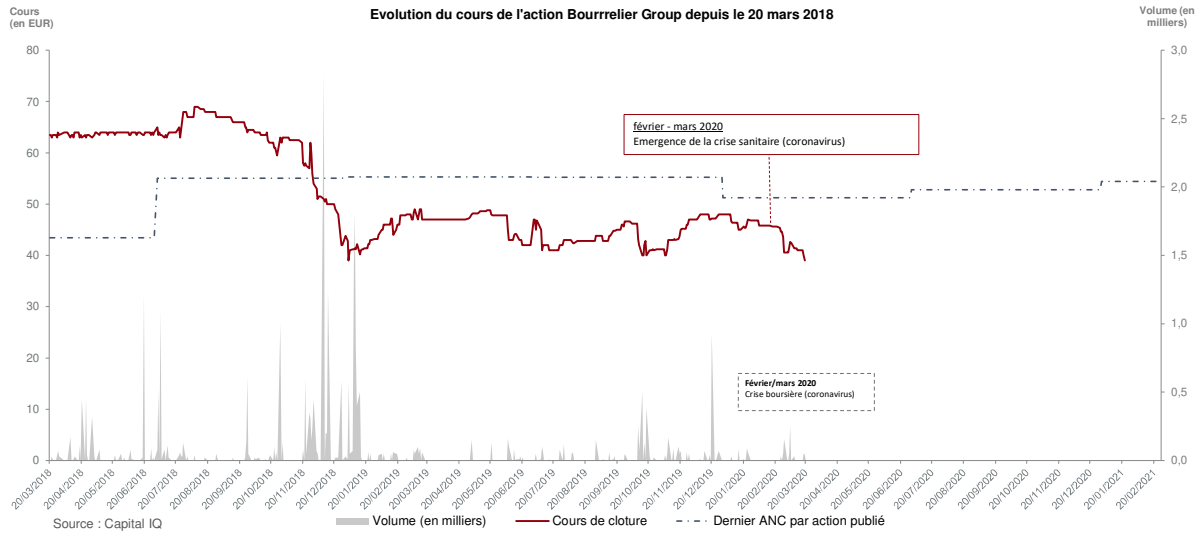
5.4.1 Evolution du cours de bourse du titre BOURRELIER GROUP

La cotation du cours de bourse de l'action BOURRELIER GROUP est suspendue depuis le 20 mars 2020, à la suite de la décision de l'AMF.

Entre le 20 mars 2018 et le 19 mars 2020, le cours de bourse de l'action BOURRELIER GROUP a évolué comme suit :

Figure 8

Evolution du cours de l'action BOURRELIER GROUP sur 24 mois depuis le 20 mars 2018



Source : CAPITAL IQ, Analyses FINEXSI

Sur une période d'observation de 12 mois précédant la suspension du cours, laquelle n'intègre que partiellement la chute des marchés financiers liée à la crise sanitaire[36], le cours du titre BOURRELIER GROUP a oscillé entre 39,0 €, atteint la veille de la suspension du cours le 19 mars 2020, et 48,80 € au 20 mai 2019, étant précisé que ces fortes variations sont générées sur des volumes très limités comme nous y reviendrons.

Il convient de préciser que la suspension du cours est intervenue trois jours après la décision de l'AMF ordonnant le dépôt d'une offre publique sur le titre BOURRELIER GROUP, rendue publique par un communiqué de la Société le 19 mars 2020 dans une période qui venait d'être affectée par les annonces relatives à la crise sanitaire. La faible liquidité du cours de bourse limite l'analyse de ces performances journalières.

[36] *Soit la période comprise entre le 20 mars 2019 et le 19 mars 2020.*

5.4.2 Analyse de la liquidité du titre BOURRELIER GROUP

Sur la base du dernier cours de bourse avant la suspension du cours, soit au 19 mars 2020, les CMPV, les volumes échangés sur le titre et les taux de rotation qui en découlent se présentent comme suit sur une période de 1 mois, 60 jours et de 3 à 24 mois :

Tableau 4
Volumes échangés sur l'action BOURRELIER GROUP préalablement au 19 mars 2020

Cours moyens pondérés par les volumes *	en €/action	Volume échangé (en K)		Capital échangé (en K)		% du capital		% du flottant	
		Moyen	Cumulé	Moyen	Cumulé	Volume échangé	Rotation du capital	Volume échangé	Rotation du flottant
Spot (19/3/2020)	39,00	0,05	0,05	1,95	1,95	0,00 %	0,00 %	0,01 %	0,01 %
CMPV 1 mois	41,70	0,03	0,67	1,40	27,94	0,00 %	0,01 %	0,00 %	0,09 %
CMPV 60 jours	42,93	0,02	0,94	0,70	40,36	0,00 %	0,02 %	0,00 %	0,12 %
CMPV 3 mois	45,13	0,03	1,94	1,41	87,56	0,00 %	0,03 %	0,00 %	0,25 %
CMPV 6 mois	43,54	0,03	4,21	1,44	183,32	0,00 %	0,07 %	0,00 %	0,54 %
CMPV 12 mois	43,68	0,02	5,71	0,98	249,44	0,00 %	0,09 %	0,00 %	0,74 %
CMPV 24 mois	48,99	0,05	27,94	2,68	1 368,64	0,00 %	0,45 %	0,01 %	3,66 %
Plus haut 12 mois (20/5/2019)	48,80								
Plus bas 12 mois (19/3/2020)	39,00								
Plus haut 24 mois (10/8/2018)	69,00								
Plus bas 24 mois (19/3/2020)	39,00								

* Les CMPV sont calculés à compter de la date date de suspension de la cotation

Sur les 60 jours de cotation antérieurs au 19 mars 2020, le volume cumulé des actions de BOURRELIER GROUP échangées est de 940 actions, soit environ 16 actions par jour de cotation, étant cependant précisé que le titre ne fait pas l'objet d'échange tous les jours. Sur cette même période, la rotation du capital flottant s'est établie à 0,12 %, soit un niveau extrêmement limité. En d'autres termes, en maintenant ce rythme de rotation constant, il faudrait 816 ans pour que la totalité du capital flottant soit échangé, quand bien même celui-ci est limité.

Sur les 12 mois de cotation antérieurs au 19 mars 2020, le volume d'actions échangé passe à 5,71 milliers d'actions (soit environ 23 actions par jour de cotation) et la rotation du capital flottant s'établit, quant à elle, à 0,74 %, ce qui représente 135 ans pour une rotation complète du flottant.

Sur une période de 12 mois les cours de clôture ont évolué dans une fourchette comprise entre 39,0 et 48,8 €, le minimum correspondant au dernier cours de clôture précédant la suspension de la cotation.

Sur une période de 24 mois, les cours de clôture ont évolué dans une fourchette comprise entre 39,0 et 69,0 €.

5.4.3 CMPV et prix d'offre

Dans la mesure où le capital flottant représente une faible part des actions en circulation (environ 12 %, cf. §1.1) et que la liquidité du titre en bourse ne permet pas une rotation de ce capital flottant suffisante, comme le remarquait par ailleurs l'AMF dans sa décision du 19 mars 2020, les cours observés en bourse ne constituent pas une référence pertinente pour apprécier la valeur de la Société.

Néanmoins, les cours moyens pondérés représentent les conditions financières auxquelles un actionnaire ne pourrait céder qu'un nombre limité d'actions sur le marché.

Nous présentons donc ci-dessous les cours de bourse moyens pondérés par les volumes au 19 mars 2020 et les primes et/ou décotes induite par le prix d'Offre de 52,50 € qui se présentent comme suit :

Tableau 5
CMPV historiques de l'action BOURRELIER GROUP préalablement au 19 mars 2020

Cours moyens pondérés par les volumes *	en €/action	Prime / (décote) induite par le prix d'offre de 52,50 €
Spot (19/3/2020)	39,00	+35 %
CMPV 1 mois	41,70	+26 %
CMPV 60 jours	42,93	+22 %
CMPV 3 mois	45,13	+16 %
CMPV 6 mois	43,54	+21 %
CMPV 12 mois	43,68	+20 %

Source : Capital IQ et analyse Finexsi

** Les CMPV sont calculés à compter de la veille de la suspension de la cotation.*
Source : CAPITAL IQ, Analyses FINEXSI

Le prix d'Offre est supérieur au cours moyen pondéré par les volumes 60 jours qui s'établit à 42,93 € et extériorise une prime de 22 %.

Le Prix d'Offre extériorise une prime sur l'ensemble des cours moyens pondérés que nous avons calculés. Sur une période d'analyse longue, le prix d'Offre extériorise en effet des primes de +21 % par rapport au cours moyen pondéré par les volumes 6 mois, et de +20 % sur le cours moyen pondéré par les volumes 12 mois.

Toutefois, comme indiqué ci-avant, la liquidité et la rotation du flottant du titre BOURRELIER GROUP s'établissent à des niveaux très limités et le titre ne fait pas l'objet d'une couverture par les analystes, ce qui est de nature à remettre en cause la référence au cours de bourse dont il ne peut, dès lors, pas être considéré qu'il reflète la valeur fondamentale de l'action BOURRELIER GROUP.

Nous relevons de plus que les cours moyens pondérés présentent des décotes importantes par rapport à l'actif net comptable : le cours moyen pondéré par les volumes 3 mois au 19 mars 2020 de 45,13 € extériorise en effet une décote de 12 % par rapport à l'actif net comptable au 31 décembre 2019 (soit 51,21 € par action) et de 18 % par rapport au dernier actif net comptable connu par le marché, à savoir 55,20 € par action au 30 juin 2019.

5.5 Actif net comptable consolidé (à titre indicatif)

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

Au cas présent, l'actif net comptable du Groupe est essentiellement constitué de la trésorerie issue de la cession de son activité principale historique, d'actifs (activité de distribution de matériel de bricolage au Benelux et portefeuille immobilier) dont la valeur nette comptable avait été ramenée à une valeur économique estimée dans le cadre de la clôture 2019 en raison des dépréciations constatées, et d'investissements récents. A ce titre, nous considérons qu'il doit être présenté à titre indicatif.

L'actif net comptable consolidé (part du Groupe) de BOURRELIER GROUP au 31 décembre 2020 (derniers comptes consolidés publiés) s'établit à 331,5 M€, soit une valeur par action de 53,40 €[37].

Le tableau suivant présente l'évolution de l'actif net comptable consolidé (part du groupe) de BOURRELIER GROUP et de la valeur par action correspondante sur les 5 derniers semestres.

Actif net consolidé de Bourrelier Group

m€	31/12/2018	30/06/2019	31/12/2019	30/06/2020	31/12/2020
Capitaux propres part du groupe	343,2	342,7	317,9	327,6	331,5
ANC par action (en €)	**55,29 €**	**55,20 €**	**51,21 €**	**52,78 €**	**53,40 €**

Source : rapports annuels et semestriels de la société

Cet actif net comptable consolidé intègre la dépréciation comptabilisée sur l'exercice 2019 au titre de l'activité au Benelux pour 19,3 M€. Sur la base des informations figurant dans l'annexe aux comptes consolidés, les tests de dépréciation annuels conduits pour les besoins de la clôture 2020 font aujourd'hui ressortir une valeur attribuable au Benelux supérieure à la valeur comptable dépréciée de ces activités. Or une reprise de provision n'est pas permise par la réglementation comptable.

L'actif net comptable retraité de cette dépréciation de 2019 s'élèverait à 350,8 M€ soit 56,5 € par action. Il s'inscrit dans la fourchette de valeurs issues de l'Actif Net Réévalué avant coûts de holding (soit 347,1 M€ à 362,5 M€). Ainsi, pour l'essentiel, la différence entre notre évaluation et l'ANC réside dans la prise en compte des coûts de holding, qui sont nécessaires pour son fonctionnement en particulier pour une société cotée, et que l'ANC ne permet pas d'appréhender.

[37] *Sur la base d'un nombre de 6.207.256 actions en circulation au 31 décembre 2020.*

6 Accords connexes

La Note d'Information ne fait état d'aucun accord pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.

Nous n'avons connaissance d'aucun accord connexe susceptible d'influencer notre appréciation du prix d'Offre et sur lequel nous devrions nous prononcer.

7 Analyse et appréciation aux observations reçues des actionnaires minoritaires

Comme précisé ci-avant, nous avons été sollicités par trois actionnaires minoritaires, que nous avons entendus le 28 janvier 2021 pour l'actionnaire minoritaire A et l'actionnaire minoritaire C puis le 11 mars 2021 de nouveau pour l'actionnaire A, et le 8 mars 2021 l'actionnaire minoritaire B.

Nous avons reçu les courriers suivants :

- Notes du 2 février 2021 « Valorisation de l'action Bourrelier group », et du 15 mars 2021 « Remarques additionnelles sur le projet de note d'information de M14 déposé le 2 mars 2021 » concernant l'actionnaire minoritaire A ;
- Note du 9 mars 2021 « Observations concernant le projet de note d'information déposé par M14 auprès de l'AMF le 2 mars 2021 » concernant les actionnaires minoritaires A et C ;
- Note du 11 mars 2021 « Observations [de l'actionnaire minoritaire B] sur le projet d'offre publique de retrait visant les titres de Bourrelier Group » concernant l'actionnaire minoritaire B

Conformément à l'article 3 de l'instruction 2006-08 de l'AMF, nous indiquons ci-dessous les références du rapport auxquelles renvoient nos analyses et appréciations aux observations écrites des actionnaires minoritaires.

7.1 Note du 2 février 2021 de l'actionnaire minoritaire A

Actionnaire minoritaire A - Note du 2 février 2021

Observations		Analyse FINEXSI
#1	"*Méthodes de valorisation (1)*" : Seule la méthode principale (actif net réévalué) est praticable	Traité en §5.2 Par ailleurs, le courrier suivant insiste sur la référence à l'ANC
#2	*Méthodes de valorisation (2)* : Référence à la transaction Bricorama France - ITM	Traité en §5.3.2.3 et §5.1.4
#3	*"Valorisation de la trésorerie de Bourrelier Group"* : Traitement d'IFRS 16 à appréhender	Traité en §5.3.5
#4	*"Valorisation des 40,6 millions d'euros de dette financière nette transférée à ITM équipement de la Maison le 4 janvier 2018"*	Traité en §4.4.2
#5	*"Valorisation des sociétés de distribution d'articles de bricolage, décoration, jardinage au Benelux"* : Référence aux multiples de sociétés considérées comparables	Traité en §5.3.2.2
#6	*Valorisation des sociétés d'immobilier commercial en France*	Traité en §5.3.3
#7	*Valorisation de la société PPH de gestion hôtelière et para-hôtelière* pour sa valeur d'acquisition	Approche de l'expert indépendant alignée (§5.3.4)
#8	*Valorisation de la société Mavic de fabrication de pédales de bicyclettes*	Approche de l'expert indépendant alignée (§5.3.4)
#9	*Valorisation des investissements résiduels*	Hormis le placement de la trésorerie (contrats de capitalisation), il n'y a pas d'autres investissements réalisés par le Groupe.
#10	*Valorisation des litiges (1) :* *l'action sociale introduite par JG Capital Management*	Traité en complément de prix (§8.1)
#11	*Valorisation des litiges (2) :* *l'action introduite par Bourrelier Group contre son franchiseur néerlandais*	Traité en complément de prix (§8.2)

7.2 Note du 9 mars 2021 des actionnaires minoritaires A et C

Actionnaires minoritaires A et C - Note du 9 mars 2021

Observations		Analyse FINEXSI
#1	*"Sur le montant de la trésorerie nette prévisionnelle au 31 décembre 2020"*	Depuis lors, les comptes au 31 décembre 2020 ont été arrêtés et certifiés par les commissaires aux comptes
#2	*"Sur la valorisation de l'activité au Benelux"* *2.1 sur les perspectives 2021-2023* *2.2 sur l'omission de l'exercice 2020 pour le calcul de l'EBITDA moyen* *2.3 sur la décote de valorisation liée à la relation litigieuse avec le franchiseur néerlandais* *2.4 sur les EBITDA ajustés retenus pour les exercices 2018 et 2019 et l'omission systématique des autres produits opérationnels* *2.5 Sur la marge d'EBITDA normative retenue à 3,75%*	Le point 2.1 a été traité en §5.3.2.1 Les points 2.2 et 2.3 concernent la mise en œuvre de la méthode par référence à la transaction ITM, mise en place par la Banque Présentatrice, mais que nous n'avons pas retenue Les points 2.4 et 2.5 ont été traités en §4.4.1.2 et §5.3.2.1
#3	*"Sur l'immobilier français"*	Traité en §5.3.3
#4	*"Sur la provision de 2,3 millions d'euros pour garantie de passif donnée à ITM"*	Traité en §5.3.5
#5	*"Sur la décote de holding de 40%"*	Nous n'appliquons pas de décote de holding
#6	*"Sur les coûts de holding"*	Traité en §5.3.6
#7	*"Sur la décote sur l'actif net comptable"*	Nous retenons l'actif net comptable comme référence de valorisation à titre indicatif. Traité en §5.2 et §5.5
#8	*"Sur les compléments de prix"*	Traité en §8.1 et §8.2

7.3 Note du 15 mars 2021 de l'actionnaire minoritaire A

Actionnaire minoritaire A - Note du 15 mars 2021

Observations		Analyse FINEXSI
	"Sur l'immobilier français"	Traité en §5.3.3
	"Sur le traitement comptable de la cession des filiales françaises, espagnoles et asiatiques à ITM"	Traité en §4.4.2

7.4 Note du 11 mars 2021 de l'actionnaire minoritaire B

Actionnaire minoritaire B - Note du 11 mars 2021

Observations		Analyse FINEXSI
	"Remarques générales sur la méthodologie de valorisation présentée dans le projet d'offre publique" : l'ANC est la plus pertinente et objective des références de valorisation et doit constituer le prix plancher pour la détermination du prix de l'OPR	Nous retenons l'actif net comptable comme référence de valorisation à titre indicatif. Traité en §5.2 et §5.5
#1	*"Benelux"* Valorisation sur la base de transactions comparables Valorisation par DCF pas approprié étant donné la difficulté d'établir des prévisions fiables pour 2021	Les remarques concernant la mise en œuvre de la méthode par référence à la transaction ITM, mise en place par la Banque Présentatrice, que nous n'avons pas retenue, ne nous concernent pas. L'appréciation des prévisions est traitée en §5.3.2.1 La remarque concernant la transaction CRH/Intergamma est traitée en §5.3.2.3
#2	*"Immobilier"*	Traité en §5.3.3
#3	*"Mavic et PPH"*	Traité en §5.3.4
#4	*"Autres ajustements et calcul indicatif de l'ANR"* En profond désaccord sur la décote de holding les frais de holding ne sont autres que des coûts centraux qui existaient déjà à l'époque où l'objet social de la société était la distribution de maétriel de bricolage	Depuis lors, les comptes au 31 décembre 2020 ont été arrêtés et certifiés par les commissaires aux comptes. Nous n'appliquons pas de décote de holding. Les coûts de holding sont traités en §5.3.6 Les autres points sont traités en §5.3.5

8 Compléments de prix

L'Initiateur propose aux actionnaires de BOURRELIER GROUP qui apporteront leurs titres à l'Offre une liquidité immédiate de leurs actions au prix unitaire de 52,50 €.

Ce prix est assorti de deux compléments de prix, qui font l'objet d'une description détaillée au §2.2 du projet de note d'information, à laquelle il convient de se reporter, et dont les modalités sont résumées ci-après.

Ces 2 compléments de prix permettent aux actionnaires de bénéficier d'une éventuelle issue favorable de deux litiges en cours, dont les conséquences incertaines ne peuvent pas être appréhendées dans la valorisation de BOURRELIER GROUP.

8.1 Complément de prix relatif au litige Intergamma (« Complément de Prix n°1)

8.1.1 Rappel du litige

La Société entretient depuis plusieurs années des relations conflictuelles sur des sujets stratégiques ou contractuelles avec son franchiseur INTERGAMMA.

En particulier, une procédure a été introduite début 2019 devant la Chambre des Entreprises du Tribunal d'Amsterdam (« *Ondernemingskamer* ») pour demander une plus grande transparence sur les comptes du franchiseur et sur les flux financiers avec les franchisés, et de protéger les intérêts des franchisés et actionnaires non participants en faisant reconnaitre un manquement contractuel sur le versement aux franchisés des remises et primes d'achat payées par les fournisseurs. Dans son jugement, le Tribunal a débouté la Société, « *estimant qu'il n'y avait pas d'urgence et d'éléments suffisants pour accorder les mesures requises et que le litige contractuel pouvait être traité ailleurs, Intergamma ayant transmis en grande partie les informations financières demandées en cours de la procédure* »[38].

Cette procédure n'ayant pas prospéré, le Groupe a depuis engagé une autre procédure d'arbitrage devant le Tribunal Arbitral d'Amsterdam, visant à faire reconnaitre un manquement contractuel de la part d'INTERGAMMA concernant, notamment, le versement aux franchisés des remises et primes d'achat payées par les fournisseurs.

A ce jour, la procédure ne porte que sur l'exécution de deux des contrats de franchise, et non pas l'ensemble des 75 magasins et contrats de franchises exploités par BOURRELIER GROUP sous les enseignes GAMMA et KARWEI. Formellement, l'enjeu du litige est donc à ce jour de 2,1 M€ (montants réclamés à titre principal, sans tenir compte des intérêts de retard).

La décision arbitrale est attendue pour le courant du 1er semestre 2021. En cas d'issue favorable pour la Société, cette procédure pourrait être étendue à l'ensemble des contrats de franchisé de la Société et représente pour l'ensemble des magasins de BOURRELIER GROUP un montant à réclamer, au bénéfice de la Société et donc de ses actionnaires, « *qui pourrait s'élever à près de 40 millions d'Euros pour la période de 2010 à 2018, sans tenir compte des intérêts et éventuels compléments pouvant apparaître en cours de procédure* »[39].

[38] Extrait Rapport Annuel 2019 – p.25
[39] Source Rapport Annuel 2019 – p.89

8.1.2 Modalités du Complément de prix n°1

« *Dans l'hypothèse du versement effectif de toute somme en faveur de la Société ou l'une de ses filiales dans le cadre (a) de l'Arbitrage en cours au plus tard le 31 décembre 2021 ou (b) d'une Procédure Arbitrale Similaire au plus tard le 31 mai 2026 et qui résulterait (i) de l'exécution d'une décision de la Chambre des Entreprises du Tribunal d'Amsterdam purgée de tout recours et devenue définitive condamnant Intergamma ou (ii) d'un protocole transactionnel ayant force de chose jugée qui mettrait fin à l'Arbitrage ou à une Procédure Arbitrale Similaire (ensemble le « Versement Effectif n°1 »), un complément de prix serait dû (le « Complément de Prix n°1 »). En l'absence d'un Versement Effectif n°1 au plus tard le 31 décembre 2021 dans le cadre de l'Arbitrage ou au plus tard le 31 mai 2026 dans le cadre d'une Procédure Arbitrale Similaire, le Complément de Prix n°1 ne serait pas dû.* »

Le montant du Complément de prix sera égal au Versement Effectif n°1, duquel sera déduit toutes les sommes effectivement déboursées ou dues par la Société ou le Groupe dans le cadre de l'Arbitrage, ainsi que le montant de l'impôt sur les sociétés payé ou dû au titre de ces sommes.

8.1.3 Appréciation du Complément de prix n°1

Nous ne sommes pas capables d'apprécier l'issue de la procédure, et en cas d'issue favorable les sommes qui pourraient être obtenues dans le cadre de la procédure en cours ou de celles à venir sur le même fondement. Dès lors, le principe du complément de prix nous semble approprié dans la mesure où il permet de faire bénéficier les actionnaires qui apporteraient leurs titres à l'Offre de l'issue favorable éventuel de ce litige, dont les conséquences ne peuvent pas être appréhendées dans la valorisation de BOURRELIER GROUP.

Selon les observations des actionnaires minoritaires A et C sur le projet de note d'information du 2 mars 2021, « *les compléments de prix ne seront dus qu'en présence d'un paiement effectif et en vertu d'une décision définitive et purgée de tout recours avant une date butoir fixée respectivement au 31 décembre 2021 pour le litige avec le franchiseur Intergamma et au 2 mars 2024 pour l'action sociale initiée par JG Capital Management. Ces délais butoir sont trop courts. Par ailleurs, étant donné que le complément de prix suppose une décision définitive et purgée de tout recours à la date butoir, cela signifie qu'un recours de Bourrelier Group (même dilatoire) permettrait de faire obstacle au paiement du complément de prix*. »

Concernant la durée du Complément de prix, il convient de noter que les plaidoiries ont eu lieu le 22 septembre 2020 et la sentence arbitrale était initialement attendue avant la fin de l'année 2020. Ce délai n'a pas été respecté, mais les conseils de BOURRELIER GROUP estiment que la sentence sera probablement rendue au cours du 1er semestre 2021. L'échéance au 31 décembre 2021 pour la procédure en cours intègre donc l'échéance attendue de la sentence arbitrale, dont il faut rappeler qu'elle ne serait susceptible d'aucun recours et aurait donc un caractère définitif.

La durée estimée de la 1ère procédure (entamée début 2019) serait donc de 2 ans ½. Le complément de prix tient désormais compte d'une durée complémentaire de 4 ans ½ pour la conduite d'une nouvelle procédure intéressant les autres magasins. Indépendamment des aléas de délai de telles procédures et du nombre de procédures à engager, nous relevons que ce délai de 5 ans à compter de ce jour est conforme à la durée maximale mentionnée dans la Recommandation AMF - DOC-2006-15 relative à l'expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières.

Par ailleurs, nous comprenons qu'en cas de sentence favorable à la Société dans le cadre de l'arbitrage en cours, le recours à une procédure arbitrale ou une transaction pour étendre les

conséquences à l'ensemble des autres magasins pourrait être mis en œuvre, ce dont tient compte le complément de Prix dans ses modalités.

On ne peut exclure une autre forme de procédure (procédure au civil par exemple). Le Complément de prix n°1 pourrait prévoir, à notre avis, tout type de procédure, même s'il est un fait que les accords avec INTERGAMMA prévoient une clause d'arbitrage.

Sur ces bases, le Complément de prix n°1 nous semble de nature à permettre à l'actionnaire qui apporterait ses titres à l'Offre d'accéder au bénéfice qui résulterait d'une issue favorable de ces procédures dans les délais fixés.

8.2 Procédure indemnitaire en cours lancée par JG Capital Management – action ut singuli (« Complément de Prix n°2)

8.2.1 Rappel du litige

Le rapport annuel de la Société fait état de trois assignations successivement lancées par la société JG CAPITAL MANAGEMENT, actionnaire minoritaire de BOURRELIER GROUP SA, à l'encontre de BOURRELIER GROUP, Jean-Claude BOURRELIER et consorts. Elles concernent :

- Une réclamation de 96,3 M€ au titre d'un manque à gagner dû à la cession d'une filiale de BOURRELIER GROUP (Nouvergies) intervenue fin décembre 2006 au profit d'une société appartenant à Monsieur Jean-Claude BOURRELIER, dont la cession serait selon lui manifestement anormal.
- Une demande d'indemnisation de 7 M€ au titre d'un dédommagement du manque à gagner dû à la cession de trois actifs immobiliers situés à Gand (Belgique), St Malo et Beaune à des sociétés appartenant à M. BOURRELIER, dont le prix de vente serait selon lui sous-évalué.
- Une assignation de Bricorama France et BOURRELIER GROUP sur des contrats de location ou toutes opérations ayant existé vis-à-vis de ses sociétés liées, lesquelles n'auraient pas été réalisées selon JG CAPITAL MANAGEMENT dans l'intérêt du Groupe.

Dans le cadre de cette dernière assignation, une action *ut singuli*[40] a été initiée par JG CAPITAL MANAGEMENT qui invoque une indemnisation de la perte de chance qui aurait résulté de la politique immobilière de la Société.

Le 19 mai 2020, le Tribunal de Commerce de Créteil a dans son jugement débouté JG CAPITAL MANAGEMENT de ses diverses demandes indemnitaires. S'agissant du préjudice social de BOURRELIER GROUP, le Tribunal a rejeté la demande présentée *ut singuli* par JG CAPITAL MANAGEMENT pour des raisons probatoires, estimant que la preuve des fautes de M. Jean-Claude BOURRELIER et du préjudice subi par BOURRELIER GROUP n'était pas rapportée.

JG CAPITAL MANAGEMENT a depuis fait appel de cette décision. Cette procédure se poursuit devant la Cour d'Appel de Paris et fait actuellement l'objet d'une tentative de médiation.

Les conclusions déposées dans le cadre de l'appel par JG CAPITAL MANAGEMENT font désormais état d'une demande d'indemnisation d'un montant significativement plus élevé que celui présenté en premier instance.

[40] Une action sociale dite *ut singuli* permet à des actionnaires, sous certaines conditions, d'agir en justice afin de demander réparation du préjudice subi par la société, indépendamment du préjudice subi par les actionnaires eux-mêmes.

8.2.2 Modalités du Complément de prix n°2

« *Dans l'hypothèse du versement effectif de toute somme au plus tard le 31 mai 2026 en faveur de la Société ou l'une de ses filiales, dans le cadre de la Procédure Indemnitaire en cours qui résulterait de l'exécution (i) d'une décision judiciaire devenue définitive et purgée de tout recours condamnant les Défendeurs ou (ii) d'un protocole transactionnel ayant force de chose jugée qui mettrait fin à la Procédure Indemnitaire (ensemble le « Versement Effectif n°2 »), un second complément de prix (le « Complément de Prix n°2 ») serait dû. En l'absence d'un Versement Effectif n°2 au plus tard le 31 mai 2026 , le Complément de Prix n°2 ne serait pas dû..* »

Le montant du Complément de prix sera égal au Versement Effectif n°2, duquel sera déduit toutes les sommes effectivement déboursées ou dues par la Société ou le Groupe dans le cadre de la Procédure Indemnitaire , ainsi que le montant de l'impôt sur les sociétés payé ou dû au titre de ces sommes.

8.2.3 Appréciation du Complément de prix n°2

Nous ne sommes pas capables d'apprécier les sommes qui pourraient être obtenues dans le cadre de l'action *ut singuli* en cours. Dès lors, le principe du complément de prix nous semble approprié dans la mesure où il permet de faire bénéficier les actionnaires qui apporteraient leurs titres à l'Offre de l'issue favorable éventuel de ce litige, dont les conséquences n'ont pas été appréhendées dans la valorisation de BOURRELIER GROUP.

Selon les observations des actionnaires minoritaires A et C sur le projet de note d'information du 2 mars 2021, « *les compléments de prix ne seront dus qu'en présence d'un paiement effectif et en vertu d'une décision définitive et purgée de tout recours avant une date butoir fixée respectivement au 31 décembre 2021 pour le litige avec le franchiseur Intergamma et au 2 mars 2024 pour l'action sociale initiée par JG Capital Management. Ces délais butoir sont trop courts. Par ailleurs, étant donné que le complément de prix suppose une décision définitive et purgée de tout recours à la date butoir, cela signifie qu'un recours de Bourrelier Group (même dilatoire) permettrait de faire obstacle au paiement du complément de prix*.

Ainsi l'expert indépendant dont la mission inclut l'analyse des compléments de prix observera que les conditions de mise en œuvre des compléments de prix remettent en cause le principe même de ces compléments de prix.

Par conséquent, les délais de mise en œuvre des compléments de prix devront être étendus et exclure tout recours de la part de la société Bourrelier Group contre une décision de justice lui octroyant une indemnisation (et constitutive d'un complément de prix dans le cadre de l'offre). (…) l'AMF a elle-même expressément autorisé une durée de 5 ans pour les compléments de prix. »

M14 prévoit désormais dans le projet de Note d'Information transmis le 26 mai 2021 une durée de 5 ans pour le versement du Complément de prix n°2, et donc la fin de la Procédure Indemnitaire en cours. Cette durée est celle citée par les actionnaires minoritaires et résultant de la Recommandation AMF - DOC-2006-15.Elle n'appelle pas d'autre commentaire de notre part.

Sur ces bases, le Complément de prix n°2 nous semble de nature à permettre à l'actionnaire qui apporterait ses titres à l'Offre d'accéder au bénéfice qui résulterait d'une issue favorable de cette procédure, pour autant qu'elle intervienne dans le délai fixé de 5 ans.

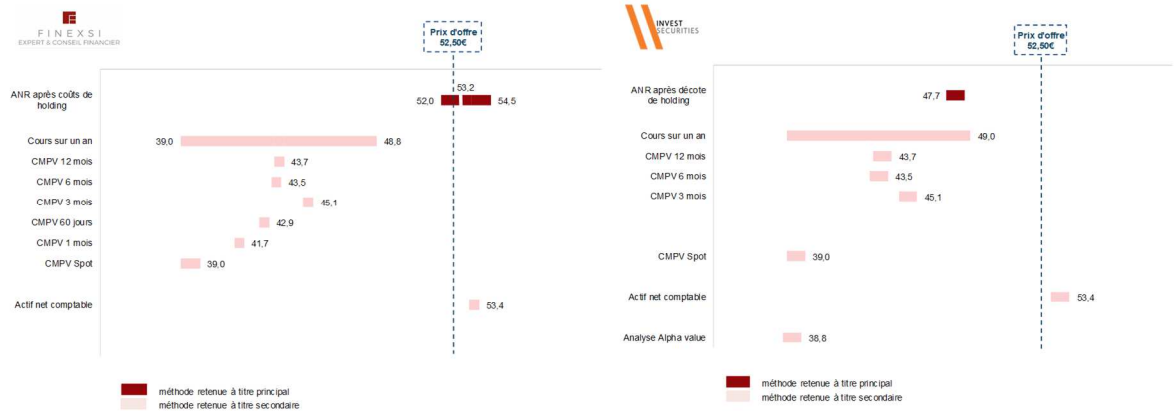
9 Analyse des éléments d'appréciation du prix établis par la Banque Présentatrice

INVEST SECURITIES, agissant en tant que Banque Présentatrice 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 transmis le 26 mai 2021.

Nous avons analysé ces éléments et nous nous sommes rapprochés des représentants de la Banque Présentatrice en charge de l'évaluation pour échanger sur les méthodes et références d'évaluation retenues, et avons obtenu leur rapport d'évaluation.

Les résultats de nos travaux respectifs sont synthétisés ci-dessous :

Figure 9 : Comparaison des valorisations en €/action établies par FINEXSI et INVEST SECURITIES



Source : Rapport d'évaluation INVEST SECURITIES, Analyse FINEXSI

Concernant la méthode retenue à titre principal par la Banque Présentatrice, le résultat de nos travaux respectifs sont repris ci-dessous :

Figure 10 : Comparaison des valorisations en €/action établies par FINEXSI et INVEST SECURITIES en approche à titre principal

ANR de Bourrelier Group au 31/12/2020

	Valorisation Banque Présentatrice	Valorisation Finexsi	
		Fourchette basse	Fourchette haute
Trésorerie		*97,7*	*97,7*
Dette financière		*(33,6)*	*(33,6)*
Contrats de capitalisation		*174,9*	*174,9*
Trésorerie nette à fin décembre 2020	***239,0***	***239,0***	***239,0***
Retraitement PPH et Mavic valorisés par ailleurs	(16,4)	(16,4)	(16,4)
Trésorerie nette hors PPH et Mavic	***222,6***	***222,6***	***222,6***
Benelux	72,5	75,7	88,1
Immobilier France	26,5	25,5	26,5
Valorisation PPH	5,5	5,5	5,5
Valorisation Mavic	7,2	7,1	7,8
Mise en équivalence	*1,6*	*1,6*	*2,2*
Autres participations financières	*10,7*	*10,7*	*10,7*
Reports déficitaires Belgique	*0,1*	*0,1*	*0,1*
Engagements pour retraite, nets d'impôts	*(1,0)*	*(0,9)*	*(0,9)*
Provisions long terme	*(0,7)*	*(0,7)*	-
Total autres actifs et autres passifs	10,7	10,8	12,1
Actifs et passifs non affectés			
ANR avant coût de holding	**345,0**	**347,1**	**362,6**
Coûts de la holding		(24,5)	(24,5)
Niveau de décote implicite	*-40%*	*-20%*	*-18%*
Décote sur actifs hors trésorerie	(49,0)		
ANR après décote	**296,0**	**322,6**	**338,0**
# actions	6 206 416	6 206 416	
ANR par action	**47,7**	**52,0**	**54,5**

Source : Rapport d'évaluation INVEST SECURITIES, Analyse FINEXSI

9.1 Méthodes et références d'évaluation

Pour la valorisation de BOURRELIER GROUP, la Banque Présentatrice a retenu la méthode de l'Actif Net Comptable Réévalué à titre principal et les critères suivants à titre indicatif : l'analyse du cours de bourse, l'actif net comptable ainsi que le cours cibles des analystes.

Nous avons considéré l'ensemble des méthodes et références retenues par INVEST SECURITIES, à la seule différence que nous ne présentons la référence aux objectifs de cours des analystes du fait de la quasi-absence de suivi du titre, un seul bureau d'analyse suivant le titre.

La Banque Présentatrice a, tout comme nous, écarté les méthodes de l'actualisation des flux de trésorerie futurs globaux, de l'actualisation des dividendes, de la valeur liquidative de la Société.

9.2 Mise en œuvre des différents critères

9.2.1 Données de référence

9.2.1.1 Ajustements et passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur des Fonds Propres

La Banque Présentatrice a retenu un passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres d'un montant total de -222,5 € sur la base des comptes consolidés au 31 décembre 2020, avant prise en compte des dettes locatives reconnues au titre de la norme IFRS 16. FINEXSI s'est également basé sur les mêmes éléments et a retenu une fourchette entre -222,6 M€ et -223,9 M€. Les principales différences sont présentées ci-après :

- Concernant la mise en équivalence de la SCI du Rond-Point 12, détenue à 50 %, nous avons ouvert la fourchette en retenant une valeur haute correspondant à une réévaluation des titres de la SCI, sur la base du loyer capitalisé et s'élevant à 2,2 M€ (la fourchette basse correspond à la valeur nette comptable, soit 1,6 M€, montant retenu par la Banque Présentatrice) ;
- La provision relative à la garantie de passif ITM EM a été retenue pour 0,7 M€ par la Banque Présentatrice (correspondant au montant comptabilisé pour 2,3 M€ à fin 2020, retraité du montant de la franchise de 1,5 M€). Ce montant, en lien avec l'ajustement proposé par les commissaires aux comptes, correspond à notre fourchette basse. Nous avons également considéré une hypothèse haute, sans montant au titre de cette garantie, cette dernière n'ayant pas été activée à ce jour.

9.2.1.2 Nombre d'actions retenu

Le nombre d'actions retenu par la Banque Présentatrice dans le cadre de la présente évaluation se compose de 6 206 416 titres. Nous avons retenu le même nombre de titres.

9.2.2 Evaluation de l'Actif Net Réévalué

La méthode de l'Actif Net Réévalué permet de calculer une valeur théorique des capitaux propres en procédant à une revalorisation de marché des actifs et passifs. Cette méthode est donc particulièrement pertinente pour des sociétés holding et, à ce titre, a été utilisée par la Banque Présentatrice et par FINEXSI.

9.2.2.1 Activité au Bénélux

- ***Actualisation des flux de trésorerie prévisionnels***

INVEST SECURITIES utilise le plan d'affaires 2021e-2023e communiqué par la Société pour l'activité au Benelux élaboré en cohérence avec les hypothèses de chiffre d'affaires et de marge fournies par le franchiseur INTERGAMMA.

La Banque Présentatrice a basé sa modélisation sur les hypothèses du plan d'affaires du Management et a procédé à une extrapolation des flux au-delà de 2023, jusqu'à 2030.

Nous avons travaillé à partir du même plan d'affaires mais nous avons limité l'extrapolation à 2025, considérant que, compte tenu de la maturité du secteur et du positionnement du Groupe sur le marché au Benelux, il n'était pas nécessaire de prolonger l'horizon pour atteindre un niveau d'activité ou de rentabilité normatifs.

La Banque Présentatrice a actualisé les flux de trésorerie en fin de période, alors que nous avons actualisé les flux à mi-période.

Nous avons procédé aux mêmes ajustements sur les flux opérationnels (réintégration des escomptes fournisseurs en résultat d'exploitation et retraitement du niveau de RFA), de sorte que nous présentons les mêmes niveaux d'EBITDA ajustés.

En revanche, notre ajustement du taux de RFA en 2020 et son incidence sur le BFR (cf. § 5.3.2.1) conduit à un écart avec la Banque Présentatrice sur le premier flux.

La Banque Présentatrice retient un taux de croissance à l'infini de 1 %. Nous retenons pour notre part un taux de croissance à l'infini de 1,5 %.

Concernant le taux d'actualisation, la Banque Présentatrice retient un coût moyen pondéré du capital de 8,74 %, alors que nous retenons un taux de 8,78 %. Les principales différences menant à cet écart sont synthétisées ci-après :

- INVEST SECURITIES a retenu un taux sans risque de -0,19 % correspondant au taux moyen sur 6 mois de l'OAT 10 ans au 21 avril 2021. Nous avons considéré un taux sans risque de -0,11 % correspondant à la moyenne de l'OAT TEC 10 ans calculée sur 2 ans au 22 avril 2021 ;
- La Banque Présentatrice a retenu une prime de risque de 5,45 % correspondant à la moyenne 6 mois de la prime de risque pour la France selon FACTSET ESTIMATES. Nous avons retenu 8,56 % correspondant à la moyenne des primes de risque 2 ans ASSOCIES EN FINANCE en avril 2021 ;
- INVEST SECURITIES a retenu un beta désendetté de 0,97 correspondant à la médiane des beta 5 ans d'un échantillon de comparables. Nous avons retenu un bêta désendetté 5 ans de 0,92 également, étant précisé que l'échantillon de comparables retenu par la Banque Présentatrice, consistant en des sociétés de distribution spécialisée, diffère du nôtre, davantage axé sur le secteur de la distribution de bricolage et assimilé ;
- La Banque Présentatrice retient une prime de taille de 3,67 % correspondant à la prime de taille de DUFF & PHELPS. Nous avons retenu une prime de taille de 1,01 % selon nos analyses conduites sur la prime de taille de DUFF & PHELPS[41].

En cohérence avec le plan d'affaires retenu tel qu'établi par le Management, *i.e.* présenté hors IFRS 16, la Banque Présentatrice a, comme nous l'avons fait, retenu une dette financière nette hors incidence de la norme IFRS 16.

Les différences évoquées ci-avant conduisent à un écart global de valorisation de -10,8 M€ sur la valeur d'entreprise de l'activité Benelux issue du DCF (soit un écart de 13 %) entre la valeur extériorisée par nos travaux (soit 81,5 M€ en valeur centrale déterminé par FINEXSI) et celle déterminée par la Banque Présentatrice (70,7 M€).

[41] L'écart entre les primes de risques retenues s'explique par une différence d'approche méthodologique. Lorsque la Banque Présentatrice retient la prime de taille applicable aux sociétés de petite capitalisation, nous avons préféré appréhender cette prime de taille (i) par décile et (ii) par différence avec la moyenne des primes de taille relatives aux sociétés de notre échantillon de comparables. Il en ressort une prime de taille plus faible, ce qui est favorable à l'actionnaire.

- ***Méthodes analogiques***

La Banque Présentatrice retient la cession des actifs de distribution de matériel de bricolage de BRICORAMA France et Espagne à ITM, intervenue début 2018, comme transaction de référence.

Nous ne l'avons pas retenue, considérant que cette transaction ne peut être comparable à l'activité au Benelux dans la mesure où (i) elle regroupe un périmètre plus large que la cession de l'exploitation des magasins avec notamment la cession de la marque Bricorama, et (ii) du caractère particulier de l'activité de franchisé au Benelux, qui ne génère pas les mêmes taux de marge.

Nous avons en revanche corroboré les résultats de nos valorisations par la méthode DCF et les comparables boursiers avec le résultat issu de l'application du multiple induit de la transaction intervenue en 2018 entre CRH (principal franchisé à l'époque) et INTERGAMMA, franchiseur, plus directement comparable et pertinent.

Nous avons en revanche retenu à titre secondaire la méthode des comparables boursiers que la Banque Présentatrice n'a pas retenue.

9.2.2.2 Actifs immobiliers

Les actifs immobiliers locatifs détenus par le Groupe ont été valorisés par la Banque Présentatrice sur la base des résultats des expertises indépendantes de Monsieur Jacques PATRON, Expert près la Cour d'appel de Paris, en décembre 2020. Nous nous sommes également basés sur ces expertises immobilières, et avons fait appel à notre propre Expert, le cabinet CATELLA VALUATION, représenté par Monsieur Jean-François DROUETS, pour mener une expertise pour notre compte. Nous avons retenu une fourchette de valorisation des actifs immobiliers reprenant la synthèse de ces deux expertises.

9.2.2.3 MAVIC et PPH

Les investissements récents, réalisés au cours de l'année 2020, ont été retenus dans l'ANR pour leur coût d'investissement respectif. Nous avons retenu la même approche concernant ces actifs.

9.2.2.4 Autres actifs

Les autres actifs de BOURRELIER GROUP, essentiellement la trésorerie nette et les autres actifs non courants, ont été retenus pour leur valeur nette comptable au 31 décembre 2020 dans les comptes consolidés, c'est-à-dire à leur juste valeur, ce qui n'appelle pas de remarque particulière de notre part.

9.2.2.5 Décote de holding

INVEST SECURITIES a appliqué à une décote de holding de 40 % aux actifs hors trésorerie nette, justifiant du statut de holding de BOURRELIER GROUP et de l'application du marché d'une décote associée à ce statut.

Le niveau de décote (40 %) a été retenu par référence à la moyenne des décotes des cours de bourse observées par rapport aux ANR publiés au 30/06/2020 ou au 30/09/2020, sur un panel de 11 sociétés holdings.

Les actionnaires minoritaires ont objecté les arguments suivants :

Position des actionnaires minoritaires A et C

Les actionnaires minoritaires A et C relèvent quelques erreurs méthodologiques qu'ils estiment dans la mise en œuvre de la décote de holding par la Banque Présentatrice, et notamment le choix des comparables ainsi que le recours aux décotes « anciennes » du 30 septembre 2020, voire du 30 juin 2020. Ils estiment que « *si la décote moyenne des société holdings détenant nombre de participations minoritaires est de 28%, la décote à retenir pour les participations détenues pour l'essentiel à 100% par Bourrelier Group paraît devoir être d'environ 20%* ».

Position de l'actionnaire minoritaire B :

L'actionnaire minoritaire B est « *en profond désaccord* » sur l'application d'une décote de holding, considérant qu'« *une décote de holding peut être justifiée dans certains cas, compte tenu d'un frottement fiscal ou d'une complexité de gestion et de valorisation dans de grandes structures comprenant de nombreuses participations ou filiales* », ce qu'il estime ne pas être le cas pour Bourrelier Group, et précise qu'« *aucune décote ne [lui] semble justifiée avant qu'un réinvestissement significatif ne soit réalisé* ».

L'actionnaire minoritaire B considère par ailleurs que « *à [sa] connaissance, les « frais de holding » cités par Invest Securities ne sont autres que des coûts centraux qui existaient déjà à l'époque où l'objet social de la société était la distribution de matériel de bricolage*. »

L'approche retenue par la Banque Présentatrice appelle de notre part les commentaires suivants :

- Les sociétés holdings retenues dans le panel ne sont pas selon nous comparables au groupe BOURRELIER, en termes de taille et de constitution de composition du portefeuille d'actifs. A titre d'exemple, EURAZEO gère 21,8 milliards d'actifs investis dans un portefeuille de plus de 430 entreprises, ALTAMIR gère une cinquantaine de participations représentant plus d'1 milliard d'euros de juste valeur, INVESTOR AB est une société d'investissement suédoise qui est investie dans des participations minoritaires à hauteur de 55 Mds€… ;
- Par ailleurs, la Banque Présentatrice observe les décotes sur la base des derniers ANR publiés à la date de son rapport, au 31 décembre 2020, à l'issue d'une période volatile qui a connu des périodes où les marchés étaient historiquement bas avant de remonter fin 2020, ce qui a selon nous une incidence sur le niveau de décote de holding. Ne pas retenir de moyenne sur un horizon plus long et considérer ces ANR et cours *spot* revient à retenir des références de décotes élevées observées sur ces holdings[42] ;

[42] Nous avons conduit une analyse similaire sur une période étendue, depuis 2015 sur la décote moyenne observée pour un échantillon restreint de sociétés holdings constitué de Wendel, Eurazeo, GBL, Exor, IDI, Altamir, et FFP (devenue Peugeot Invest). Cette-ci s'établit en moyenne à 28 % et a évolué dans une fourchette comprise entre 22 % (juin 2018) et 38 % (décembre 2020), laquelle constitue donc une référence élevée.

- Comme indiqué par la Banque Présentatrice, BOURRELIER GROUP est une holding naissante disposant d'un patrimoine essentiellement liquide (constitué à plus de 60 % par le placement de la trésorerie issue de la cession de son activité principale) et qu'elle contrôle (pas de participations minoritaires). Elle ne peut pas être comparée aux holdings cotées précitées. Le caractère récent du statut de holding de BOURRELIER GROUP, et notamment des acquisitions de Mavic et PPH, nous a conduit à retenir leur prix d'acquisition comme valeur. Appliquer une décote de holding ne nous semble donc pas approprié, pas plus qu'à l'activité de franchisé qui correspond à son activité historique.

Comme cela est développé au § 5.3.6., il nous semble en revanche pertinent de retenir les coûts de holding que doit supporter le Groupe pour gérer ses actifs historiques et répondre aux contraintes de la cotation du titre. C'est ce que nous avons considéré à travers une approche spécifique fondée sur les coûts effectivement supportés. La prise en compte de ces coûts de holding revient implicitement à une « décote » de l'ordre de 18 % à 20 % sur les actifs hors trésorerie.

Concernant la remarque de l'actionnaire minoritaire B sur la consistance et la nature des frais de holding, nous renvoyons à notre analyse au § 5.3.

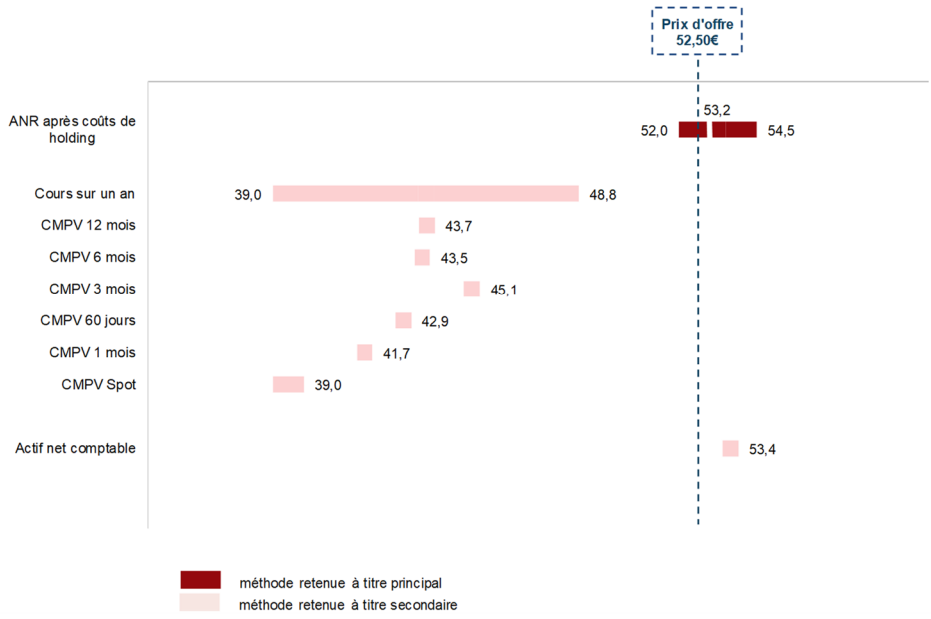
9.2.3 Analyse du cours de bourse

L'analyse du cours de bourse présentée par INVEST SECURITIES n'appelle pas de remarque particulière de notre part.

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

10.1 Synthèse de nos travaux d'évaluation

Figure 11
Synthèse de nos travaux de valorisation de l'action BOURRELIER GROUP



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

La présente Offre Publique de Retrait résulte d'une obligation faite à l'Initiateur, en application de la décision de la Cour d'Appel de Paris du 26 novembre 2020, confirmant la décision de l'AMF du 19 mars 2020. Elle fait suite aux demandes d'actionnaires minoritaires en raison d'une trop faible liquidité du titre (i.e. faiblesse du flottant et des volumes échangés) ne leur permettant pas d'envisager la cession de leur participation sur le marché dans des conditions raisonnables. Elle ne constitue néanmoins pas un retrait obligatoire, l'actionnaire minoritaire gardant la possibilité de conserver ses titres.

Elle est proposée au prix de 52,50 € par action BOURRELIER GROUP assorti du Complément de prix n°1 et du Complément de prix n°2, tels que décrits et qui ont fait l'objet de remarques ci-avant dans ce rapport. Ces compléments de prix paraissent de nature à permettre à l'actionnaire qui apporterait ses titres à l'Offre d'accéder au bénéfice qui résulterait d'une issue favorable des procédures visées, pour autant qu'elles interviennent dans le délai prévu.

L'Offre permet aux actionnaires minoritaires d'accéder à la liquidité de l'ensemble de leurs titres à un prix supérieur aux derniers cours de bourse échangés avant l'annonce de la décision de l'AMF et la suspension consécutive de la cotation depuis le 20 mars 2020. Si le prix d'offre extériorise une prime de 22,3 % sur la référence usuelle du CMPV 60 jours à cette date, la référence au cours de bourse n'est pas le critère le plus pertinent en raison du flottant limité et de la liquidité très réduite.

Le critère de l'ANR retenu à titre principal dans notre évaluation est représentatif de la valeur fondamentale de la Société. Il fait ressortir une valeur comprise entre 52,0 € et 54,5 € par action avec une valeur centrale de 53,2 € par action, très proche de l'ANC publié de 53,4 € par action. Le prix d'Offre se situe donc dans la fourchette de l'ANR avec une prime de 1,0 % par rapport à la fourchette basse et une décote de 1,3 % par rapport à la valeur centrale. Il peut être considéré comme équitable, selon nous, dès lors qu'il s'inscrit dans la fourchette de valeurs représentatives de la valeur fondamentale.

En conséquence, à la date du présent rapport, nous sommes d'avis que le prix d'Offre de 52,50 € par action est équitable d'un point de vue financier pour l'actionnaire de BOURRELIER GROUP.

A notre connaissance, il n'existe pas d'accord connexe dans cette opération.

Fait à Paris le 27 mai 2021,

FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER

Lucas ROBIN
Associé

Olivier PERONNET
Associé

11 Annexe

11.1 Présentation de FINEXSI et Déroulement de la mission

Présentation du cabinet FINEXSI EXPERT ET CONSEIL FINANCIER :

L'activité de FINEXSI E&CF s'inscrit dans le cadre des métiers réglementés par l'ORDRE DES EXPERTS COMPTABLES et la COMPAGNIE NATIONALE DES COMMISSAIRES AUX COMPTES. Elle regroupe principalement les activités suivantes :

- Acquisitions et cessions d'entreprises ;
- Apports et fusions ;
- Evaluation et expertise indépendante ;
- Assistance dans le cadre de litiges.

Pour mener à bien ces missions, le cabinet emploie des collaborateurs dont l'essentiel 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 24 derniers mois :

Date	Cible	Initiateur	Banque(s) présentatrice(s)	Opération	Banque(s) conseil (1)
sept.-19	Latecoere	Searchlight	JP Morgan, Natixis	Offre Publique d'Achat suivie d'un Retrait Obligatoire	Deutsche Bank
oct.-19	Groupe Flo	Bertrand	Rothschild, Portzamparc	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire	-
oct.-19	Altran	Capgemini	BNPP, Crédit Agricole CIB, HSBC, Lazard	Offre Publique d'Achat	Perella Weinberg Partners, Citigroup
mars-20	April	Andromeda Investissements	Deutsche Bank, Lazard, Natixis	Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire	-
juil.-20	Antalis	KPP	Oddo BHF	Offre Publique d'Achat Simplifiée	-
juil.-20	SoLocal Group	N/A	N/A	Augmentation de capital réservée aux créanciers	Rothschild & Co
juil.-20	Technicolor	N/A	N/A	Augmentation de capital avec maintien du Droit Préférentiel de Souscription et augmentation de capital réservée à certains créanciers	Rothschild & Co
sept.-20	Devoteam	Castillon SAS	Crédit Agricole CIB	Offre Publique d'Achat (par les Fondateurs)	-
oct.-20	Sodifrance	Sopra Steria	Bryan Garnier & Co	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire	-
nov.-20	Bourbon	N/A	N/A	Augmentation de capital réservée aux créanciers	Lazard
déc.-20	Europcar Mobility Group	N/A	N/A	Augmentation de capital réservée à certains créanciers et augmentation de capital sans suppression du DPS	Rothschild & Co
janv.-21	Dalet	Dalet Holding	Alantra Capital Markets	Offre Publique d'Achat Simplifiée	-
mars-21	Vallourec	N/A	N/A	Projets d'Augmentation de capital avec maintien du Droit Préférentiel de Souscription et d'augmentation de capital réservée à certains créanciers	Rothschild & Co
mai-21	Tarkett	Tarkett Participations	BNPP, Crédit Agricole CIB, Rothschild Martin Maurel, Société Générale	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'AUTORITE DES MARCHES 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 180 k€, hors taxes, frais et débours, montant qui n'inclut pas les honoraires de l'expert immobilier que nous avons mandaté.

Description des diligences effectuées :

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

1 - Prise de connaissance de l'opération et acceptation de la mission ;

2 - Identification des risques et orientation de la mission ;

3 - Collecte des informations et des données nécessaires à la mission ;

4 - Appréciation du contexte de l'Offre :

- Compréhension du processus ayant conduit à la réalisation de l'opération : échange avec l'Initiateur et ses conseils ;
- Prise de connaissance des échanges préalables entre les actionnaires minoritaires et la Société
- Echange avec la Banque Présentatrice ;
- Prise de connaissance d'analyses sectorielles afin de mieux appréhender le marché et l'activité de la cible ;
- Echange avec la société objet de l'Offre sur les performances historiques de la société et les principales hypothèses qui sous-tendent le plan d'affaires.

5 - Analyse de l'opération et de la documentation juridique liée.

6 - Prise de connaissance de la documentation comptable et financière de BOURRELIER GROUP ;

7 - Valorisation du patrimoine immobilier :

- Analyse des expertises immobilières réalisées par M. Jacques PATRON, Expert Immobilier, et réunion de travail sur les principales hypothèses retenues ;
- Mise en œuvre d'une nouvelle expertise immobilière sur les actifs immobiliers du Groupe en France, réalisée par un Expert Immobilier mandaté par nos soins, le cabinet CATELLA VALUATION.

8- Revue du plan d'affaires du management pour les activités au Benelux et modélisation ;

9 - Analyse du cours de bourse :

- Analyse du flottant et de la liquidité ;
- Analyse de l'évolution du cours et de la volatilité.

9 - Mise en œuvre d'une valorisation par la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs

10 - Mise en œuvre des méthodes analogiques :

- Comparables boursiers (mise en œuvre mais retenue à titre secondaire) ;
- Transactions comparables (mise en œuvre mais retenue à titre corroboratif).

11 - Analyse de la note d'information et du rapport d'évaluation de la Banque Présentatrice ;

12 – Entretien avec les actionnaires minoritaires nous ayant sollicités, prise de connaissance et analyse des éléments portés à notre connaissance ;

12 - Obtention de la lettre d'affirmation des représentants de la Société et de l'Initiateur ;

13 - Revue indépendante ;

14 - Rédaction du rapport.

Calendrier de l'étude :

17 novembre 2020	Désignation de FINEXSI comme Expert Indépendant par le Conseil d'Administration de BOURRELIER GROUP. Prise d'informations sur l'opération avec les Conseils de la Société.
1er décembre 2020	Réunion téléphonique avec l'Initiateur et son conseil sur le cadre de notre intervention.
Décembre 2020 / Janvier 2021	Collecte de l'information publique disponible et recherche d'informations sur nos bases de données financières (MERGER MARKET et CAPITAL IQ).
13 janvier 2021	Réunion téléphonique avec la Banque Présentatrice.
19 janvier 2021	Réunion téléphonique avec l'Administrateur indépendant sur l'avancement de nos travaux et présentation des principales hypothèses retenues, à titre préliminaire, dans nos travaux de valorisation.
21 janvier 2021	Réunion téléphonique avec la Banque Présentatrice : présentation des travaux de valorisation et réunion de travail.
26 janvier 2021	Réunion téléphonique avec M. Jacques PATRON, Expert Immobilier : échange sur les principales hypothèses sous-tendant les expertises immobilières.
26 janvier 2021	Réunion téléphonique avec le Directeur Comptable Groupe de BOURRELIER GROUP sur les éléments prévisionnels du Benelux et de Mavic.
28 janvier 2021	Réunion avec les minoritaires A et C, en présence de leur conseil
2 février 2021	Transmission, par les actionnaires minoritaires A et C, d'une note reprenant les points exposés lors de la réunion du 28 janvier 2021.
3 février 2021	Deuxième réunion téléphonique avec l'Initiateur.
3 février 2021	Deuxième réunion téléphonique avec l'Administrateur indépendant sur l'avancement des travaux.
22 février 2021	Réunion téléphonique avec le Directeur Comptable Groupe de BOURRELIER GROUP sur la revue le projet de Bilan et Compte de Résultat consolidés de BOURRELIER GROUP au 31 décembre 2020.
24 février 2021	Réception du rapport définitif de la Banque Présentatrice.

	Réunion téléphonique avec la Banque Présentatrice sur l'actualisation de leurs travaux de valorisation.
24 février 2021	Troisième réunion téléphonique avec l'Administrateur indépendant sur l'avancement des travaux et présentation des résultats préliminaires de nos travaux de valorisation.
2 mars 2021	Réception du premier projet de note d'information.
8 mars 2021	Réunion avec l'actionnaire minoritaire B.
11 mars 2021	Deuxième réunion avec l'actionnaire minoritaire A, en présence de ses conseils.
24 mars 2021	Réunion téléphonique avec la Société et la Banque Présentatrice relative au Plan d'Affaires du Benelux.
29 mars 2021	Réunion téléphonique avec la Banque Présentatrice sur l'actualisation de leurs travaux de valorisation.
30 mars 2021	Transmission du projet de note d'information intégrant les travaux de valorisation de la Banque Présentatrice.
6 au 10 mai 2021	Revue indépendante.
10 mai 2021	Réunion téléphonique avec l'Administrateur indépendant sur la synthèse de nos travaux et leur restitution
26 mai 2021	Réception du projet de note d'information modifiée.
27 mai 2021	Obtention des lettres d'affirmation.
27 mai 2021	Etablissement du rapport d'évaluation.
27 mai 2021	Présentation du Rapport au Conseil d'administration.

Liste des personnes rencontrées ou contactées :

BOURRELIER GROUP

- Jean-Claude BOURRELIER, Président du Conseil d'Administration ;
- Yann LE TENO, Directeur Comptable Groupe.

Comité ad hoc de BOURRELIER GROUP

- Jean CRITON, Membre indépendant du Conseil d'Administration.

INVEST SECURITIES, Banque Présentatrice

- Claude BREUIL, Managing Partner ;
- Sami BERHOUMA, Director ;
- Maxime DUBREUIL, Head of Equity Research – Head of Technology
- Ludovic MARTIN, Financial Analyst.

CHANGE, cabinet d'Avocats conseil de l'Initiateur

- Nicolas CUNTZ, Avocat Associé ;
- Quentin LAGIER, Avocat.

Actionnaire minoritaire A

- Président ;
- Conseils de l'Actionnaire Minoritaire A et C, Avocats.

Actionnaire minoritaire B

- Associé gérant ;
- Small Cap Fund Manager ;
- Directeur (juridique M&A).

Actionnaire minoritaire C

- Secrétaire Générale ;
- Conseils de l'Actionnaire Minoritaire A et C, Avocats.

Sources d'information utilisées :

Informations communiquées par les différentes parties prenantes

- Projet de Bilan et de Compte de Résultat consolidés au 31 décembre 2020 de BOURRELIER GROUP ;
- Plan d'affaires de l'activité au Benelux, réalisé par le Management et tous les documents annexés pour sa bonne compréhension ;
- Reporting de l'activité au Benelux à fin janvier et fin février 2021 ;
- Eléments prévisionnels présentés au Tribunal de Commerce de Grenoble dans le cadre de la reprise de l'activité de la société MAVIC ;
- Rapports d'expertises immobilières réalisées par Monsieur Jacques PATRON, Expert Immobilier près la Cour d'Appel de Paris, mandaté par BOURRELIER GROUP ;
- Documentation relative aux échanges entre les actionnaires minoritaires et la Société depuis 2018 ;
- Eléments relatifs au litige avec le franchiseur au Benelux, INTERGAMMA ;
- Rapport d'évaluation de BOURRELIER GROUP de la Banque Présentatrice INVEST SECURITIES ;
- Rapport d'évaluation de BOURRELIER GROUP actualisé de la Banque Présentatrice INVEST SECURITIES ;
- Projet de note d'information.

Informations de marché

- Rapports financiers annuels des trois derniers exercices clos ;
- Communication financière de BOURRELIER GROUP sur les quatre derniers exercices et au 30 juin 2020.

Base de données

- CAPITAL IQ ;
- EPSILON RESEARCH ;
- MERGERMARKET ;
- XERFI ;
- BANQUE DE FRANCE ;
- IBBOTSON.

Personnel associé à la réalisation de la mission :

Les signataires, Olivier PERONNET et Lucas ROBIN, ont été assistés d'Adeline BURNAND (*Senior Manager*), Julien BIANCIOTTO (Evaluateur-modélisateur), et Pierre DURAND (*Analyst*).

La revue indépendante a été effectuée par Olivier COURAU, Associé du cabinet FINEXSI (plus de 25 années d'expérience), qui n'a pas participé aux travaux d'évaluation.

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

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

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