Rapport d'expertise sur la valorisation de la société ADEX SNC

Paris, le 22 avril 2016,

En vue de la prochaine assemblée générale devant autoriser l'acquisition par EPC SA de la participation d'EJB dans ADEX SNC telle que mentionnée dans le point 2 du rapport spécial des commissaires aux comptes sur les Conventions réglementées, le rapport de valorisation établi par Monsieur Vital Saint Marc (cabinet RSM), désigné en qualité d'expert independant est publié en annexe.

STRICTEMENT PRIVE ET CONFIDENTIEL

ADEX

Rapport d'Evaluation

mercredi 18 novembre 2015

RSM

THE POWER OF BEING UNDERSTOOD

AUDIT | TAX | CONSULTING

RSM

A l'attention de Messieurs Oliver OBST et Charles-Ernest ARMAND
Groupe EPC
61, rue Galilée
75008 PARIS

Messieurs,

Le présent rapport constitue la synthèse de nos travaux relatifs à l'évaluation, en octobre 2015, de la société ADEX AD (« ADEX » ou « la Société »), sur la base de ses états financiers et de prévisions d'activité. Il correspond à la mise en œuvre de méthodes d'évaluation usuelles et adaptées à ce type de société dans le contexte de notre mission.

Il a été préparé dans le cadre d'un projet de cession des parts sociales d'ADEX, à ce jour majoritairement détenues par la société E.J. BARBIER, au profit de la SA d'Explosifs et de Produits Chimiques (EPC), société mère du Groupe EPC.

Nos conclusions sont assorties des observations suivantes :

- nos travaux reposent sur un ensemble d'informations juridiques, techniques, commerciales, humaines et financières, tant passées que prévisionnelles, qui nous ont été fournies par les dirigeants de la société. Elles ont été collectées au cours d'entretiens avec les dirigeants et n'ont fait l'objet d'aucun audit ou vérification spécifique de notre part ;
- l'évaluation est intrinsèquement liée aux informations et hypothèses fournies dans ce cadre.

Outre les observations présentées ci-dessus, nous soulignons les réserves suivantes :

- l'évaluation de la société concerne l'intégralité de l'entreprise et non pas un bloc minoritaire ;
- elle est établie à partir d'une appréciation des enjeux et facteurs de risque spécifiques de la société compte tenu de sa structure actuelle mais aussi de perspectives à moyen terme ;
- elle est tout particulièrement appréciée compte tenu de son rôle au sein du Groupe EPC et pour E.J. BARBIER qui constitue selon nous le principal déterminant à l'existence d'une valeur.

Ce rapport est exclusivement réservé au contexte dans lequel il s'inscrit. Il n'est pas destiné à un quelconque autre usage et ne doit être communiqué sans notre autorisation écrite préalable.

Fait à Paris, le mercredi 18 novembre 2015

Strictement privé et confidentiel
© 2015 RSM. Tous Droits Réservés.

Vital SAINT-MARC
Associé
Mob : +33 6 60 23 92 85
Vital.SaintMarc@rsmfrance.fr

Julie Haeflinger
Manager
Mob : +33 6 60 23 95 29
julie.haeflinger@rsmfrance.fr

Sommaire

Section I **Contexte de la mission**	– Présentation d'ADEX et de ses activités – Présentation du Groupe EPC	Page 5-7 Page 8-10
Section II **Panorama du secteur**	– Analyse conjoncturelle et prévisions du secteur de la fabrication de matières explosives – Principales réglementations de l'activité	Page 12 Page 13-14
Section III **Présentation des méthodes d'évaluation**	– Positionnement d'EPC sur son marché – Appréciation du positionnement relatif d'ADEX – Méthodes d'évaluation retenues	Page 16 Page 17 Page 18
Section IV **Valeur stratégique d'ADEX pour EPC – approche patrimoniale**	– Cadre théorique du modèle – Valeur des équipes d'ADEX (coût de remplacement) – Valeur d'ADEX SERVICES – Conclusion sur la valeur stratégique ADEX pour EPC	Page 20 Page 21-22 Page 23 Page 24
Section V **Valeur stratégique d'ADEX pour E.J. BARBIER – approche par les flux de dividendes**	– Principales hypothèses du modèle – Conclusion sur la valeur stratégique ADEX pour E.J. BARBIER	Page 26-27 Page 28
Section VI **Conclusion sur les valeurs**		Page 29-31
Section VII **Annexes**		Page 32-39

Strictement privé et confidentiel
© 2015 RSM. Tous Droits Réservés.

SECTION I – CONTEXTE DE LA MISSION

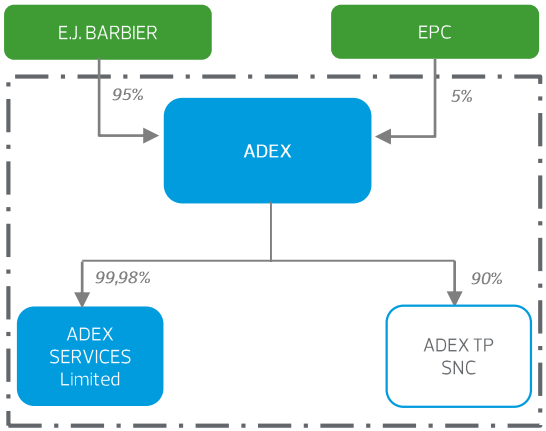
- Présentation d'ADEX et de ses activités
- Présentation du Groupe EPC

Strictement privé et confidentiel
© 2015 RSM. Tous Droits Réservés.

ADEX est une société de prestations de conseil et d'assistance principalement réalisées au profit du Groupe EPC, associé minoritaire.

Présentation d'ADEX

Organigramme simplifié



Source: Information du Management

Actionnaires
Filiale opérationnelle
Filiale sans activité

ADEX

- ADEX est une société de prestations de conseil et d'assistance qu'elle réalise principalement au profit du Groupe EPC, et dans une moindre mesure au profit de son associé majoritaire, E.J. BARBIER.
- EPC est un groupe Français, leader dans la production d'explosifs pour le BTP et spécialisé dans les métiers de forage–minage et de démolition, à l'international.
- ADEX a été créée en 1981 et concentre des équipes dédiées à 6 principaux domaines clés pour le Groupe EPC
  - Marketing et communication;
  - Direction et Administration Financière;
  - Audit interne;
  - Direction stratégique et développement;
  - Direction logistique achats ;et
  - Direction sécurité / santé / environnement.
- Le Chiffre d'affaires d'ADEX est essentiellement constitué de la rémunération de ces prestations, refacturées à EPC (et E.J. BARBIER) en prenant pour référence ses charges de fonctionnement encourues au titre desdits services (principalement des charges de personnel), majorées d'une marge de 8%.

Actionnariat

- ADEX est une société en nom collectif au capital de 150 000 euros (divisé en 1500 parts sociales de 100 euros de valeur nominale). E.J. BARBIER détient 1425 parts sociales (95%) et la SA d'Explosifs et de produits chimiques (EPC) en détient 75 (5%).
- La Société détient des participations dans deux filiales :
  - ADEX TP SNC, (90% par ADEX, 5% par DEMOKRITE et 5% par OCCAMAT), dont l'activité a cessé depuis le 1er janvier 2011. Autrefois porteuse de salariés expatriés du Groupe, ADEX TP est actuellement maintenue à titre provisoire en attendant le dénouement d'un litige avec un ancien salarié.
  - La filiale anglaise ADEX Services Ltd détenue à 99,98% (le solde par EPC UK PLC). Cette filiale propose notamment des fonctions de Direction Administrative et Financière et de Ressources Humaines à EPC UK, et dispose donc d'un rôle similaire à celui d'ADEX.

Strictement privé et confidentiel
© 2015 RSM. Tous Droits Réservés.

ADEX concentre des équipes dédiées à 6 principaux domaines clés pour le Groupe EPC

Principaux services fournis par ADEX

1. Direction du Marketing et de la Communication

- Ces équipes ont principalement pour mission d'élaborer la stratégie marketing du Groupe EPC afin de développer la marque (les logos, les stands, les visuels, un site Internet, des brochures commerciales, un journal, une base documentaire (essentiellement photographique). Ils sont également les garants de la formation des équipes de communication des filiales et de la correcte application de la charte groupe en matières de marque et de communication.

2. Direction Administrative et Financière

- Plus vaste pôle en termes de services fournis, les équipes de la Direction Administrative et Financière réalisent des prestations de :

1. **Trésorerie** : sélection et suivi de la relation avec les organismes financiers partenaires, négociation des conditions pécuniaires avec ces partenaires (pour les emprunts bancaires, financements obligataires, instruments de couverture, etc.), réalisation de reporting et gestion quotidienne de la trésorerie.
2. **Comptabilité** : tenue de la comptabilité générale, établissement des états financiers, sélection et paramétrage des logiciels informatiques de comptabilité.
3. **Fiscalité** : Gestion des conventions fiscales internationales (entre EPC et ses filiales), établissement de l'ensemble des déclarations fiscales, Rédaction des conventions d'intégration fiscale, gestion des contrôles fiscaux.
4. **Consolidation** : définition des normes, rédaction des procédures de consolidation et gestion du planning, gestion des principaux retraitements et des UGT, établissement des comptes consolidés, suivi pour le compte des filiales des provisions environnement.
5. **Contrôle financier** : assistance aux filiales pour l'établissement de leur budget annuel et révisés, construction et mise à disposition d'outils de suivi d'affaires et des marges.
6. **Systèmes d'information** : veille technologique, support dans le déploiement des outils au niveau des filiales, structuration du réseau informatique, gestion des achats de matériels, assistance aux utilisateurs.
7. **Ressources humaines** : Gestion du PEE, calcul des IDR, assistance pour la gestion des contentieux, assistance dans la recherche et la sélection des salariés, paramétrage et mise à jour du logiciel de paie, assistance dans la sélection et la gestion des organismes de mutuelle et de prévoyance, assistance en cas de création ou de fermeture d'établissement.
8. **Secrétariat juridique** : tenue du secrétariat juridique, rédaction des procès verbaux de conseil et d'assemblée, tenue des registres, enregistrement des documents auprès des organismes publics, organisation du conseil et de l'AG.
9. **Juridique et Assurance** : Suivi de la société captive d'assurance EPCapRé et contrôle du gestionnaire SOGECORE, suivi de la statistique sinistre du Groupe, gestion des appels d'offre courtier et assurance, gestion en coordination avec le courtier de la facturation des primes aux filiales.

3. Direction de l'Audit Interne

- Les équipes d'audit interne interviennent pour le compte du management du Groupe sur toute problématique de contrôle interne.
- L'Audit Interne propose au Comité d'Audit du Groupe un programme annuel d'Audit.
- Ils réalisent des missions spécifiques à la demande des filiales en vue de tester et d'évaluer leur système de contrôle interne et produisent ainsi un rapport listant les dysfonctionnements et les propositions d'améliorations. Ils effectuent également des missions d'assistance dans le cadre de contentieux ou de précontentieux afin de préparer ou contrer un dossier de réclamation.

Strictement privé et confidentiel
© 2015 RSM. Tous Droits Réservés.

ADEX concentre des équipes dédiées à 6 principaux domaines clés pour le Groupe EPC

Principaux services fournis par ADEX (suite)

4. Direction de la Stratégie et du Développement

- La Direction de la Stratégie et du Développement assure une veille concurrentielle et identifie les opportunités et menaces pour les différentes activités et zones géographiques du Groupe. Elle a pour rôle de proposer au management du Groupe des stratégies d'investissement ou de désinvestissement tant en France qu'à l'international.
- Elle est chargée de piloter les stratégies décidées par le management du Groupe et doit particulièrement gérer les mandats d'achat et de vente confiés par le groupe à des intermédiaires spécialisés.
- Elle assure également la négociation des contrats de distribution, de partenariats et des contrats d'acquisition et de cession.
- Elle est également en charge de la réalisation d'études de marché et de business plans prévisionnels dans le cadre de projets majeurs d'investissement ou de développement (pour le compte d'EPC et de ses filiales).

5. Direction Logistique Achats

- La Direction Logistique Achats recherche pour le compte des filiales de nouveaux fournisseurs. Elle négocie ensuite ces contrats à l'échelle du Groupe permettant ainsi à chaque filiale de bénéficier des synergies liées à son volume d'achat global et à son implantation internationale.
- Elle forme les fonctions achats des filiales pour leur faire bénéficier des meilleures pratiques.
- Elle est également en charge de l'analyse des différents postes d'achats du Groupe (incluant notamment le parc matériel, les matières premières et les articles de négoce), afin de déterminer ceux qui pourraient bénéficier d'une approche centralisée.
- Elle met en place des indicateurs de performance Achats au niveau du Groupe et des filiales.
- Elle analyse enfin les flux logistique au sein du Groupe afin de proposer des schémas logistique permettant à EPC de réaliser des économies sur les frais de transport et de stockage.

6. Direction Sécurité – Santé – Environnement

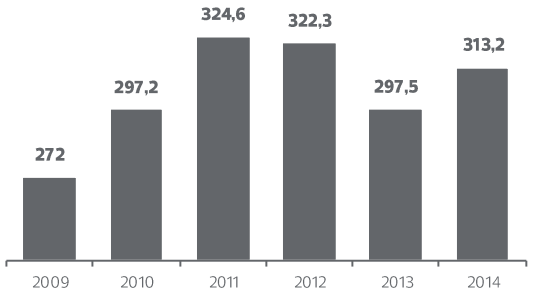
- La Direction SSE (Sécurité – Santé – Environnement) effectue une veille règlementaire sur les aspects SSE (au niveau international) et leurs implications pour les filiales.
- Elle participe à la définition d'une méthode d'évaluation financière des risques environnementaux conformes aux normes IFRS et met à jour les indicateurs ainsi définis.
- Elle s'assure de la mise en place et du suivi d'indicateurs commun à l'ensemble des filiales du Groupe. Ceci permet de suivre la performance du Groupe en matière de SSE.
- Elle est chargée de rédiger des rapports exigés par l'AMF et les autorités Française dans le domaine de la SSE.
- Elle a pour mission de représenter le Groupe au sein des organismes professionnels internationaux traitant des aspects SSE intéressant le Groupe.
- A la demande des filiales, elle organise des réunions de formation et de sensibilisation de leur personnel. Elle réalise aussi des missions spécifiques et des missions d'audit à la demande des filiales en vue de tester et d'évaluer leur système SSE et produit ensuite un rapport listant les dysfonctionnements et les propositions d'amélioration.
- Enfin, elle assure le suivi de l'exposition des différents sites de chaque filiale aux risques environnementaux et définit des paramètres permettant de chiffrer l'impact financier potentiel.

Strictement privé et confidentiel
© 2015 RSM. Tous Droits Réservés.

Depuis l'année 2009, l'activité du Groupe EPC a chuté sur tous ses marchés européens dans le secteur des Explosifs et du Forage Minage, alors que dans le même temps les activités de démolition (et désamiantage) et d'additifs diesels ont continué à croître de manière rentable.

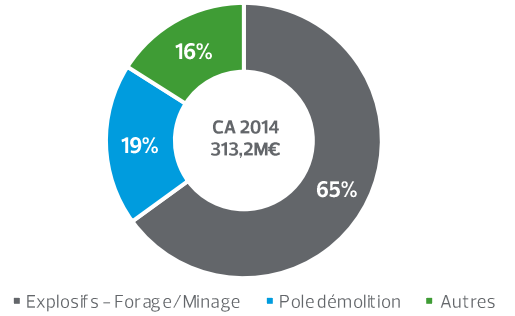
Présentation du Groupe EPC

Chiffre d'affaires du Groupe EPC (en millions d'euros)



Source: Rapports annuels du Groupe EPC

Répartition du CA du Groupe EPC (par pôle en 2014)



Source: Rapports annuels du Groupe EPC

Activités du Groupe EPC

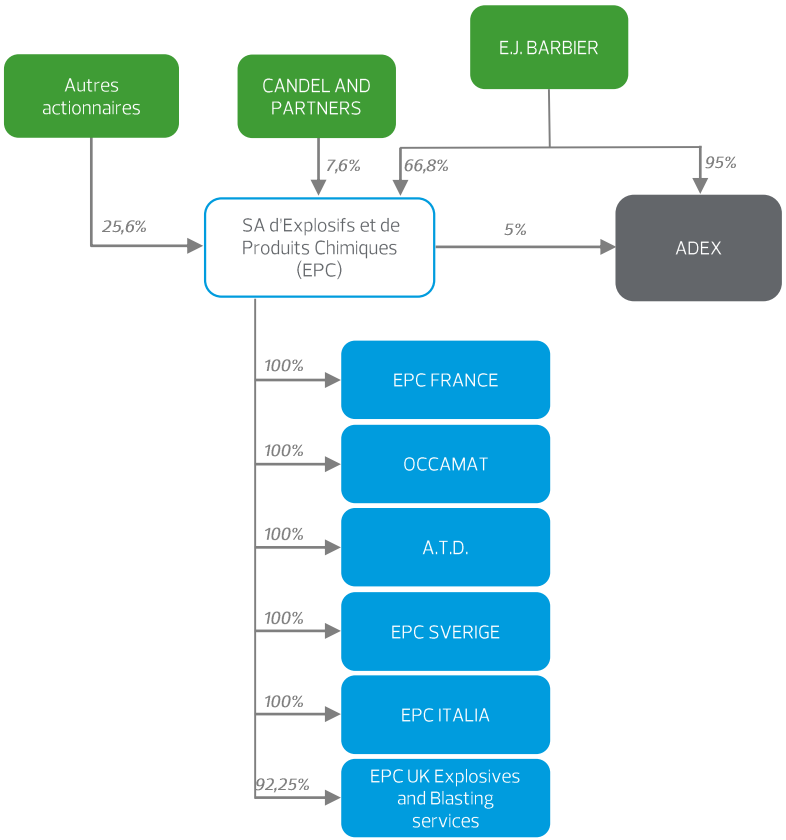
- Fondé en 1893, le Groupe EPC (« Société Anonyme d'Explosifs et de Produits Chimiques ») est l'un des principaux producteurs mondiaux. En sus de la fabrication d'explosifs (à usage civil), EPC a récemment développé deux activités connexes : le forage – minage depuis 1995 ainsi que la démolition depuis 2002.
- Le Groupe EPC a vu son chiffre d'affaires progresser de 5% à 313,2 millions d'euros en 2014. Il emploie actuellement plus de 1700 collaborateurs au sein d'une quarantaine de sociétés travaillant pour le compte d'opérateurs de mines, de carrières et de travaux publics dans plus de 20 pays en Europe, en Afrique et au Moyen-Orient.
- L'activité d'EPC s'articule autour des trois grands pôles suivants : (i) la fabrication d'explosifs à usage civil et leur mise en œuvre (forage-minage), (ii) la démolition et (iii) les autres activités diversifiées (notamment la vente d'additifs diesel).
- La production d'explosifs et leur mise en œuvre est la principale activité du groupe. Cette branche représentait en 2014 1 350 employés, 15 sites de production dans le monde (en Europe, en Afrique et au Moyen Orient) et 65% de son chiffre d'affaires (environ 200 millions d'euros). EPC explosifs est le leader (ou Co-leader) en France, au Royaume-Uni, en Irlande, en Italie, au Maroc, et en Afrique de l'Ouest.
- Avec un Chiffre d'affaires de plus de 70 millions d'euros (dont 20 millions d'euros pour le désamiantage), EPC Démolition (400 collaborateurs) s'affiche comme un acteur majeur de ce secteur en France. Le pôle contribue à hauteur de 19% du CA global du Groupe.
- A partir des années 1990, EPC s'est diversifié dans les additifs diesel à travers sa filiale EPC-UK Additives. EPC est l'un des principaux fournisseurs mondiaux de cet additif destiné à l'industrie pétrolière.

Strictement privé et confidentiel
© 2015 RSM. Tous Droits Réservés.

Les équipes d'EPC travaillent activement à la mise en place de synergies. En 2014 le Groupe a procédé à l'acquisition de la société SIGENCI, complément idéal au pôle EPC Démolition. En 2013, EPC France a fusionné avec ALPHAROC. La nouvelle société, constituée d'un pôle production et d'un pôle service a vu son CA 2013 augmenter de 51,9%.

Présentation du Groupe EPC (suite)

Organigramme simplifié du groupe EPC



Source: Information du Management // Rapport annuel 2014

Description des principales filiales françaises

- En France, EPC est le leader de la fabrication d'explosifs civils. La société développe et fabrique des explosifs (émulsions encartouchées, UMFEs (*Unité Mobile de Fabrication d'Explosifs*), nitrates-fioul, dynamites, etc.) et systèmes d'amorçage dans son usine de Saint-Martin-de-Crau (Bouches-du-Rhône).

  EPC France a fusionné en 2013 avec ALPHAROC (spécialisé dans le minage et les travaux spéciaux). L'exercice 2014 a été marqué par une baisse de son CA de 8% à 64,6 millions d'euros.

- Depuis 2002, le Groupe EPC a intégré plusieurs sociétés au sein d'un nouveau pôle appelé « EPC Démolition ». Leader français de la démolition, EPC Démolition intervient dans les métiers de la démolition (par l'intermédiaire notamment des sociétés PRODEMO, OCCAMAT, et A.T.D.), du désamiantage (via OCCAMIANTE et SIGENCI acquis à 100% en 2014) et du traitement des déchets (2B RECYCLAGE).

  L'activité a fortement augmenté chez OCCAMAT en 2014 avec une progression de son CA de 32% (35,1 millions d'euros). A.T.D. affiche un chiffre d'affaires stable à 17 millions d'euros.

Description des principales filiales étrangères

- Spécialisé dans le domaine de la fabrication d'explosifs industriels, EPC SVERIGE affiche un CA stable en 2014 (21,7 millions d'euros).

- Egalement présent dans le domaine de la fabrication d'explosifs, EPC Italia a de nouveau fait face à une année difficile affichant un chiffre d'affaires en 2014 de 16,5 millions d'euros, en baisse de 4% (-16% en 2013 et -12% en 2012). Sans redémarrage rapide du marché, un nouveau plan de restructuration devra être engagé.

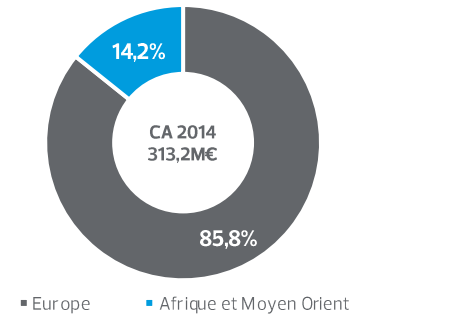
- EPC UK affiche un CA en légère progression en 2014 (87,3M€). EPC UK est positionné sur l'activité de la fabrication d'explosifs ainsi que sur les activités de transport (EPC UK Transport) et d'additifs diesel (à travers ses filiales EPC UK Additives et EPC UK EDSL). EPC UK a également mené un plan de restructuration en 2013.

Strictement privé et confidentiel
© 2015 RSM. Tous Droits Réservés.

Les résultats de l'année 2014 font ressortir les résultats du plan de redressement mis en place à partir de la fin de l'année 2012, ainsi que les premiers retours positifs sur les marchés à fort potentiel de croissance où le groupe a investi ces dernières années. La contribution au CA global de la zone Afrique et Moyen – Orient a progressé de 0,4 point en un an.

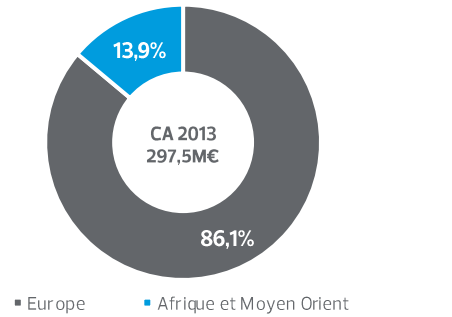
Présentation du Groupe EPC (suite)

Répartition du CA du Groupe EPC (par zone en 2014)



Source: Rapports annuels du Groupe EPC

Répartition du CA du Groupe EPC (par zone en 2013)



Source: Rapports annuels du Groupe EPC

Axes de développement

- Depuis 2009, le Groupe fait face à une baisse générale de son activité sur tous ses marchés européens (Irlande, Royaume-Uni, Espagne, France, Italie et Europe Centrale) dans les secteurs des Explosifs et du Forage-Minage. Seule la Scandinavie a traversé la crise sans encombre. Par ailleurs, sur la même période, l'augmentation du prix des matières premières (notamment nitrate d'ammonium et fuel), qu'EPC utilise dans son activité de production d'explosifs, a constamment pesé sur les marges.

  Afin de faire face à l'érosion des performances du pôle Explosifs et forage-minage, EPC a mené principalement les 3 actions suivantes :

  1. Une refonte de l'outil industriel afin de concentrer sa production sur des lignes à plus fort tonnage permettant ainsi de réaliser d'importants gains de productivité (fermeture de lignes de production en Angleterre, Irlande et Italie);
  2. Un redimensionnement de son réseau de distribution (réduction des effectifs et des moyens matériel de distribution) et
  3. Une simplification de l'organisation juridique du Groupe. Des fusions ont ainsi été opérées en Angleterre, Italie et en Suède et EPC France est né du regroupement de 8 sociétés.

- A l'inverse, les activités de démolition, de désamiantage et d'additifs diesels ont cru de manière soutenue pendant cette période.

- Les activités non stratégiques ou jugées en dessous de la taille critique ont été vendues. En ce sens, le Groupe a ainsi cédé en 2013 ses activités en Europe de l'Est dans le cadre d'un plan de redressement.

- Parallèlement, afin de créer un nouveau potentiel de croissance à moyen terme, EPC poursuit son développement sur les marchés en croissance : en Arabie Saoudite (MCS), aux Etats-Unis (KEMEK US) et en Côte d'Ivoire (EPC Côte d'Ivoire).

- La croissance du groupe s'est également appuyée sur la création d'EPC Innovation qui lui permet désormais de bénéficier en interne des meilleures technologies.

La stratégie de recentrage du groupe sur les marchés où il est leader ou co-leader ainsi que le développement sur des secteurs ou des zones en forte croissance semble porter ses fruits.

Strictement privé et confidentiel
© 2015 RSM. Tous Droits Réservés.

SECTION II – PANORAMA DU SECTEUR

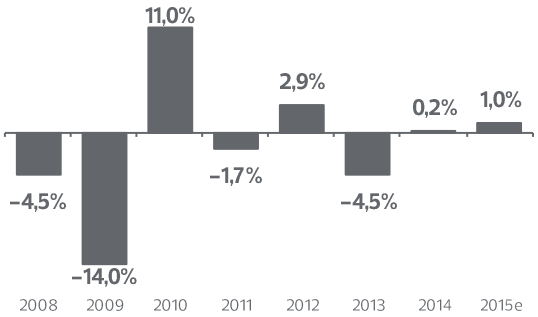
- Analyse conjoncturelle et prévisions du secteur de la fabrication de matières explosives
- Principales réglementations de l'activité

Strictement privé et confidentiel
© 2015 RSM. Tous Droits Réservés.

Les dix dernières années montrent un fléchissement de la production des travaux publics (baisse de 17,8% en France et 11,1% en Europe sur la période 2005 – 2014) et des industries extractives (chute de la production de 17,3% en France et 32,7% en Europe).

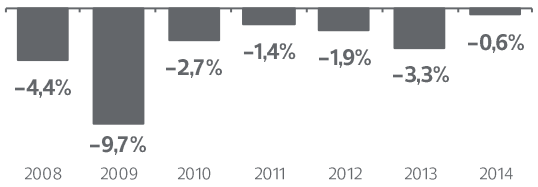
Analyse conjoncturelle et prévisions du secteur de la fabrication de matières explosives

Production des matières explosives en France (en %)



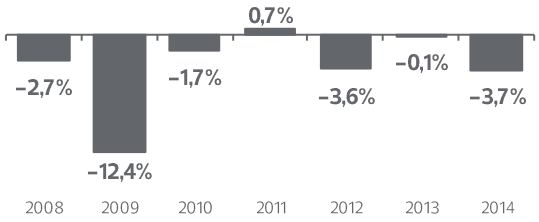
Source: XERFI // EUROSTAT

Production des travaux publics en France (en %)



Source: XERFI // EUROSTAT

Production des industries extractives en France (en %)



Source: XERFI // EUROSTAT

Analyse conjoncturelle et prévisions du secteur

- Les matières explosives sont utilisées dans quatre grands marchés : (i) la sécurité automobile (charges pour airbag), (ii) l'armement, (iii) les carrières et travaux publics, et (iv) l'aérospatial civil (étages d'accélération à poudre des fusées).
- Le secteur de la fabrication de matières explosives est très concentré et fortement segmenté en raison notamment de lourdes barrières à l'entrée (forts investissements en équipement et R&D; règlementation très contraignante). Les entreprises du secteur sont toutes spécialisées dans un segment : **EPC, TITANOBEL et DAVEY BICKFORD (détenu par le fonds ARGOS-SODITIC et en passe de se faire racheter par le chilien ENAEX) sont les trois principaux opérateurs sur le marché français du BTP et des carrières.** Elles intègrent parfaitement la chaîne logistique (entreposage, livraison) et développent de plus en plus leur offre de services (optimisation du minage, etc.).
- Le premier marché clients en tonnage est celui du forage-minage. Les travaux concernés sont l'extraction dans les mines et carrières d'une part, et les grands chantiers de voies de communication (construction d'autoroutes, de voies ferrées voire de chemins forestiers) d'autre part. Ces explosifs sont également utilisés, beaucoup plus marginalement, pour la destruction d'immeubles ou d'ouvrages (anciens barrages par exemple).
- La production de matières explosives en France a stagné en 2014 (+0,2%). L'activité du secteur a particulièrement été affectée par la morosité de celui des travaux publics et des industries extractives qui représentent 80% des matières explosives produites en volume (environ 40 000 tonnes d'après la SFEPA).
  - Le volume d'activité des travaux publics a reculé de 0,6% en France en 2014, alors que sur la même année le secteur est reparti à la hausse en Europe (+0,7%). Sur moyenne période (2005 – 2014), la production des travaux publics a chuté de 17,8% (11,1% en Europe).
  - La production des industries extractives s'est replié de 3,7% en France en 2014 (5,2% en Europe). Sur moyenne période (2005 – 2014) la baisse est de 17,3% (32,7% en Europe). Le secteur est un grand consommateur d'explosifs. Les dynamites ne sont quasiment plus utilisées, et la plupart du temps remplacées par des nitrates-fiouls et émulsions, de plus en plus souvent fabriqués sur site (UMFE-MEMU).
- En 2015, la production de matières explosives en France augmentera de 1% principalement tirée par le dynamisme du BTP (progression de 2% en Europe). En effet, l'activité des travaux publics bénéficiera de quelques facteurs de soutien comme la mise en place progressive des Contrats de plan Etat-Région (CPER) ou du plan Juncker (315 milliards d'euros), lequel vise à soutenir les investissements en Europe, particulièrement dans de grands projets d'infrastructures.

Strictement privé et confidentiel
© 2015 RSM. Tous Droits Réservés.

Ayant généralement pour objectifs le renforcement des moyens de contrôle et des interdictions, l'adoption de nouvelles règlementations peuvent avoir un impact plus ou moins significatif sur l'organisation des fonctions d'un Groupe ainsi que sur sa structure de coûts.

Principales réglementations de l'activité

Chacune des étapes de la fabrication et de l'utilisation de substances explosives est très réglementée. La production, l'achat, le transport et le stockage des matières explosives sont en effet soumis à de nombreux règlements, circulaires et directives spécifiques tels que le règlement du Parlement européen REACH ou la directive SEVESO.

En dehors de l'Europe, les règlementations sont nationales et échappent à tout arbitrage international (OMC ou autre).

Directive REACH (registration, Evaluation, Authorization and restriction of Chemicals)

- Le règlement européen n° 1907/2006 du 18 décembre 2006, dit REACH, vise à sécuriser la fabrication et l'utilisation des substances chimiques dans l'industrie européenne. Autrement dit, il s'agit d'améliorer la connaissance des substances chimiques utilisées par l'industrie via un enregistrement obligatoire des quantités produites ou importées afin de protéger la santé humaine et l'environnement.

- Etalé sur 11 ans (de 2007 à 2018), le processus d'enregistrement concerne l'ensemble des fabricants et importateurs de produits chimiques des pays membres de l'Union Européenne et a pour but de répertorier et évaluer plus de 30 000 substances afin d'en réguler l'utilisation. En cas de non-enregistrement d'une substance, l'entreprise concernée ne pourra plus produire ni importer cette substance.

- Dans le cadre du règlement, les entreprises doivent ainsi payer depuis le 1er juin 2008 une redevance sur chacune des substances utilisées. Cette redevance peut être réduite si plusieurs substances sont soumises en une fois (soumission conjointe). De même, elle est dégressive en fonction de la taille de l'entreprise. La redevance maximale (pour une grande entreprise) s'élève à 33 201 euros en soumission individuelle et 24 901 euros en soumission conjointe.

Directive SEVESO

- Les sites de la majorité des producteurs de produits chimiques organiques de base sont classés à risques industriels majeurs. Ils sont de ce fait encadrés par la directive « SEVESO », relative à la maîtrise des dangers liés aux accidents impliquant des substances dangereuses. Cette directive européenne a été mise en place en 1982 puis simplifiée et étendue en 1996 aux infrastructures de transport et de stockage. En 2003, deux ans après l'explosion de l'usine AZF à Toulouse, les valeurs des seuils de plusieurs produits dont le nitrate d'ammonium ont été relevés et la règlementation dans son ensemble s'est durcie (directive 2003/105/CE, dite SEVESO II).

- La directive SEVESO II implique les principales mesures suivantes :
  - Les opérateurs industriels ont l'obligation d'établir une carte des risques indiquant les zones qui pourraient être touchées par un accident.
  - Les dispositions concernant l'information du public, la formation aux urgences et la participation de personnel en sous-traitance ont été renforcées.
  - Les Etats membres doivent fournir à la commission les données relatives aux sites SEVESO présents sur leur territoire.
  - De nouvelles substances cancérigènes ont été introduites et les seuils de tolérance de l'environnement aquatique aux substances toxiques ont été abaissés.

- A l'été 2012, le Parlement européen a adopté une nouvelle directive (dite SEVESO III) qui a pris effet le 1er juin 2015. Le champ d'application est ainsi élargi et les procédures de gestion des risques ont été renforcées pour mieux prévenir les accidents majeurs sur les sites impliquant des produits chimiques dangereux.

Strictement privé et confidentiel
© 2015 RSM. Tous Droits Réservés.

Ayant généralement pour objectifs le renforcement des moyens de contrôle et des interdictions, l'adoption de nouvelles règlementations peut avoir un impact plus ou moins significatif sur l'organisation des fonctions d'un Groupe ainsi que sur sa structure de coûts.

Principales réglementations de l'activité (suite)

- La directive SEVESO III comprend deux changements notables:
  - Elle intègre le nouveau règlement sur la classification, l'étiquetage et l'emballage des substances et des mélanges datant de 2008 (CLP). Celle-ci englobe davantage de substances et les répartit selon le degré de dangerosité (de 1 à 4) et le mode d'exposition : ingestion, absorption à travers la peau ou inhalation.
  - Elle renforce la transparence en donnant le droit au public d'accéder à des informations relatives aux installations dangereuses.

Directive « Explosifs à usage civil »

- Les fabricants d'explosifs sont soumis à la directive européenne « Explosifs à usage civil » du 5 avril 1993. Ses deux principaux objectifs sont les suivants :
  - Harmoniser les conditions de mise sur le marché des explosifs, en déterminant les exigences essentielles auxquelles ils doivent se conformer. Des procédures de vérification y sont également définies;
  - Mettre en place un système de contrôle des transferts des explosifs à l'intérieur du territoire communautaire, alternatif à celui qui reposait sur les contrôles physiques aux frontières.
- Cette directive implique les exigences suivantes:
  - Tout explosif doit entraîner un risque minimisé pour la vie et la santé des personnes, l'intégrité des biens et celle de l'environnement;
  - Tout explosif doit être capable des performances annoncées par son fabricant, afin de garantir le plus haut degré de sécurité et de fiabilité possible;
  - Dans la mesure où l'état de la technique le permet, tout explosif doit être constitué et fabriqué de manière à pouvoir être éliminé de façon sure et non polluante pour l'environnement.

Afin de minimiser les risques liés à la dangerosité des métiers exercés, le Groupe EPC s'appuie sur les mesures suivantes :

- **Participation aux instances nationales et internationales qui sont les interlocuteurs naturels des autorités. Au niveau européen, il s'agit de la FEEM (Federation of European Explosive Manufacturers) dont EPC a exercé la présidence tournante pour les exercices 2014 et 2015.**
- **Piloté par ADEX, une politique « Santé Sécurité Environnement » (SSE), au cœur de la stratégie de l'entreprise, a été instauré. Rattachée directement au président du Groupe, cette politique vise à uniformiser la méthodologie mise en œuvre dans toutes les filiales. Un reporting mensuel est dédié à ce sujet.**
- **Participation au programme SAFEX. Il s'agit d'un programme qui regroupe tous les producteurs d'explosifs au niveau mondial. Tous les accidents sont répertoriés et analysés de manière totalement transparente par les acteurs pour que l'industrie dans son ensemble bénéficie le plus rapidement des effets d'expérience.**

Strictement privé et confidentiel
© 2015 RSM. Tous Droits Réservés.

SECTION III – PRÉSENTATION DES MÉTHODES D'ÉVALUATION

- Positionnement d'EPC sur son marché
- Appréciation du positionnement relatif d'ADEX
- Méthodes d'évaluation retenues

Strictement privé et confidentiel
© 2015 RSM. Tous Droits Réservés.

La pérennité du Groupe EPC sur son marché apparaît directement liée à la maîtrise de risques business, géographiques, réglementaires et prix.

Ces facteurs clés de succès sont à ce jour en grande partie détenus par ADEX au travers de ses équipes.

Positionnement d'EPC sur son marché

Opportunités

- Augmentation relative de la production des travaux publics en Europe
- Augmentation de la production des travaux publics dans les PED (Asie, Moyen Orient particulièrement)
- Maintien partiel des besoins en France : plan Juncker, plans de relance autoroutiers
- Marché fortement concentré autour d'un nombre réduit d'acteurs significatifs
- Fortes barrières à l'entrée du fait d'une réglementation contraignante et de lourds investissements en R&D
- Hyper segmentation des fabricants de matières explosives (BTP, automobile, armement, aérospatial)

Menaces

- Recul global de la demande intérieure française des industries extractives
- Forte réglementation de la fabrication et de l'utilisation d'explosifs (production, achat, transport stockage) via les textes REACH, SEVESO et les directives Européennes – en évolution constante
- Accidents liés à la dangerosité de la manipulation d'explosifs de nature à générer une dégradation de l'image d'une entreprise
- Augmentation du prix des matières premières par la volatilité des indices (FERTECON) de nature à peser sur les marges

Forces

- Forte implantation sur des marchés en pointe : Moyen Orient, Afrique, relais de croissance sur un marché Européen ralentit
- Maîtrise des notions réglementaires et commerciales internationales par la Direction dédiée de la Stratégie et du Développement d'ADEX
- Maîtrise de la réglementation et des accidents spécifiques au métier par la Direction Sécurité-Environnement d'ADEX
- Maîtrise des coûts et des marges par la Direction Logistique Achats de centralisation des négociations de contrats pour le Groupe

Faiblesses

- Forte dépendance au marché des BTP européen, en panne
- Forte dépendance à l'activité démolition

Strictement privé et confidentiel
© 2015 RSM. Tous Droits Réservés.

La valeur d'ADEX doit s'apprécier par (i) l'utilité stratégique qu'elle procure au Groupe EPC et (ii) l'utilité financière qu'elle procure à son actionnaire majoritaire.

Appréciation du positionnement relatif d'ADEX

L'organisation historique du Groupe EPC vis-à-vis d'ADEX et la répartition de son capital révèle, selon nous, l'existence de deux valeurs d'utilité relatives qu'il conviendrait de distinguer dans notre démarche:

1. Valeur d'utilité stratégique pour EPC	**Notre compréhension du marché de la fabrication de matières explosives d'une part et du rôle d'ADEX dans le Groupe EPC d'autre part révèle l'existence d'une valeur stratégique compte tenu de la concentration dans ADEX de métiers fondamentaux pour le Groupe :** ▪ Maîtrise de la sécurité, gardien d'une image de fiabilité ; ▪ Maîtrise des coûts, pour le maintien des marges ; ▪ Maîtrise de politique commerciale du Groupe, garant de la croissance internationale ; et ▪ Maîtrise d'une réglementation en constante évolution. **Dans ce contexte, ADEX revêt pour EPC une valeur d'utilité à apprécier au regard de la valeur de ses équipes relativement à ses besoins.**
2. Valeur d'utilité financière pour E.J. BARBIER	**La détention majoritaire des parts d'ADEX couplée à une politique de distribution de dividendes récurrente génère selon nous pour l'associé majoritaire l'existence d'une valeur financière directement liée à :** ▪ La rentabilité historique pour l'associé ; ▪ La rentabilité désormais attendue à terme, compte tenu de la politique de distribution des bénéfices historique. **Dans ce contexte, ADEX revêt pour E.J. BARBIER une valeur financière qui pourrait correspondre à celle du gain manqué dans une hypothèse de cession de ses parts.**

Strictement privé et confidentiel
© 2015 RSM. Tous Droits Réservés.

La valeur d'ADEX doit s'apprécier par (i) l'utilité stratégique qu'elle procure au Groupe EPC et (ii) l'utilité financière qu'elle procure à son actionnaire majoritaire

Méthodes d'évaluation retenues

Méthodes retenues

Valeur d'utilité stratégique pour EPC

Nous avons opté pour une méthode patrimoniale : selon ce modèle, la valeur des parts d'ADEX correspond à la somme des valeurs individuelles des actifs qui la constituent.

- ADEX revêtant pour EPC une valeur d'utilité stratégique, le principal actif de la Société serait ses ressources humaines.

  L'évaluation de cet actif s'appuierait sur la méthode du coût de remplacement en partant du postulat que la perte hypothétique de ces équipes contraindrait le Groupe à les reconstituer et à supporter ainsi un coût qu'il convient d'estimer.

- Le second actif est constitué de la participation d'ADEX dans ADEX Ltd.

Valeur d'utilité financière pour E.J. BARBIER

L'appréhension de la valeur financière pourrait correspondre au gain manqué que génèrerait la cession des parts détenues par un associé majoritaire.

Il pourrait s'estimer par la méthode d'actualisation des dividendes, consistant s'agissant d'Adex à déterminer les bénéfices distribuables que la société envisage de verser à ses associés puis à les actualiser.

Méthodes exclues

La valeur d'ADEX n'étant pour EPC ou pour E.J. BARBIER qu'une valeur relative à une position, notre approche ne saurait consister à avoir pour objectif la détermination d'une valeur de marché généraliste.

L'application des méthodes d'évaluation usuelles ne nous a donc pas paru pertinente et ont ainsi été exclues, notamment :

- La méthode des Discounted Cash Flows consistant à déterminer les flux futurs de trésorerie que la société sera en mesure de dégager, puis à les actualiser au taux de rémunération attendu des actifs ;

- La méthode des comparables consistant à déterminer la valeur de l'entreprise par référence à des multiples de valorisation obtenus sur le marché (coté, ou non coté et rendues publiques) ;

- La méthode de la rente de Goodwill consistant à déterminer l'excédent de rendement généré par l'exploitation pour la rémunération des capitaux nécessaires à l'exploitation.

Strictement privé et confidentiel
© 2015 RSM. Tous Droits Réservés.

SECTION IV – VALEUR STRATÉGIQUE D'ADEX POUR EPC – APPROCHE PATRIMONIALE

- Cadre théorique du modèle
- Valeur des équipes d'ADEX (coût de remplacement)
- Valeur d'ADEX SERVICES
- Conclusion sur la valeur stratégique ADEX pour EPC

Strictement privé et confidentiel
© 2015 RSM. Tous Droits Réservés.

Cadre théorique du modèle

Selon le modèle patrimonial, la valeur correspond à :

- La valeur des capitaux propres au 31 décembre 2014 ; majorée de
- La valeur réévaluée des actifs ADEX, essentiellement composée de :
  - La valeur des équipes ADEX, estimée par la méthode des coûts de reconstitution : en considérant les différents profils (hiérarchiques…), leur salaire, leur ancienneté et les conditions de marche actuelle, il s'agit donc d'estimer les sommes qu'il faudrait dépenser pour obtenir des équipes équivalentes à celles d'ADEX à ce jour.
  - La valeur réévaluée de sa participation dans ADEX Ltd, elle-même évaluée selon la même méthode de coût de reconstitution.

Strictement privé et confidentiel
© 2015 RSM. Tous Droits Réservés.

Valeur des équipes ADEX : Coût de remplacement

La valeur des équipes ADEX a été déterminée en prenant pour référence :

- Le niveau de salaire actuel des collaborateurs de la Société, répartis par niveau hiérarchique et de la sorte par importance stratégique pour la Société.
- Un coût théorique de remplacement qui se composerait :
  - **D'un coût de recherche des profils** qui serait proportionnel à la rémunération annuelle brute du cadre recruté. Les tarifs diffèrent sensiblement en fonction de la méthode de recrutement utilisée : chasseurs de tête, sites privés d'annonce d'emploi, cabinets de recrutement, etc.
  - **D'un coût à l'embauche** qui serait également variable selon la méthode de recrutement utilisée. Ce coût peut, par exemple, induire le traitement et la sélection des candidatures reçues, la réalisation et le suivi des entretiens, la rédaction des contrats de travail, etc.
  - **D'un coût d'apprentissage** qui correspondrait au temps nécessaire à la formation d'un nouveau collaborateur à son poste, avant d'être considéré comme 100% productif. Il sera par essence différent selon le type de poste.
- Ce coût théorique de remplacement est finalement ajusté d'un effet de dépréciation afin de tenir compte de l'évolution des prix de marché, particulièrement du fait d'une forte ancienneté des salariés actuels d'ADEX.
- Ces hypothèses ont été appliquées de manière identique pour la détermination du coût de remplacement du personnel d'ADEX Ltd.

Strictement privé et confidentiel
© 2015 RSM. Tous Droits Réservés.

Valeur des équipes ADEX : Coût de remplacement

Présentation du modèle

Coût de remplacement en milliers d'euros					Coût de remplacement (en%)						Coût total de remplacement					
					Recherche		Embauche		Apprentissage		Coût moyen (%)		Coût moyen ('000€)		Coût total ('000€)	
Fonction	Nombre employés	Salaire annuel moyen	Autres coûts Facteur	Coût total	Valeur basse	Valeur haute	Valeur basse	Valeur haute	Valeur basse	Valeur haute	Valeur basse	Valeur haute	Valeur basse	Valeur haute	Valeur basse	Valeur haute
ADEX																
Top management	4	162,9	1,17	190,9	18%	23%	2%	3%	3%	7%	22%	32%	42,5	60,3	170,2	241,1
Directeurs	6	94,5	1,08	102,4	13%	18%	2%	3%	3%	5%	17%	25%	17,2	25,9	103,5	155,6
Responsables de pôle	6	74,5	1,13	84,3	10%	14%	2%	3%	3%	5%	14%	21%	11,6	17,8	69,4	106,7
Cadres moyens et spécialisés	5	50,2	1,06	53,2	8%	12%	1%	2%	2%	4%	10%	17%	5,2	8,9	26,1	44,3
Ingénieurs	2	67,5	1,09	73,5	8%	12%	2%	3%	4%	5%	13%	19%	9,2	14,2	18,4	28,4
Adjoints	2	50,3	1,05	53,0	3%	5%	1%	2%	1%	2%	4%	8%	1,9	4,0	3,7	8,0
Secrétaires et assistant(e)s spécialisés	5	38,7	1,05	40,8	2%	4%	1%	2%	1%	2%	3%	7%	1,0	2,7	5,1	13,3
coût direct et indirect de remplacement	30	42,7	1,09	46,6	**8%**	**12%**	**1%**	**2%**	**2%**	**4%**					**396,4**	**597,2**
Dépréciation(s) :																
Décôte liée à l'ancienneté des salariés actuels (en %)							2,9								20%	16%
Décôte liée à l'ancienneté des salariés actuels (en milliers d'euros)															79,6	96,0
Coût de remplacement total															**316,7**	**501,2**

Le détail des hypothèses de coût retenues est présenté en annexe 1 du rapport

- **La fourchette globale du coût de remplacement se situe entre 396,4 K€ et 597,2K€.**
- Nous avons toutefois tenu compte par prudence d'un effet de dépréciation qui s'expliquerait par un effet du prix du marché :
  - Le personnel actuel d'ADEX dispose d'un profil particulièrement senior, assorti d'une forte antériorité au sein d'ADEX.
  - Le remplacement de ces employés devrait dans ce contexte tenir compte de conditions de marché différentes compte tenu de cet effet antériorité.
  - Nous nous sommes ainsi appuyé sur diverses études de rémunération nationale réalisées en 2014 par des cabinets experts (HAYS) pour l'établissement d'une décote moyenne. Il s'agit d'un ratio calculé entre le niveau de rémunération correspondant à l'expérience des salariés actuels et le niveau de rémunération correspondant à la tranche inférieure en termes d'expérience (3 à 5 ans).

Le coût de remplacement du personnel est estimé entre 316,7 K€ et 501,2K€.

Strictement privé et confidentiel
© 2015 RSM. Tous Droits Réservés.

Valeur d'ADEX SERVICES Ltd.

Présentation du modèle

Coût de remplacement en milliers d'euros					Coût de remplacement (en%)						Coût total de remplacement					
					Recherche		Embauche		Apprentissage		Coût moyen (%)		Coût moyen ('000€)		Coût total ('000€)	
Fonction	employés	moyen	Facteur	total	basse	haute	basse	haute	basse	haute	basse	haute	basse	haute	basse	haute
ADEX SERVICES Ltd																
Directeur RH	1	67,1	1,02	68,3	13%	18%	2%	3%	3%	5%	17%	25%	11,5	17,3	11,5	17,3
Gérant	1	121,5	1,04	126,0	13%	18%	2%	3%	3%	5%	17%	25%	21,2	31,9	21,2	31,9
Directeur Général	1	10,0	1,00	10,0	13%	18%	2%	3%	3%	5%	17%	25%	1,7	2,5	1,7	2,5
coût direct et indirect de remplacement	3	66,2	1,02	67,4	**13%**	**18%**	**2%**	**3%**	**3%**	**5%**					34,4	51,7
Dépréciation(s) :																
Décôte liée à l'ancienneté des salariés actuels (en %)															16%	20%
Décôte liée à l'ancienneté des salariés actuels (en milliers d'euros)															5,5	10,4
Coût de remplacement total															28,9	41,3

- La valeur des équipes d'ADEX SERVICES Ltd a également été estimée selon la méthode des coûts de reconstitution. Ainsi, le coût de remplacement du personnel d'ADEX SERVICES Ltd est valorisé entre 28,9 K€ et 41,3K€.
- ADEX détient 99,98% des titres d'ADEX Services Ltd, comptabilisés 41K€.
- Pour ADEX; les capitaux propres négatifs d'ADEX SERVICES Ltd ressortent donc à (373,5) K€ au 31 décembre 2014.
- Compte tenu :
  - d'un coût de remplacement du personnel estimé entre 28,9 K€ et 41,3K€ ;
  - d'une quote part de capitaux propres détenue à -373,5K€ ; et
  - d'une Valeur Nette Comptable des titres de participation d'ADEX dans ADEX SERVICES Ltd de 41,2K€ :

La valeur d'ADEX SERVICES Ltd pour ADEX ressort dans une fourchette comprise entre (385,9) K€ et (373,4) K€.

Strictement privé et confidentiel
© 2015 RSM. Tous Droits Réservés.

Conclusion sur la valeur stratégique pour EPC

Valeur d'utilité stratégique pour EPC en milliers d'euros Fonction	Valeur basse	Valeur haute
Actif #1 – Employés d'ADEX	**316,7**	**501,2**
Actif #2 – ADEX SERVICES Ltd	**(385,9)**	**(373,4)**
Employés ADEX Services Ltd	28,9	41,3
Quote-part des capitaux propres détenus	(373,5)	(373,5)
VNC des titres de participation	(41,2)	(41,2)
Valeur globale des actifs d'ADEX	**(69,1)**	**127,8**
Capitaux propres d'ADEX	**870,3**	**870,3**
Valeur d'utilité stratégique pour EPC	**801,2**	**998,1**

Nous retiendrons selon cette méthode une valeur pour 100% des titres ADEX avant ajustement comprise entre

801,2K€ et 998,1K€

Strictement privé et confidentiel
© 2015 RSM. Tous Droits Réservés.

SECTION V – VALEUR STRATÉGIQUE D'ADEX POUR E.J. BARBIER – APPROCHE PAR LES FLUX DE BENEFICES DISTRIBUABLES

- Principales hypothèses du modèle
- Conclusion sur la valeur stratégique ADEX pour E.J. BARBIER

Strictement privé et confidentiel
© 2015 RSM. Tous Droits Réservés.

Principales hypothèses du modèle

Cadre théorique de l'actualisation des bénéfices distribuables

Selon ce modèle, la valeur correspond à l'actualisation, sur une période limitée et à un taux spécifique, des flux de bénéfices distribuables attendus. Elle est augmentée d'une valeur finale. Elle repose essentiellement sur des prévisions à moyen terme de résultats. A noter que compte tenu de la fiscalité spécifique aux SNC, nos travaux ne font mentions que de bénéfices distribuables, et non de dividendes.

La méthode consiste ainsi à déterminer :

- les flux futurs de revenus que la société ADEX sera en mesure de verser,
- puis à les actualiser au taux de rémunération attendu des actifs. Ce taux prend en compte le coût des fonds propres théorique attendu par les actionnaires.

Cette méthode s'astreint naturellement de l'évaluation des filiales d'ADEX, partant du postulat qu'en théorie les résultats de la Société comprennent les remontées de dividendes potentielles d'ADEX Ltd, valorisant de la sorte simultanément le sous-jacent.

Politique de distribution historique

Le montant total de bénéfices distribués au cours des cinq dernières années se répartit comme suit :

Politique de distribution et ROE en K€	2010	2011	2012	2013	2014
Capitaux propres					
Dont Résultat de l'exercice	236	20	130	145	147
Capitaux propres	976,9	997,3	927,2	870,3	865,7
Bénéfices distribués	600	200	200	150	150
ROE annuel	61,4%	20,1%	21,6%	17,2%	17,3%

ROE max hors 2010	21,6%
ROE min hors 2010	17,2%
ROE moyen hors 2010	19,0%

- A l'exception de l'exercice 2010, dont le versement d'une somme significative de 600 K€ peut être assimilé à un rattrapage sur l'absence de versements historiques, les résultats semblent intégralement redistribués aux détenteurs de parts.
- L'accroissement significatif des capitaux propres par l'accumulation année après année des bénéfices réalisés a rendu possible le prélèvement d'une part significative des réserves disponibles en 2010 et 2012 particulièrement.
- Pour rappel, le résultat réalisé n'est en réalité que principalement généré par le coût +8% refacturé pour les prestations rendues à E.J. BARBIER et EPC, mais principalement supporté par EPC compte tenu de ses besoins.
- **La société a ainsi versé en moyenne 175 K€ de ses bénéfices entre 2011 et 2014, pour un ROE compris entre 17,2% et 21,6%.**

Strictement privé et confidentiel
© 2015 RSM. Tous Droits Réservés.

Principales hypothèses du modèle

Présentation du modèle

Actualisation des flux de distribution futurs

	en K€	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	VT
1	Résultat net	236	20	130	145	147	168	187	189
2	Bénéfices distribués	600	200	200	150	150	175	187	189
	en % du RN	*254,3%*	*1021,2%*	*154,4%*	*103,2%*	*102,4%*	*103,9%*	*100,0%*	*100,0%*
3	Imposition normative du Résultat 33,33%						(56)	(62)	(63)
	Flux net						119	125	126
4	Coefficient d'actualisation au taux centrale de	19,0%					0,97	0,82	
	Flux de bénéfices distribués actualisé						115,4	101,7	
	Somme des flux actualisés	217							
5	Valeur terminale actualisée	569							
	Valeur de titres avant ajustements	786							

Le modèle de simulation de la valeur présenté ci-dessus prend pour référence :

1. Le résultat net projeté par le management d'ADEX sur les exercices 2015 et 2016 compte tenu de la mobilisation des équipes attendue sur la période ;

2. Une distribution théorique de bénéfices égale, par prudence, au niveau moyen constaté entre 2011 et 2014, puis égal à 100% du Résultat net de la Société, prévisions vraisemblables compte tenu de la politique historique ;

3. ADEX n'est pas assujettie à l'IS. Les résultats sont imposées entre les mains de ses associés. Il importe dès lors de tenir compte d'un IS normatif sur les distributions, établi à33,33%

4. Un coefficient d'actualisation au taux central de 19%, calculé sur le fondement du ROE moyen historique. La société ADEX ne pouvant être appréciée au regard de données de marché, le taux de rentabilité attendu s'apprécie selon nous au taux de rentabilité effectif des capitaux propres historique (« Return on Equity » – ROE). Il convient toutefois de retenir une fourchette de valeur à partir d'une analyse de sensibilité de ce ROE ;

5. Une valeur terminale traduisant le flux de distribution normatif pouvant être attendu à long terme, tenant compte d'un taux de croissance de l'économie de 1% (inflation). Il se calcule comme suit :

   Valeur terminale = flux normatif / (k-g). Avec k = taux d'actualisation, g = taux de croissance à l'infini.
   Flux normatif : flux de la dernière année de l'horizon capitalisé au taux de croissance à l'infini du flux.

Strictement privé et confidentiel
© 2015 RSM. Tous Droits Réservés.

Conclusion sur la valeur

Taux de croissance	Taux d'actualisation 17,2%	18%	19,0%	20%	21,6%
0,5%	844	806	771	728	690
1,0%	863	823	786	741	701
1,5%	884	841	802	755	714

Analyse de sensibilité

Nous avons procédé à une analyse de sensibilité du modèle, présentée ci-contre, fonction :

- De la variation du taux de croissance à l'infini de 0,5 point à la hausse ou à la baisse ;
- De la variation du taux d'actualisation, comprenant comme taux maximum et minimum les ROE maximum et minimum constatés historiquement.

Nous retiendrons selon cette méthode une valeur pour 100% des titres ADEX avant ajustement comprise entre
714 K€ et 844 K€

Strictement privé et confidentiel
© 2015 RSM. Tous Droits Réservés.

SECTION VI – CONCLUSION SUR LA VALEUR D'ADEX

Strictement privé et confidentiel
© 2015 RSM. Tous Droits Réservés.

Valeurs ajustées

Estimation de la valeur ajustée des titres

en K€	min.	max.
Méthode patrimoniale	801	998
Ajustements passifs sociaux		
Art. 39	(324)	
Créance non provisionnée	(40)	
Litige pru'homal	(15)	
Procédure de départ (en cours)	(74)	
Valeur ajustée des titres selon la méthode patrimoniale	**348**	**545**
Méthode par le flux de bénéfice distribuable	714	844
Ajustements passifs sociaux		
Art. 39	(324)	
Créance non provisionnée	(40)	
Litige pru'homal	(15)	
Procédure de départ (en cours)	(74)	
Valeur ajustée des titres selon la méthode des flux de bénéfice distribuable	**261**	**391**

Valeur ajustée des titres ADEX

Les fourchettes de valeurs de titres précédemment déterminées doivent être ajustées de divers passifs sociaux hors bilan identifiés dans les comptes des sociétés ADEX et comprenant essentiellement :

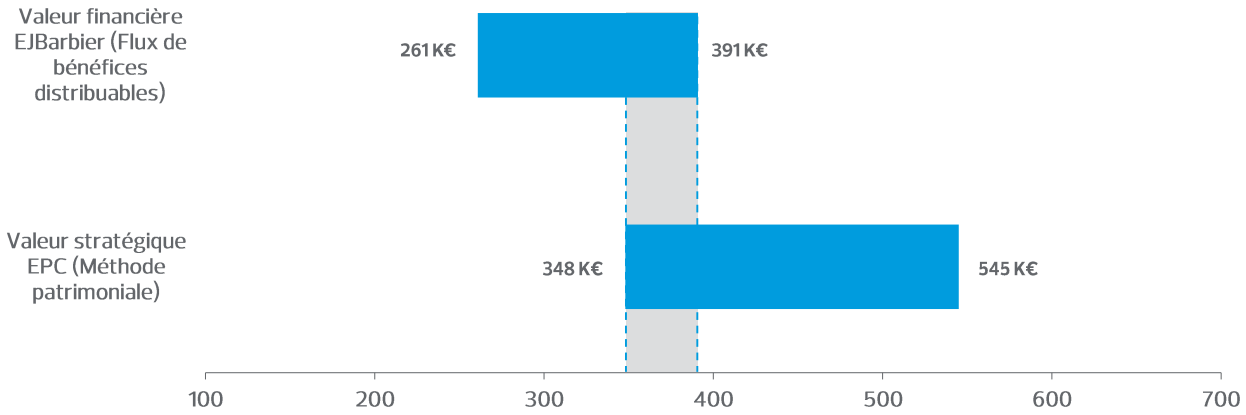
- Un ajustement au titre de la mise en place d'un régime de retraite à prestations définies (art. 39 du CGI), estimé à 324 K€ au 30/06/2015.
- Une créance non provisionnées de 31 K£ (40 K€) sur EPC Romania et qui devrait être provisionnée à 100%.
- Un litige prud'homal non provisionné évalué à 15 K€ (frais de défense).
- Une procédure de départ (en cours) avec un salarié est estimée à 74K€.

Les valeurs ajustées ressortent telles que décrites ci-contre.

Strictement privé et confidentiel
© 2015 RSM. Tous Droits Réservés.

Conclusion sur la valeur

Les valeurs obtenues par nos analyses ressortent comme suit, pour chacune des méthodes :



Nous retenons une valeur pour 100% des titres ADEX comprise entre 348 K€ et 391 K€

Strictement privé et confidentiel
© 2015 RSM. Tous Droits Réservés.

SECTION VI – ANNEXES

– Annexe 1 : principales hypothèses retenues pour la valorisation des équipes ADEX

Strictement privé et confidentiel
© 2015 RSM. Tous Droits Réservés.

ANNEXE 1 : principales hypothèses retenues pour la valorisation des équipes d'ADEX

Valeur d'utilité stratégique pour EPC

Principales hypothèses du modèle

Répartition des salariés d'ADEX

Coût de remplacement en milliers d'euros Fonction	Nombre employés	Salaire annuel moyen	Autres coûts Facteur	Coût total
ADEX				
Top management	4	162,9	1,17	190,9
Directeurs	6	94,5	1,08	102,4
Responsables de pôle	6	74,5	1,13	84,3
Cadres moyens et spécialisés	5	50,2	1,06	53,2
Ingénieurs	2	67,5	1,09	73,5
Adjoints	2	50,3	1,05	53,0
Secrétaires et assistant(e)s spécialisés	5	38,7	1,05	40,8
coût direct et indirect de remplacement	30	42,7	1,09	46,6

Source : Information du Management

Détermination des coûts totaux selon le type de poste

ADEX compte environ 30 employés.

- Les employés d'ADEX ont été organisés selon la qualité de leur poste : top management, directeurs, responsables de pôle, cadres moyens et spécialisés, ingénieurs, adjoints de responsables, secrétaires et assistant(e)s de direction et / ou classiques.
- Un salaire annuel moyen fonction du type de poste a été calculé. Il s'agit d'une rémunération brute annualisée à partir du dernier salaire disponible (novembre 2015) (13 mois).
- Les autres coûts comprennent les bonus des salariés ainsi que les charges sociales sur ces primes, matérialisés sous la forme d'un facteur multiplicateur.
- Le salaire total de chaque type de salarié est ainsi obtenu en multipliant le salaire annuel moyen par ce facteur.

A noter qu'ont été volontairement exclues du modèle :

- *les données d'un nouvel arrivant employé en CDD;*
- *les données de la co-gérante d'ADEX.*

Strictement privé et confidentiel
© 2015 RSM. Tous Droits Réservés.

ANNEXE 1 : principales hypothèses retenues pour la valorisation des équipes d'ADEX

Valeur d'utilité stratégique pour EPC

Principales hypothèses du modèle

Coût de remplacement des salariés d'ADEX

Coût de remplacement en milliers d'euros	Coût de remplacement (en%)					
	Recherche		Embauche		Apprentissage	
Fonction	Valeur basse	Valeur haute	Valeur basse	Valeur haute	Valeur basse	Valeur haute
ADEX						
Top management	18%	23%	2%	3%	3%	7%
Directeurs	13%	18%	2%	3%	3%	5%
Responsables de pôle	10%	14%	2%	3%	3%	5%
Cadres moyens et spécialisés	8%	12%	1%	2%	2%	4%
Ingénieurs	8%	12%	2%	3%	4%	5%
Adjoints	3%	5%	1%	2%	1%	2%
Secrétaires et assistant(e)s spécialisés	2%	4%	1%	2%	1%	2%
coût direct et indirect de remplacement	**8%**	**12%**	**1%**	**2%**	**2%**	**4%**

Coût de recherche

- Trois principales méthodes de recrutement en fonction du type de poste ciblé ont été distinguées:
  - **L'approche directe** concernerait le recrutement pour des postes exécutifs type responsable, directeur de pôle ou Top Management. Ce type de recrutement s'effectuera essentiellement par des chasseurs de tête (ALEXANDER HUGHES, ERIC SALMON & PARTNERS).
  - **L'approche par annonce** qui serait privilégiée pour la recherche de techniciens (secrétaire de direction, assistant(e) spécialisé(e) et / ou de direction). Nous considérons que ce type de recrutement peut être effectué via divers canaux : sites privés d'annonce d'emploi (Cadreemploi, Manpower, Monster), sites web (LinkedIn, Viadeo), APEC, et cabinets de recrutement (PAGE GROUP, HAYS, ROBERT HALF INTERNATIONAL, etc.)
  - **L'approche mixte** qui fusionnerait les deux approches citées ci-dessus (approche par annonce et approche directe). Elle sera privilégiée pour des profils intermédiaires tels qu'un cadre moyen et / ou spécialisé, un ingénieur (middle management et experts).
- A noter que les tarifs et les modalités de rémunération pratiquées par les cabinets diffèrent sensiblement en fonction de la méthode utilisée (approche directe par des chasseurs de tête, par annonce ou approche mixte).
- Le principe général que nous retenons est que plus un recrutement est complexe (pénurie de profils sur le marché, poste nécessitant de nombreuses compétences...) plus le coût de recherche sera important.
  - **Pour les postes exécutifs :** les honoraires des chasseurs de tête sont proportionnels à la rémunération annuelle brute du cadre recruté. Ces honoraires sont extrêmement variables selon les profils: Top Management [18% – 23%], Directeurs [13% – 18%] et Responsables de pôle [10% – 14%]. Ces coûts ont été estimé selon une étude XERFI que nous avons corroboré par des études issues de cabinets spécialisés : Robert Walters, Hays.
  - **Pour le recrutement d'un cadre moyen ou spécialisé et d'un ingénieur** : il faudra compter sur un coût de recherche de l'ordre de 10% à 15% de son salaire annuel brut. Cette approche mixte comprend des honoraires versés aux chasseurs de tête et / ou des annonces.
  - **Pour le recrutement d'un technicien : le coût** comprendrait principalement des frais d'annonce sur des sites privés (environ 1500euros l'annonce sur Monster) ou sur des sites web d'emploi (environ 1000 euros l'annonce sur LinkedIn).

Strictement privé et confidentiel
© 2015 RSM. Tous Droits Réservés.

ANNEXE 1 : principales hypothèses retenues pour la valorisation des équipes d'ADEX

Valeur d'utilité stratégique pour EPC

Principales hypothèses du modèle

Coût de remplacement des salariés d'ADEX

Coût de remplacement en milliers d'euros	Coût de remplacement (en%)					
	Recherche		Embauche		Apprentissage	
Fonction	Valeur basse	Valeur haute	Valeur basse	Valeur haute	Valeur basse	Valeur haute
ADEX						
Top management	18%	23%	2%	3%	3%	7%
Directeurs	13%	18%	2%	3%	3%	5%
Responsables de pôle	10%	14%	2%	3%	3%	5%
Cadres moyens et spécialisés	8%	12%	1%	2%	2%	4%
Ingénieurs	8%	12%	2%	3%	4%	5%
Adjoints	3%	5%	1%	2%	1%	2%
Secrétaires et assistant(e)s spécialisés	2%	4%	1%	2%	1%	2%
coût direct et indirect de remplacement	**8%**	**12%**	**1%**	**2%**	**2%**	**4%**

Coût d'embauche

- Le coût d'embauche va varier en fonction de l'approche utilisée pour recruter le candidat.
  - **L'approche directe** se matérialisera par des coûts d'embauche relativement faibles dans la mesure où la plupart des prestations liées à l'embauche d'un candidat sont externalisées et réalisées par le chasseur de tête. En effet, la société utilisant les prestations d'un chasseur de tête se verra proposer un nombre de candidats très restreint et n'assurera pas, par exemple, le suivi et l'organisation du processus de recrutement. En ce sens, nous avons établi des coûts d'embauche pour les profils exécutifs de l'ordre de 2% à 3%.
  - **L'approche par annonce** induit un coût d'embauche plus conséquent puisqu'il implique la réalisation des tâches (non exhaustives) suivantes : traitement et sélection des candidatures reçues, réalisation et suivi des entretiens, rédaction des contrats de travail, etc.
  - **Pour le recrutement d'un cadre moyen ou spécialisé et d'un ingénieur**, nous avons retenu un coût d'embauche se situant entre 2% et 3% du salaire brut annuel du candidat. Ces coûts d'embauche sont directement liés à la technicité des profils recherchés puisque de nombreuses compétences seront requises. Ayant en partie recours à une approche par annonce, cela implique un temps de sélection des candidats plus long; la réalisation de nombreux entretiens d'embauche, etc.
  - **Concernant le recrutement de techniciens** (adjoints et secrétaires), nous estimons la phase liée à l'embauche beaucoup plus courte. Nous avons ainsi un coût d'embauche de 1% à 2%.

Strictement privé et confidentiel
© 2015 RSM. Tous Droits Réservés.

ANNEXE 1 : principales hypothèses retenues pour la valorisation des équipes d'ADEX

Valeur d'utilité stratégique pour EPC

Principales hypothèses du modèle

Coût de remplacement des salariés d'ADEX

Coût de remplacement en milliers d'euros	Coût de remplacement (en%)					
	Recherche		Embauche		Apprentissage	
Fonction	Valeur basse	Valeur haute	Valeur basse	Valeur haute	Valeur basse	Valeur haute
ADEX						
Top management	18%	23%	2%	3%	3%	7%
Directeurs	13%	18%	2%	3%	3%	5%
Responsables de pôle	10%	14%	2%	3%	3%	5%
Cadres moyens et spécialisés	8%	12%	1%	2%	2%	4%
Ingénieurs	8%	12%	2%	3%	4%	5%
Adjoints	3%	5%	1%	2%	1%	2%
Secrétaires et assistant(e)s spécialisés	2%	4%	1%	2%	1%	2%
coût direct et indirect de remplacement	**8%**	**12%**	**1%**	**2%**	**2%**	**4%**

Coût d'apprentissage

- Nous retenons une définition élargie des frais d'apprentissage puisqu'en sus des frais de formation classiques (frais de pédagogie et fournitures de matériels informatiques et bureautiques), nous ajoutons des frais de « mise en route » du nouveau collaborateur, par lesquels nous entendons des frais relatifs à la découverte du poste qui implique un laps de temps nécessaire avant d'être rompu aux tâches exigées par son poste.
- Les coûts d'apprentissage dépendent du statut du salarié (assistant(e), secrétaire, ingénieur, responsable, directeur de pôle ou Top management) puisque cela induit un type de formation et une durée de prise de connaissance du poste différente.

Strictement privé et confidentiel
© 2015 RSM. Tous Droits Réservés.

ANNEXE 1 : principales hypothèses retenues pour la valorisation des équipes d'ADEX

Valeur d'utilité stratégique pour EPC

Principales hypothèses du modèle

Coût total de remplacement

Coût de remplacement en milliers d'euros	Coût total de remplacement					
	Coût moyen (%)		Coût moyen ('000€)		Coût total ('000€)	
Fonction	Valeur basse	Valeur haute	Valeur basse	Valeur haute	Valeur basse	Valeur haute
ADEX						
Top management	22%	32%	42,5	60,3	170,2	241,1
Directeurs	17%	25%	17,2	25,9	103,5	155,6
Responsables de pôle	14%	21%	11,6	17,8	69,4	106,7
Cadres moyens et spécialisés	10%	17%	5,2	8,9	26,1	44,3
Ingénieurs	13%	19%	9,2	14,2	18,4	28,4
Adjoints	4%	8%	1,9	4,0	3,7	8,0
Secrétaires et assistant(e)s spécialisés	3%	7%	1,0	2,7	5,1	13,3
coût direct et indirect de remplacement					**396,4**	**597,2**

Description de la méthode

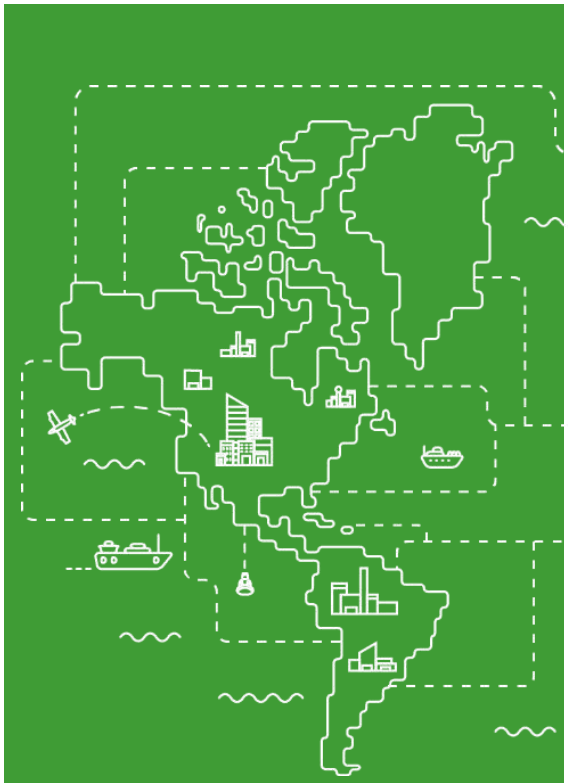
- Le coût moyen de remplacement, exprimé en pourcentage, correspond à la somme arithmétique des coûts de recherche, d'embauche et d'apprentissage déterminés en amont. Ainsi, le coût moyen d'un top manager (par exemple) s'établit entre 22% et 32% de sa rémunération totale.
- Le coût moyen de remplacement, exprimé en milliers d'euros, correspond au produit de ce pourcentage et de la rémunération totale (salaire annuel moyen auquel est ajouté le bonus du salarié).
- Enfin, le coût total de remplacement est obtenu à partir du coût moyen de remplacement que nous multiplions par le nombre de salariés par groupement de poste. Comptabilisant quatre salariés, le coût total de remplacement des top manager sera compris entre 170,2 (fourchette basse de valorisation) et 241,1 (fourchette haute de valorisation) milliers d'euros.

Strictement privé et confidentiel
© 2015 RSM. Tous Droits Réservés.

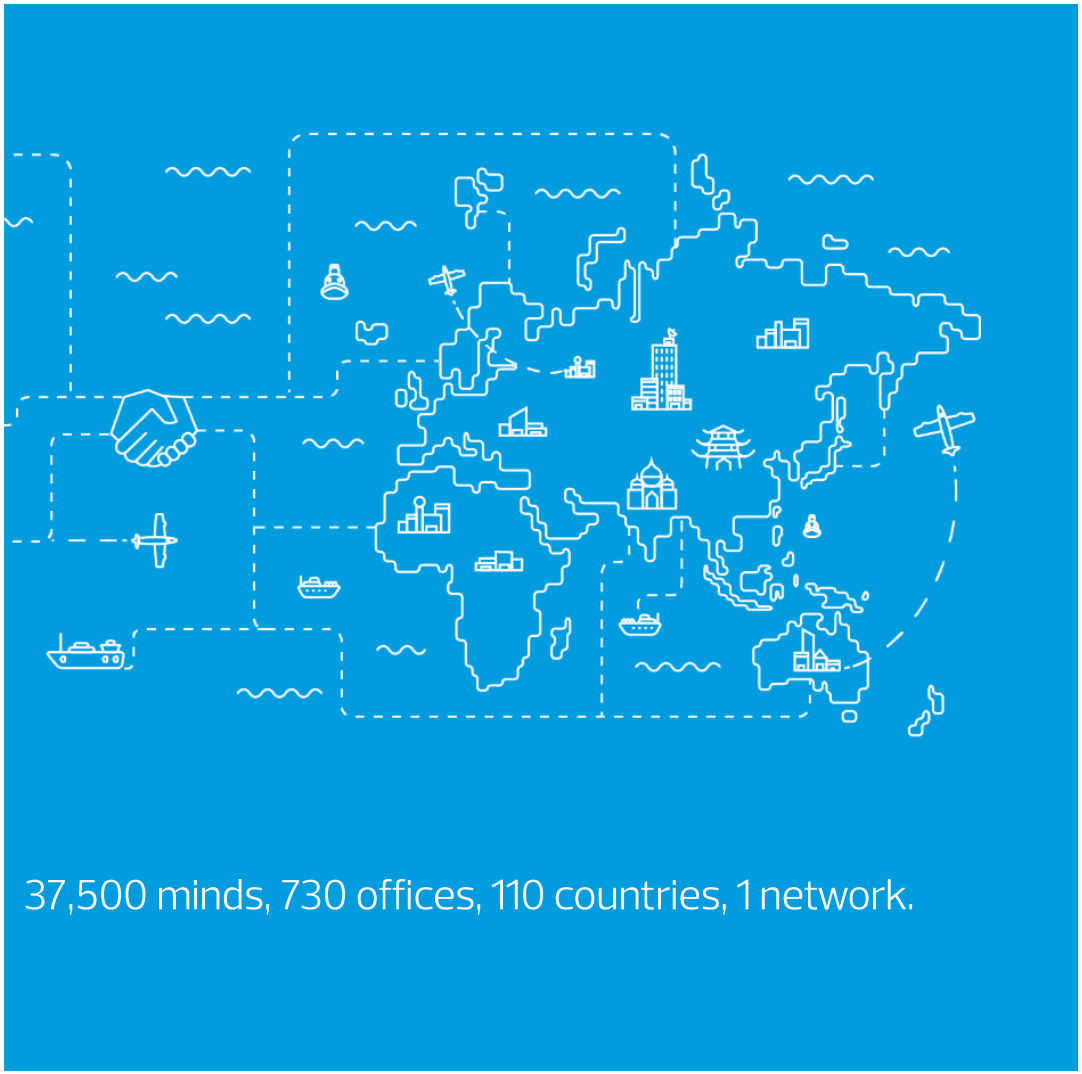
Glossaire

€k, €m	Thousands of euros, millions of euros
#	Number
BP	Business Plan over the FYXX/FYXX period
BS	Balance Sheet
c.	Circa
CAGR	Compound Annual Growth Rate
Capex	Capital expenditure
CDD	Contrat à durée déterminé
CDI	Contrat à durée indéterminé
CF	Cash flow
CFE	Business tax ("Cotisation Foncière des Entreprises")
CIT	Coporate income tax
CVAE	Business tax ("Cotisation sur la Valeur Ajoutée des Entreprises")
D&A	Depreciation of tangible fixed assets and amortization
DD	Due diligence
DIO	Days inventory outstanding
DPO	Days payable outstanding
DSO	Days sales outstanding
EBIT	Earning Before interest (and financial items) and taxes (current and deferred income taxes) and exceptional items
EBITDA	EBIT before depreciation & amortization of fixed assets
EUR	Euros
Excl.	Excluding
FTE	Full time equivalent
FCF	Free cash flow
FY[ ]	Fiscal year
FY[ ]A	Audited results for the year ending XXst of [month]
FY[ ]F	Forecast results for the year ending XXst of [month]
G&A	General & Administrative
GM	Gross margin (also called "gross profit")
Historical Period	FYXX to FYXX
I/C	Intercompany
IG	Intragroup
KPI	Key Performance Indicator
LTM	Last twelve months ended XX XX 20XX
Mgt	Management
n.a.	Data not applicable
n.c.	Data not communicated
NWC	Net Working Capital
NTWC	Non Trade Working Capital
Opex	Operational expenses
PBT	Profit Before Tax
P&L	Profit & Losses Statement
SPA	Sale Purchase Agreement
SYNTEC	"Indice d'activité des professions de conseil au sens large"
TWC	Trade Working Capital
Var.	Variation
VAT	Value Added Taxes
vs	Versus
WC	Working Capital
YoY	Year on year
YTD	Year to date

Strictement privé et confidentiel
© 2015 RSM. Tous Droits Réservés.



RSM ¦ Transaction Advisory Services
THE POWER OF BEING UNDERSTOOD
AUDIT | TAX | CONSULTING



37,500 minds, 730 offices, 110 countries, 1 network.

Strictement privé et confidentiel
© 2015 RSM. Tous Droits Réservés.