

ASAMIS

ASSOCIATION DES ACTIONNAIRES MINORITAIRES DE SOCIÉTÉS COTÉES

AMF
c/o Monsieur Benoît de Juvigny
Secrétaire Général
17 Place de la Bourse
75002 Paris

Issy les Moulineaux, le 3 octobre 2020

Recommandé avec accusé de réception

Monsieur le Secrétaire Général,

Depuis le 31 mars 2020, date à laquelle la société Kokusaï Pulp and Paper (" KPP ") a présenté un projet d'Offre sur la société Antalis, l'ASAMIS s'est attachée à vous présenter, dans différents courriers, ses observations de façon cohérente afin de les rendre autant que faire se peut irréfutables.

Le caractère de notre démarche a évolué, au fil du temps, en fonction des données chiffrées à notre disposition, lesquelles étaient moins complètes que celles que détenait l'expert indépendant Finexsi.

Lorsque l'ASAMIS a pu disposer de données complètes avec le rapport de l'expert indépendant Finexsi publié dans le projet de note en réponse du 22 juillet 2020, elle a pu vous transmettre un courrier, le 29 juillet 2020, sous forme d'une contre-expertise documentée et étayée de données chiffrées irréfutables.

Ce courrier a mis en exergue un certain nombre d'incohérences dans le rapport de l'expert indépendant Finexsi, incohérences qui nous ont amenées à considérer l'ensemble du rapport comme irrecevable en l'état.

Antalis a publié, le 23 septembre 2020, un projet de note d'information en réponse au projet d'offre publique d'achat simplifiée initiée par KPP.

A cette date précise, l'ASAMIS et le public ne disposaient pas encore du rapport semestriel relatif aux comptes d'Antalis arrêtés à la date du 30 juin 2020, lequel a été publié le 25 septembre 2020.

L'ASAMIS a pris soin d'étudier ce rapport dans les moindres détails.

Dans le même esprit d'exposer nos observations de façon cohérente afin de les rendre irréfutables, nous vous prions, Monsieur le Secrétaire Général, de lire ci-après celles-ci et de les considérer comme faisant directement suite à celles de notre contre-expertise présentée dans notre courrier du 29 juillet 2020.

L'ASAMIS maintient ses observations, transmises dans son courrier du 24 septembre 2020, synthétisées en deux points que nous ne développerons pas de nouveau dans ce courrier :

- L'analyse *standalone* reste irrecevable eu égard au déroulement du processus d'acquisition du contrôle d'Antalis par KPP et de l'abandon de créances y afférent.
- La méthode d'évaluation par les Discounted Cash-Flows (" DCF ") reste non pertinente en raison du contexte économique mondial actuel.

A la lecture du rapport semestriel relatif aux comptes d'Antalis arrêtés au 30 juin 2020, l'ASAMIS constate que le management d'Antalis confirme la pertinence de notre propos sur la méthode d'évaluation par les Discounted Cash-Flows (" DCF ").

Page 7 dudit rapport, il est précisé " *Les incertitudes toujours présentes sur l'ampleur et la durée de la pandémie du Covid-19 ainsi que sur les conséquences économiques dans les 39 pays et 3 continents dans lesquels le groupe exerce ses activités ne permettent pas de se prononcer sur les perspectives pour Antalis.* "

Page 15 dudit rapport, il est ajouté " *Les conséquences à moyen et long terme de cette crise sanitaire et économique sur les activités et la situation financière d'Antalis sont, à ce jour, difficilement prévisibles et quantifiables.* "

Dont acte.

Les propos du management d'Antalis ne peuvent être plus explicites qu'ils ne le sont déjà et confirmer que la méthode d'évaluation par les Discounted Cash-Flows (" DCF ") est effectivement non pertinente.

*
* *

L'ASAMIS constate, en revanche, que le management " *a mis en œuvre au 30 juin 2020 des tests de valeur de ses actifs qui se sont traduits par une charge de dépréciation de 36 millions d'euros.* " (cf. Rapport semestriel – note 1 – page 16).

Page 17 dudit rapport, la note 3 ajoute " *Comme indiqué à la note 1, le groupe a mis en œuvre des tests de valeur sur la plupart de ses actifs au 30 juin 2020. Dans le contexte exceptionnel d'incertitudes actuel du fait de la crise sanitaire, la valeur d'utilité de ces actifs a été déterminée au travers d'une révision du dernier plan d'affaires à 4 ans tel qu'il avait été utilisé pour les tests de valeur au 31 décembre 2019, dans lequel ont été reflétés les effets observables de la crise sur l'activité pour l'exercice 2020, assortis pour les années suivantes d'hypothèses de redressement plus ou moins progressif selon les zones géographiques et les marchés sur lesquels opère Antalis.* "

Dans cette même note 3, il est précisé " *Le groupe rappelle que le contexte de crise exceptionnel fait peser de fortes incertitudes sur son activité. Les hypothèses utilisées représentent à cet égard sa meilleure estimation sur la base des informations internes et externes disponibles à la date des présents comptes.* "

L'ASAMIS déduit ce qui vient d'être exposé que le management d'Antalis s'attache à chiffrer la valeur réelle, précise et actualisée des actifs de la société, arrêtée au 30 juin 2020 ; cette volonté affichée par le management d'Antalis nous encourage, en conséquence, à calculer avec précision la valeur de l'Actif Net Comptable (" ANC ").

Dont acte.

L'ASAMIS citait, dans son courrier du 29 juillet 2020, les propos de l'expert indépendant Associés en Finance émis dans le cadre de deux projets d'Offre.

" *L'évaluation par la valeur comptable des capitaux propres consolidés est une méthode patrimoniale fondée sur une logique de coûts historiques qui ne rend qu'imparfaitement compte du potentiel d'évolution future de la Société. Cependant, la mise en œuvre de cette méthode est recommandée dans le cadre d'offres dites de retrait, pour lesquelles elle constitue une référence de valorisation.* "

Le management d'Antalis semble partager ces propos puisqu'il s'attache à permettre une valorisation actualisée et précise de l'Actif Net Comptable (" ANC ").

L'ASAMIS considère, eu égard au contexte économique mondial, que la méthode de valorisation par l'Actif Net Comptable est pertinente, cohérente avec la démarche du management d'Antalis visant à offrir une image actualisée et précise de celui-ci.

Cette méthode de valorisation est d'autant plus pertinente que nombre d'autres méthodes de valorisation usuelles, notamment celles basées sur des données prévisionnelles, sont inopérantes dans le contexte actuel.

L'ANC consolidé (part du groupe), au 30 juin 2020, s'établit, selon les données du rapport semestriel, à – 41,1 M€.

Après abandon de créances et imputation de l'impôt y afférent chiffrés, selon le rapport initial de l'expert indépendant, à respectivement 187,1 M€ et 44,7 M€, l'ANC consolidé, calculé sur la base des comptes arrêtés au 30 juin 2020, s'établirait à 101,30 M€.

Mais, selon le rapport semestriel 2020, page 7, "*Le montant restant dû qui s'élevait à cette date à près de 198 millions d'euros a été intégralement abandonné par les établissements prêteurs, ce qui se traduira par l'enregistrement d'un produit équivalent dans les comptes du second semestre.*"

Le montant de l'abandon de créances passe, ainsi, de 187,1 M€ à 198 M€.

L'ANC consolidé (part du groupe) réel, calculé sur la base des comptes arrêtés au 30 juin 2020 ajustés du montant de l'abandon de créances et de l'impôt y afférent, est, de ce fait, de 112,2 M€.

Le montant de l'ANC consolidé d'Antalis de 112,2 M€ représente 1,58 € par action Antalis.

Conformément à nos précédents propos relatifs aux règles fondamentales, universelles et intangibles de la comptabilité, l'ANC calculé ci-dessus – c'est-à-dire ajusté de l'abandon de créances et de l'impôt y afférent – appartient à due proportion aux actionnaires présents au capital au moment du lancement de l'Offre, à savoir KPP, l'auto-détention et les actionnaires minoritaires.

Notre valorisation de l'ANC consolidé d'Antalis est cohérente – elle a été actualisée par le management d'Antalis au plus près de la date de l'Offre réévaluée de KPP – et irréfutable puisque issue des comptes du 1^{er} semestre 2020 publiés par la société.

Même si Antalis, selon les propos de son management cités dans le communiqué du 23 septembre 2020, "*bénéficiera au deuxième semestre de l'arrivée de KPP comme nouvel actionnaire de contrôle ainsi que de la restructuration de sa structure de bilan et de financement annoncées le 22 juillet dernier*", l'ASAMIS peut concevoir que la persistance d'un contexte économique mondial incertain pour le second semestre 2020 actuellement en cours puisse justifier une décote supplémentaire par rapport au montant de l'ANC calculé ci-dessus.

Eu égard au contexte économique évoqué ci-dessus, le calcul de cette décote est pour le moins aléatoire mais peut être tenté en s'inspirant du compte de résultat consolidé du 1^{er} semestre 2020 présenté page 11 du rapport semestriel 2020.

La marge brute pourrait rester stable voire augmenter s'il y a rattrapage d'activité sur le second semestre 2020.

Le résultat opérationnel courant, légèrement négatif sur le 1^{er} semestre 2020, pourrait passer positif sur le second semestre 2020.

Les autres charges opérationnelles, dont le montant a été exceptionnellement élevé sur le 1^{er} semestre 2020, devraient être considérablement réduites sur le second semestre 2020.

Le management d'Antalis a suffisamment déprécié les actifs (*goodwills*) de la société au 1^{er} semestre 2020 pour ne pas avoir à ajouter des dépréciations supplémentaires en fin d'année 2020.

Les charges de restructurations nettes, elles aussi très importantes au 1^{er} semestre 2020, devraient être réduites voire inexistantes sur le second semestre 2020.

Le montant des autres charges opérationnelles, pour le second semestre 2020, pourrait revenir au niveau normal des précédents semestres, soit environ 25 M€.

Le coût de l'endettement financier net sera, selon les propos du management, impacté positivement par la baisse du taux d'intérêt moyen supporté par la dette d'Antalis et diminuer, ainsi, à moins de 15 M€.

L'ASAMIS rappelle le caractère aléatoire d'un calcul des prévisions de résultat d'Antalis pour le second semestre 2020, d'autant que le propre management de la société ne s'y risque pas.

C'est, néanmoins, notre souhait de cohérence dans le calcul de l'ANC consolidé à la date présumée de lancement de l'Offre de KPP, ce mois d'octobre, qui nous fait ajuster d'une décote le montant de l'ANC précédemment calculé sur la base des comptes arrêtés au 30 juin 2020.

Ainsi, si le résultat net du second semestre 2020 devait s'élever à – 40 M€, il impacterait environ de moitié l'ANC calculé à la date de lancement de l'Offre, ce mois d'octobre, soit pour un montant de – 20 M€.

Le montant de l'ANC consolidé d'Antalis, auquel est appliqué une décote calculée selon les modalités ci-dessus afin de se caler au plus près de la date de lancement de l'Offre, peut être estimé à 92,2 M€.

Le montant de l'ANC consolidé d'Antalis, estimé à la date de lancement présumée de l'Offre de KPP à 92,2 M€, représente 1,29 € par action Antalis.

*
* *

En conclusion, l'ASAMIS demande à l'AMF de valider la méthode d'évaluation par l'Actif Net Comptable ("ANC") consolidé.

Cette méthode d'évaluation est

- adaptée à l'évaluation des sociétés qui font l'objet d'une OPAS éventuellement assortie d'une OPR-RO,
- en adéquation avec le souci du management d'Antalis d'actualiser avec précision la valorisation des actifs de la société,
- adaptée au contexte économique mondial actuel qui rend inopérantes les autres méthodes d'évaluation, notamment celles basées sur des données prévisionnelles.

Nous vous prions d'agréer, Monsieur le Secrétaire Général, l'assurance de notre parfaite considération.



Daniel Pichot

Président

+33 (0) 6 76 33 16 47

contact@regroupement-actionnaires.com



Denis Nahas

Secrétaire Général