

ASAMIS

ASSOCIATION DES ACTIONNAIRES MINORITAIRES DE SOCIÉTÉS COTÉES

ASAMIS
c/o Monsieur Daniel Pichot
Président
+33 (0) 6 76 33 16 47

Issy les Moulineaux, le 23 avril 2020

M. Olivier PERONNET
M. Christophe LAMBERT
Société FINEXSI
14 rue de Bassano
75116 Paris

Recommandé avec accusé de réception
Envoi par e-mail avec accusé de réception

Monsieur le président, Monsieur,

Je fais suite à nos précédents courriers des 14 et 15 avril et vous communique comme annoncé, nos remarques sur l'offre de KPP dans le cadre de l'OPA OPR RO qu'elle a fait connaître.

Les résultats définitifs d'Antalis pour l'exercice 2019 ne sont toujours pas publiés. L'ASAMIS se propose, néanmoins, d'exposer à votre cabinet d'expertise indépendant les éléments qui appuient notre propre analyse. Les données relatives à l'évaluation des fonds propres de la société sont estimées. Elles seront actualisées dès la publication des résultats définitifs et feront l'objet d'un dernier courrier. Nous apprécions votre proposition d'en discuter à cette occasion.

L'ASAMIS fédère, désormais, 264 actionnaires de la société Antalis représentant 4 064 806 actions, soit 5.81 % du capital.

Avant-propos

Oddo BHF suit le dossier depuis l'introduction en Bourse, le 12 juin 2017, au cours de 3.00 €. L'analyste financier en charge du dossier n'a cessé, depuis cette date, d'abaisser son objectif de cours, du fait de la dégradation des fondamentaux de la société. La dernière analyse, avant l'annonce des modalités de la reconstitution du capital d'Antalis et de l'abandon de créances y afférent, a été réalisée fin octobre 2019, après publication des résultats des 9 premiers mois de l'année 2019. L'objectif de cours était de 0.70 €. Les résultats provisoires d'Antalis pour l'ensemble de l'exercice 2019 diffèrent peu de ceux prévus par la société lors de la publication mentionnée ci-dessus. De fait, l'objectif de cours de 0.70 € reste cohérent, en l'absence d'événement significatif post-clôture de l'exercice 2019.

Or, d'événement significatif post-clôture il s'agit bien avec l'abandon de créances de 187 M € sur les 287 M € du crédit syndiqué dont bénéficiait la société (*).

() Cet abandon de créances sera effectif dès que KPP aura racheté les participations de Sequana et Bpifrance Participations, lesquelles font l'objet d'une promesse d'achat de KPP.*

Car, cet abandon de créances impacte considérablement la valorisation d'Antalis.

L'ASAMIS s'étonne, donc, que le cours d'OPA de 0.73 € proposé par KPP afin de sortir les actionnaires minoritaires d'Antalis soit quasiment identique à l'objectif de cours de 0.70 € envisagé par Oddo BHF à une époque où aucun abandon de créances d'une telle ampleur était prévisible.

Le montant de cet abandon de créances représente, pourtant, 2.63 € / action Antalis.

L'ASAMIS met en exergue deux données fondamentales qui sont directement impactées par l'abandon de créances, la valeur d'entreprise et les fonds propres.

Valeur d'entreprise.

Dans un marché financier théoriquement efficient, les valeurs d'entreprise (capitalisation boursière + dette nette) d'une société cotée sont identiques ante et post-opération financière.

Dans le cas d'un abandon de créances, la capitalisation boursière – conséquemment le cours – de la société concernée s'ajuste de tout ou partie dudit abandon de créances, selon l'impact éventuels d'autres paramètres.

CGG, par exemple, a vu son cours monter de 170 % en quelques semaines, après le vote, fin 2017, des modalités de son plan de restructuration.

Au cours d'OPA de 0.73 €, les valeurs d'entreprise de la société ante et post-abandon de créances sont très loin d'être identiques.

En clôture du 30 mars 2020 – veille du communiqué annonçant les modalités de la recomposition du capital de la société et de l'abandon de créances y afférent –, la capitalisation boursière d'Antalis était de 27.5 M €, son endettement net arrêté au 31.12.2019 s'élevait à 346 M €.

La valeur d'entreprise d'Antalis était, alors, de 373.5 M €.

Post-abandon de créances de 187 M €, l'endettement net recule, donc, à 159 M €.

A valeur d'entreprise identique, la capitalisation boursière d'Antalis devrait être de 214.5 M €, soit un cours de 3.02 €, à comparer au cours d'OPA de 0.73 €.

Au cours d'OPA de 0.73 €, la valeur d'entreprise d'Antalis est de 211 M €.

Cette démonstration simplifiée vaut pour le cas où la capitalisation boursière d'Antalis devrait s'ajuster de la totalité de l'abandon de créances. Mais, comme indiqué précédemment, d'autres paramètres peuvent minorer l'impact d'un abandon de créances sur la capitalisation boursière théorique post-opération en fonction de la valorisation par le marché d'autres données fondamentales de la société.

Fonds propres.

Au 30.03.2020, la capitalisation boursière d'Antalis était de 27.5 M € pour des fonds propres estimés, dans l'attente des résultats définitifs pour l'exercice 2019, à 75 M €.

Antalis capitalisait, ainsi, 37 % de ses fonds propres.

Post-abandon de créances de 187 M €, les fonds propres estimés augmentent à 262 M €.

A capitalisation des fonds propres identique, la capitalisation boursière d'Antalis devrait être de 97 M €, soit un cours de 1.37 €, à comparer, toujours, au cours d'OPA de 0.73 €.

Au cours d'OPA de 0.73 €, Antalis capitalise 20 % de ses fonds propres.

Avant même d'approfondir l'analyse d'Antalis par différentes méthodes de valorisation, les deux données fondamentales explicitées ci-avant montrent qu'une offre équitable de KPP aux actionnaires minoritaires devrait se situer à un cours compris entre 1.37 € et 3.02 €.

*

*

Selon les données provisoires pour 2019, ajustées des modalités de l'abandon de créances acté par les créanciers (*), les principales données fondamentales d'Antalis sont les suivantes :

(*) Les fonds propres et endettement net sont ajustés du montant de l'abandon de créances acté par les créanciers.

Le montant des fonds propres au 31.12.2019, non encore publié, est estimé par nos soins à 75 M €.

En pratique comptable, en effet, le montant de l'abandon de créances constitue un produit exceptionnel qui viendra augmenter le montant des réserves inscrites au bilan de la société et, conséquemment, le montant de ses fonds propres.

L'impact de l'IS sur le produit exceptionnel est annulé par les déficits antérieurs reportables incluant celui de 2019.

Le montant des fonds propres post-abandon de créances est, donc, estimé à 262 M €.

L'endettement net de 346 M €, au 31.12.2019, est diminué du montant de l'abandon de créances de 187 M €.

- Fonds propres = 262 M €, soit 3.69 € / action
- EBITDA = 54 M €
- Endettement net = 159 M €
- Chiffre d'affaires = 2'074 M €

Au cours d'OPA-OPR proposé de 0.73 €, les indicateurs usuels d'Antalis sont :

- Valeur d'entreprise / chiffre d'affaires = 10.2 %
- Valeur d'entreprise / EBITDA = 3.91 x
- Capitalisation boursière / EBITDA = 0.96 x
- Capitalisation boursière / fonds propres = 0.20 x

Compte tenu de circonstances économiques mondiales exceptionnelles, la plupart des sociétés sont dans l'incapacité d'établir des prévisions sur les 5 prochaines années.

L'ASAMIS considère que la méthode d'évaluation d'Antalis par les *Discounted Cash-Flows* (DCF) n'est pas pertinente, dans le contexte actuel, et ne peut être retenue, à tout le moins à titre principal.

La méthode des comparables boursiers et la méthode des transactions comparables semblent les plus adaptées.

Méthode des comparables boursiers.

KKP exerce exactement les mêmes activités qu'Antalis.

Etant, de plus, l'acquéreur d'Antalis, les données fondamentales et de marché de KPP sont les plus pertinentes à utiliser en terme de comparable.

Les principales données fondamentales de KPP sont les suivantes :

- Fonds propres = 51'443 M ¥, soit 685.21 ¥ / action
- EBITDA = 2'920 M ¥
- Endettement net = 38'520 M ¥
- Chiffre d'affaires = 384'973 M ¥

KPP cotait 295 ¥, le 16.04.2020, au Tokyo Stock Exchange.

Les indicateurs usuels de KPP sont :

- Valeur d'entreprise / chiffre d'affaires = 15.8 %
- Valeur d'entreprise / EBITDA = 20.78 x
- Capitalisation boursière / EBITDA = 7.58 x
- Capitalisation boursière / fonds propres = 0.43 x

Concernant ce dernier indicateur, l'ASAMIS remarque qu'Antalis capitalisait 27.5 M €, en clôture du 30 mars 2020 – veille de l'annonce des modalités de la recomposition du capital de la société –, soit 0.37 x ses fonds propres, ratio quasiment identique à celui de KPP.

Cet indicateur semble, donc, pertinent.

Sur la base des indicateurs usuels de KPP, les cours d'Antalis devraient être, par indicateur :

- Valeur d'entreprise / chiffre d'affaires = **2.38 €**
- Valeur d'entreprise / EBITDA = 13.56 €
- Capitalisation boursière / EBITDA = 5.76 €
- Capitalisation boursière / fonds propres = **1.58 €**

La moyenne des cours théoriques ci-dessus est de 5.82 €.

L'ASAMIS considère, cependant, les deux indicateurs « valeur d'entreprise / chiffre d'affaires » et « capitalisation boursière / fonds propres » comme les plus pertinents, car ce sont les plus impactés par l'abandon de créances.

La moyenne des cours théoriques issus de ces deux indicateurs est de 1.98 €.

Selon la méthode des comparables boursiers issue des données fondamentales de KPP, le cours d'Antalis devrait être de 1.98 €.

Méthode des transactions comparables.

KPP a pris le contrôle, en 2019, de la société australienne Spicers.

L'offre proposée aux actionnaires consistait en une partie cash et une distribution ultérieure du produit de cessions de plusieurs actifs de Spicers.

L'offre globale s'élevait à 147.6 M AU\$.

Les principales données fondamentales de Spicers pour l'exercice 2018 qui a servi de référence à la prise de contrôle de KPP étaient les suivantes :

- Fonds propres = 136.9 M AU\$
- EBITDA = 8 M AU\$
- Endettement net (trésorerie positive) = - 45.1 M AU\$
- Chiffre d'affaires = 384 M AU\$

Sur la base de la valorisation de Spicers lors de l'acquisition par KPP, les indicateurs usuels étaient :

- Valeur d'entreprise / chiffre d'affaires = 26.7 %
- Valeur d'entreprise / EBITDA = 12.81 x
- Capitalisation boursière / EBITDA = 18.45 x
- Capitalisation boursière / fonds propres = 1.08 x

Sur la base des indicateurs usuels en relation avec cette transaction, les cours d'Antalis devraient être, par indicateur :

- Valeur d'entreprise / chiffre d'affaires = **5.55 €**
- Valeur d'entreprise / EBITDA = 7.50 €
- Capitalisation boursière / EBITDA = 14.03 €
- Capitalisation boursière / fonds propres = **3.98 €**

La moyenne des cours théoriques ci-dessus est de 7.76 €.

La moyenne des cours théoriques issus de deux indicateurs précités est de 4.76 €.

Le secteur d'activité d'Antalis a, incontestablement, évolué négativement, au plan mondial, depuis le rachat de Spicers par KPP.

Néanmoins, les données ci-dessus montrent que le cours d'OPA de 0.73 € proposé par KPP aux actionnaires minoritaires d'Antalis est fondamentalement déconnecté des cours théoriques obtenus par la méthode des transactions comparables appliquée au rachat de Spicers par KPP.

L'ASAMIS ne juge pas équitable l'offre de KPP aux actionnaires minoritaires d'Antalis car elle ne prend quasiment pas en compte l'impact positif de l'abandon de créances sur les données fondamentales d'Antalis.

La méthode des comparables boursiers aboutit à un cours théorique d'Antalis de 1.98 €.
Ce cours se situe dans la fourchette 1.37 € / 3.02 € calculée en avant-propos.

La méthode des transactions comparables aboutit à un cours théorique d'Antalis très nettement supérieur. L'ASAMIS considère que, eu égard à l'évolution défavorable du secteur d'activité d'Antalis depuis le rachat de Spicers par KPP, le cours théorique d'Antalis de 4.76 € peut être sous-pondéré.

En conclusion, l'ASAMIS estimerait équitable une offre de KPP au actionnaires minoritaires d'Antalis au cours de 1.98 € / action Antalis.

Veillez agréer, Monsieur le président, Monsieur, l'expression de mes salutations distinguées.



Copie : AMF c/o Monsieur Benoît de Juvigny, Secrétaire général