

# 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 22 mai 2020

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

Recommandé avec accusé de réception

Monsieur le Président, Monsieur,

Je fais suite à nos précédents courriers des 14, 15 et 23 avril 2020, 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, actualisées des données publiées, le 20 mai 2020, par Antalis pour l'exercice 2019.

L'ASAMIS fédère, désormais, 278 actionnaires de la société Antalis représentant 4'525'511 actions, soit 6.47 % du capital.

## Avant-propos

Dans son communiqué du 20 mai 2020, Antalis précise "*... Il n'est donc pas possible de se prononcer à ce stade sur les perspectives 2020 pour Antalis.*"

Comme nous l'évoquions dans notre deuxième courrier, l'impossibilité pour Antalis – comme d'ailleurs pour nombre d'entreprises – de fournir des prévisions sur l'exercice en cours et les exercices suivants suggère que votre cabinet indépendant n'utilise pas la méthode d'évaluation des *Discounted Cash-Flows* (DCF) pour évaluer la société Antalis.

Nous ne reprendrons pas, ci-après, l'ensemble de notre deuxième courrier dont l'essentiel reste inchangé, mais uniquement les principales données actualisées des résultats publiés par Antalis pour l'exercice 2019.

Pour compléter l'analyse par la méthode des comparables boursiers, nous ajoutons les données relatives à la société américaine Véritiv.

Enfin, nous proposons une valorisation théorique d'Antalis en pondérant les valorisations obtenues par les méthodes des comparables boursiers et des transactions comparables.

\*  
\* \*

L'ASAMIS constate que le résultat net de l'exercice 2019 comprend 58 M€ de charges non récurrentes, dont 24.6 M€ de dépréciations d'actifs qui représentent, à elles seules, près de 22 % des fonds propres arrêtés au 31.12.2018.

Nous nous interrogeons légitimement sur les modalités de calcul des montants des dépréciations d'actifs alors que l'équité de l'offre de rachat des actionnaires minoritaires d'Antalis présentée par KPP doit être déterminée par votre cabinet selon des méthodes de valorisation basées pour certaines sur l'évaluation des fonds propres.

Nous nous interrogeons encore plus légitimement à la lecture de la remarquable étude d'Isabelle Martinez et Stéphanie Serve, publiée sur Cairn.info, dont le lien est <https://www.cairn.info/revue-comptabilite-controle-audit-2011-1-page-7.htm?contenu=article> Cette étude d'actualité, eu égard à l'offre proposée par KPP et approuvée par le conseil d'administration d'Antalis, montre l'existence d'une gestion des résultats à la baisse avant une OPR-RO, laquelle aboutit à une minoration de 5 à 6 % du montant de l'actif (cf. paragraphe 5.3 de l'étude).

Nous utiliserons les données publiées après application de la norme IFRS 16, car la plupart des grandes sociétés appliquent, soit la norme IFRS 16, soit des normes équivalentes comme, par exemple, la norme américaine ASC 842.

### Antalis

Le montant des fonds propres au 31.12.2019 est de 48 M€.

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 post-abandon de créances est de 235 M€.

L'endettement net de 460 M€, au 31.12.2019, est diminué du montant de l'abandon de créances de 187 M€, soit 273 M€.

- Fonds propres = 235 M€, soit 3.31 € / action
- EBITDA = 96 M€
- Endettement net = 273 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 = 15.66 %
- Valeur d'entreprise / EBITDA = 3.38 x
- Capitalisation boursière / EBITDA = 0.54 x
- Capitalisation boursière / fonds propres = 0.22 x

Avant l'annonce des modalités de restructuration de l'endettement financier, sur la base de la clôture du 30.03.2020, **Antalis capitalisait 0.57 x ses fonds propres**, à comparer au ratio de 0.22 x obtenu sur la base de la proposition de KPP.

**A ratio égal de capitalisation des fonds propres le cours d'Antalis devrait être de 1.89 €.**

### 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 312 ¥, le 20.05.2020, au Tokyo Stock Exchange.

Les indicateurs usuels de KPP sont :

- Valeur d'entreprise / chiffre d'affaires = 16.09 %
- Valeur d'entreprise / EBITDA = 21.21 x
- Capitalisation boursière / EBITDA = 8.02 x
- Capitalisation boursière / fonds propres = 0.46 x

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

- Valeur d'entreprise / chiffre d'affaires = 0.86 €
- Valeur d'entreprise / EBITDA = 24.83 €
- Capitalisation boursière / EBITDA = 10.84 €
- Capitalisation boursière / fonds propres = 1.52 €

La moyenne des cours théoriques ci-dessus est de 9.51 €.

L'ASAMIS considère 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 pour ce qui concerne Antalis.

Les ratios de valorisation basés sur l'EBITDA diffèrent de façon significative entre les places asiatiques et européennes, les places asiatiques valorisant de façon plus élevée lesdits ratios.

Pour prendre en compte cet aspect, l'ASAMIS propose de calculer le cours théorique d'Antalis, issu des données fondamentales de KPP, selon la clé de répartition suivante des différents ratios :

- Valeur d'entreprise / chiffre d'affaires = 45 %
- Valeur d'entreprise / EBITDA = 5 %
- Capitalisation boursière / EBITDA = 5 %
- Capitalisation boursière / fonds propres = 45 %

**Le cours théorique issu de cette clé de répartition est de 2.85 €.**

**Selon la méthode des comparables boursiers issue des données fondamentales de KPP, le cours d'Antalis devrait être de 2.85 €.**

\*  
\* \*

Véritiv a été utilisée comme comparable dans l'étude du cabinet indépendant Ricol-Lasteyrie, lors de l'introduction en Bourse d'Antalis, même si Véritiv n'exerce pas totalement le même métier.

Les principales données fondamentales de Véritiv sont les suivantes :

- Fonds propres = 536 M \$, soit 33.77 \$ / action
- EBITDA = 77 M\$
- Endettement net = 704 M\$
- Chiffre d'affaires = 7'659 M\$

Véritiv cotait 9.88 \$, le 20.05.2020, au NYSE.

Les indicateurs usuels de Véritiv sont :

- Valeur d'entreprise / chiffre d'affaires = 11.25 %
- Valeur d'entreprise / EBITDA = 11.18 x
- Capitalisation boursière / EBITDA = 2.04 x
- Capitalisation boursière / fonds propres = 0.29 x

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

- Valeur d'entreprise / chiffre d'affaires = 0 €
- Valeur d'entreprise / EBITDA = 11.27 €
- Capitalisation boursière / EBITDA = 2.75 €
- Capitalisation boursière / fonds propres = 0.96 €

La moyenne des cours théoriques ci-dessus est de 3.75 €.

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.

Les ratios de valorisation basés sur l'EBITDA diffèrent de façon moyennement significative entre le NYSE et les places européennes, le NYSE valorisant de façon légèrement plus élevée lesdits ratios.

Pour prendre en compte cet aspect, l'ASAMIS propose de calculer le cours théorique d'Antalis, issu des données fondamentales de Véritiv, selon la clé de répartition suivante des différents ratios :

- Valeur d'entreprise / chiffre d'affaires = 35 %
- Valeur d'entreprise / EBITDA = 15 %
- Capitalisation boursière / EBITDA = 15 %
- Capitalisation boursière / fonds propres = 35 %

**Le cours théorique issu de cette clé de répartition est de 2.44 €.**

**Selon la méthode des comparables boursiers issue des données fondamentales de Véritiv, le cours d'Antalis devrait être de 2.44 €.**

**Selon la méthode des comparables boursiers issue des données fondamentales cumulées de KPP et Véritiv, le cours d'Antalis devrait être de 2.65 €.**

### **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 MAU\$.

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 MAU\$
- EBITDA = 8 MAU\$
- Endettement net (trésorerie positive) = - 45.1 MAU\$
- Chiffre d'affaires = 384 MAU\$

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 = 3.95 €
- Valeur d'entreprise / EBITDA = 13.48 €
- Capitalisation boursière / EBITDA = 24.95 €
- Capitalisation boursière / fonds propres = 3.57 €

La moyenne des cours théoriques ci-dessus est de 11.49 €.

L'ASAMIS considère 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 pour ce qui concerne Antalis.

Les ratios de valorisation basés sur l'EBITDA diffèrent de façon significative entre les places de la zone Pacifique et européennes, les places de la zone Pacifique valorisant de façon plus élevée lesdits ratios.

Pour prendre en compte cet aspect, l'ASAMIS propose de calculer le cours théorique d'Antalis, issu des données fondamentales de Spicers, selon la clé de répartition suivante des différents ratios :

- Valeur d'entreprise / chiffre d'affaires = 45 %
- Valeur d'entreprise / EBITDA = 5 %
- Capitalisation boursière / EBITDA = 5 %
- Capitalisation boursière / fonds propres = 45 %

**Le cours théorique issu de cette clé de répartition est de 5.30 €.**

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

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 5.30 € peut être dévalué d'environ 40 %, soit 3.18 €.**

Cette dévaluation de 40 % correspond à la baisse des cours de Véritiv au NYSE entre la date de rachat de Spicers par KPP, en 2019, et aujourd'hui.

**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, même après dévaluation.**

\*  
\* \*

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 basée sur les données de KPP et Véritiv aboutit à un cours théorique d'Antalis de 2.65 €.

La méthode des transactions comparables aboutit à un cours théorique d'Antalis de 3.18 €.

Enfin, compte tenu du nombre réduit de transactions comparables, sachant que celle évoquée ci-dessus date déjà de presque un an, l'ASAMIS suggère la pondération suivante dans les méthodes d'évaluation :

- Comparables boursiers : 70 %
- Transactions comparables : 30 %

Selon cette clé de pondération, le cours théorique d'Antalis s'établit à 2.81 €.

Pour mémoire, ce cours théorique de 2.81 € semble cohérent avec l'analyse indépendante du cabinet Ricol-Lasteyrie présentée lors de l'introduction qui considérait le cours d'introduction de 3.00 € comme plutôt conservateur.

Il est, en effet, intéressant de constater que certaines données fondamentales d'Antalis pour l'exercice 2016, sur lesquelles a été valorisé le cours d'introduction, étaient proches de celles d'aujourd'hui. Ainsi :

- Fonds propres = 142 M€, soit 2.00 € / action
- EBITDA = 88 M€
- Endettement net = 254 M€
- Chiffre d'affaires = 2'459 M€

Le changement de normes a mécaniquement fait augmenter à la fois l'EBITDA et l'endettement net. La comparaison reste, donc, pertinente.

Lors de l'introduction, les indicateurs usuels d'Antalis étaient ainsi :

- Valeur d'entreprise / chiffre d'affaires = 18.99 %
- Valeur d'entreprise / EBITDA = 5.31 x
- Capitalisation boursière / EBITDA = 2.42 x
- Capitalisation boursière / fonds propres = 1.50 x

Sur la base des indicateurs usuels en vigueur lors de l'introduction, les cours d'Antalis devraient être, par indicateur :

- Valeur d'entreprise / chiffre d'affaires = 1.70 €
- Valeur d'entreprise / EBITDA = 3.33 €
- Capitalisation boursière / EBITDA = 3.27 €
- Capitalisation boursière / fonds propres = 4.96 €

La moyenne des cours théoriques ci-dessus est de 3.32 €.

L'ASAMIS constate que, avec certaines données fondamentales aujourd'hui relativement proches de celles de l'introduction, le cours théorique d'Antalis de 2.81 €, obtenu par les méthodes exposées ci-avant, est, lui aussi, proche du cours d'introduction de 3.00 € déterminé par l'analyse du cabinet Ricol-Lasteyrie.

### Conclusion

**Le cours théorique d'Antalis, selon les méthodes exposées ci-avant, est de 2.81 €.**

Si le contexte économique actuel empêche une valorisation fiable par la méthode des *Discounted Cash-Flows* (DCF), l'ASAMIS comprend, aussi néanmoins, que l'incertitude liée à l'évolution économique mondiale justifierait d'appliquer une décote au cours théorique calculé.

Même avec une décote importante de 30 %, soit un cours de 1.97 €, nous serions encore très au-dessus des 0.73 € proposés par KPP.

**L'ASAMIS considère comme non équitable l'offre de KPP aux actionnaires minoritaires d'Antalis au cours de 0.73 € / action Antalis.**

L'ASAMIS réitère sa confiance au cabinet indépendant Finexsi dans le cadre de la mission qui lui a été confiée.

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



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