

Groupe ETPO SA

Rapport de l'expert indépendant dans le cadre de l'Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire visant les actions de la société Groupe ETPO SA initiée par la société Groupe Spie Batignolles SAS

SOMMAIRE

1 - Présentation de l'opération et du contexte	2
1.1 - Présentation des parties concernées par l'opération.....	2
1.1.1 - Présentation de la société initiatrice	2
1.1.2 - Présentation de la société objet de l'Offre	2
1.2 - Présentation du Groupe et de son marché	3
1.2.1 - Activité du Groupe	3
1.2.2 - Détail des segments d'activités du Groupe	4
1.2.3 - Historique du Groupe	6
1.2.4 - Actionnariat du Groupe	8
1.2.5 - Description du marché	9
1.2.5.1 - Présentation du marché français de la construction.....	9
1.2.5.2 - Présentation du marché du Bâtiment en France	10
1.2.5.3 - Présentation du marché des Travaux Publics en France.....	13
1.2.5.4 - Présentation des grands acteurs du marché de la construction en France	15
1.2.5.5 - Conclusion	16
1.2.6 - Comptes consolidés du Groupe	17
1.2.6.1 - Performance financière historique	18
1.2.6.2 - Equilibre bilanciel et trésorerie.....	23
1.3 - Contexte et opération envisagée	27
1.3.1 - Contexte et motifs de l'opération	27
1.3.1.1 - Contexte de l'Offre	27
1.3.1.2 - Motifs de l'Offre.....	27
1.3.2 - Termes de l'Offre	28
2 - Présentation de l'expert indépendant	30
2.1 - Présentation du cabinet Crowe HAF, membre du réseau Crowe Global	30
2.1.1 - Présentation générale	30
2.1.2 - Présentation de l'activité « évaluation et expertises indépendantes »	30
2.2 - Liste des missions d'expertise indépendante réalisées par le cabinet Crowe HAF au cours des 24 derniers mois	31
2.3 - Déclaration d'indépendance	32
2.4 - Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers.....	32
2.5 - Rémunération.....	32
2.6 - Moyens mis en œuvre dans le cadre de l'expertise indépendante	33
2.6.1 - Programme de travail.....	33
2.6.2 - Calendrier de l'étude.....	35
2.6.3 - Liste des personnes rencontrées.....	35
2.6.4 - Informations utilisées	35
2.6.5 - Diligences effectuées par la personne en charge de la revue indépendante.....	36
3 - Eléments d'appréciation du prix proposé.....	37

3.1 - Données structurant l'évaluation.....	37
3.1.1 - Structure du capital et nombre d'actions	37
3.1.2 - Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres	37
3.1.3 - Plan d'affaires	39
3.1.3.1 - Construction et approbation.....	39
3.1.3.2 - Périmètre du plan d'affaires et horizon	39
3.1.3.1 - Tests de dépréciation (<i>impairment tests</i>)	40
3.1.3.2 - Présentation des principales différences avec le plan d'affaires en vigueur lors de l'OPAS précédente	40
3.2 - Méthodes d'évaluation écartées	41
3.2.1 - Référence à l'actif net comptable (ANC)	41
3.2.2 - Méthode de l'actif net réévalué (ANR).....	41
3.2.3 - Référence aux objectifs de cours des analystes	41
3.2.4 - Méthode d'actualisation des dividendes futurs	41
3.3 - Méthodes d'évaluation retenues	42
3.3.1 - Référence aux transactions récentes intervenues sur le capital du Groupe	43
3.3.1.1 - Référence à l'Acquisition du Bloc	43
3.3.1.2 - Référence à la réalisation de l'OPAS	43
3.3.1.3 - Référence aux transactions intervenues sur et hors marché entre juin 2024 et février 2025	44
3.3.1.4 - Conclusion	45
3.3.2 - Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie	46
3.3.2.1 - Définition de la méthode	46
3.3.2.2 - Analyse du plan d'affaires.....	46
3.3.2.3 - Détermination des flux de trésorerie nets disponibles.....	50
3.3.2.4 - Détermination du taux d'actualisation.....	51
3.3.2.5 - Calcul de la valeur terminale	51
3.3.2.6 - Résultats chiffrés et analyse de sensibilité	52
3.3.3 - Méthode des comparables boursiers (à titre principal).....	53
3.3.3.1 - Echantillon des sociétés comparables retenues	53
3.3.3.2 - Analyse des comparables boursiers.....	55
3.3.3.3 - Multiples obtenus et choix des multiples	55
3.3.3.4 - Retraitement sur l'agrégat (EBIT)	56
3.3.3.5 - Application de la méthode	57
3.3.3.6 - Résultats	57
3.3.4 - Méthode des transactions comparables (à titre secondaire).....	58
3.3.4.1 - Choix des transactions	58
3.3.4.2 - Analyse des transactions.....	58
3.3.4.3 - Multiples obtenus	60
3.3.4.4 - Application de la méthode	60
3.3.4.5 - Résultats	61
3.3.5 - Référence au cours de bourse (à titre secondaire)	62

3.3.5.1 - Analyse de la liquidité du cours de bourse	62
3.3.5.2 - Analyse du cours de bourse	63
3.3.5.3 - Calcul des différentes moyennes de cours de bourse	64
3.4 - Analyse des synergies/dissynergies	65
4 - Analyse des éléments d'appréciation du Prix d'Offre de l'Etablissement Présentateur	67
4.1 - Méthodes d'évaluation écartées :	67
4.2 - Méthodes d'évaluation retenues :	67
4.2.1 - Référence aux transactions récentes sur le capital	67
4.2.2 - Méthode des flux de trésorerie actualisés	68
4.2.2.1 - Hypothèses retenues sur la période explicite	69
4.2.2.2 - Extrapolation	69
4.2.2.3 - Flux normatif	70
4.2.2.4 - Détermination du taux d'actualisation	70
4.2.2.5 - Détermination du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres	70
4.2.2.6 - Conclusion sur la méthode des flux de trésorerie actualisés	71
4.2.3 - Méthode des comparables boursiers	71
4.2.3.1 - Choix de l'échantillon	71
4.2.3.2 - Choix des multiples et méthodologie	71
4.2.3.3 - Conclusion sur la méthode des comparables boursiers	72
4.2.4 - Méthode des transactions comparables	72
4.2.4.1 - Choix de l'échantillon	72
4.2.4.2 - Choix des multiples et méthodologie	72
4.2.4.3 - Conclusion sur la méthode des transactions comparables	73
4.2.5 - Référence au cours de bourse	73
4.2.6 - Référence à l'actif net comptable	74
5 - Analyse des éléments connexes à l'Offre	75
5.1 - Mécanisme de liquidité pour les détenteurs d'actions gratuites	75
6 - Analyse des observations écrites d'actionnaires	77
6.1 - Présentation des arguments développés dans les observations	77
6.2 - Analyse et appréciation des observations	77
7 - Conclusion sur le caractère équitable du prix offert	78
8 - Annexe – Lettre de mission	80

Conformément aux dispositions des articles 261-1 et suivants du Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (ci-après « AMF »), le cabinet Crowe HAF, membre de Crowe Global, a été désigné par le Conseil d'Administration de la société Groupe ETPO SA le 24 avril 2025 en qualité d'expert indépendant et a établi le rapport suivant sur les conditions financières de l'Offre Publique de Retrait, suivie d'un Retrait Obligatoire (OPR-RO).

RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT DANS LE CADRE DE L'OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT SUIVIE D'UN RETRAIT OBLIGATOIRE VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE GROUPE ETPO

Dans le cadre de l'Offre Publique de Retrait, suivie d'un Retrait Obligatoire (ci-après l'« Offre » ou l'« OPR-RO ») portant sur les actions de la société Groupe ETPO SA (ci-après la « Société », ou avec l'ensemble de ses filiales « Groupe ETPO » ou le « Groupe ») initiée par la société Groupe Spie Batignolles SAS (ci-après « Spie Batignolles » ou l'« Initiateur »), nous avons été nommés le 24 avril 2025 par le Conseil d'Administration du Groupe comme expert indépendant pour se prononcer sur les conditions financières de l'Offre dans les conditions posées à l'article 261-1 I, 1°, 2° et 4°, et II du règlement général de l'AMF.

Notre désignation a été effectuée en application (i) des articles 261-1 I, 1°, 2° et 4° du règlement général de l'AMF, la société visée étant déjà contrôlée au sens de l'article L.233-3 du Code de Commerce avant le lancement de l'opération par l'Initiateur de l'Offre, et ayant conclu des accords avec l'Initiateur susceptibles d'affecter son indépendance, et (ii) de l'article 261-1 II du règlement général de l'AMF, l'Offre pouvant être suivie d'une procédure de Retrait Obligatoire.

Le prix proposé aux actionnaires de la Société dans le cadre de l'Offre s'établit à 71,00€ par action coupon détaché (ci-après le « Prix d'Offre coupon détaché »), correspondant à un prix par action de 82,33€ par action coupon attaché (ci-après le « Prix d'Offre coupon attaché »).

Nous avons effectué nos diligences selon les dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF et de son instruction d'application n°2006-08 relative à l'expertise indépendante, elle-même complétée des recommandations n°2006-15 de l'AMF, ces instructions et ces recommandations ayant été modifiées le 10 février 2020. Nos diligences sont détaillées ci-après.

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents et informations qui nous ont été transmis par le Groupe, l'Initiateur, ou leurs conseils respectifs, sans avoir la responsabilité de les valider. Conformément à la pratique en matière d'expertise indépendante, nous n'avons pas cherché à valider les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence.

Le présent rapport d'expertise est organisé comme suit :

1. Présentation de l'opération et du contexte
2. Présentation de l'expert indépendant
3. Eléments d'appréciation du prix proposé
4. Analyse des éléments d'appréciation du Prix d'Offre de l'Etablissement Présentateur
5. Analyse des éléments connexes à l'Offre
6. Analyse des observations écrites d'actionnaires
7. Conclusion sur le caractère équitable du prix offert

1 - Présentation de l'opération et du contexte

1.1 - Présentation des parties concernées par l'opération

1.1.1 - Présentation de la société initiatrice

L'Initiateur est une société par actions simplifiée de droit français dont le siège social est situé 157 avenue Charles de Gaulle, 92200 Neuilly-sur-Seine, France, et immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 844.936.781.

Présent sur le territoire français depuis le 19^{ème} siècle, l'Initiateur est un acteur historique du secteur de la construction, opérant dans les domaines du bâtiment, des travaux publics, du génie civil, de l'énergie et de l'immobilier.

Il amorce un tournant majeur dans les années 2000, avec une réorganisation stratégique centrée sur la complémentarité entre ses différents métiers et le développement durable, en ligne avec les enjeux environnementaux et sociétaux du secteur.

L'Initiateur poursuit ensuite une dynamique de croissance en France et à l'international, en renforçant ses implantations régionales et en consolidant son savoir-faire à travers plusieurs filiales spécialisées, couvrant un large éventail d'activités : construction, aménagement urbain, infrastructures de transport et ouvrages d'art.

Ses clients incluent des collectivités, des donneurs d'ordre publics et privés, ainsi que des industriels de premier plan.

L'Initiateur se positionne comme un acteur de référence de la construction durable, majoritairement en France avec 200 implantations, ainsi qu'à l'international avec 21 implantations dans le reste du monde. Il réalise un chiffre d'affaires supérieur à 2,6mds€ au 31 décembre 2023, et gère un effectif de près de 9 600 collaborateurs.

L'Initiateur détient, à la date de notre rapport et préalablement au dépôt de l'OPR-RO, directement et indirectement, 1.150.494 actions du Groupe objet de l'Offre, représentant 95,87% de son capital et de ses droits de vote.

1.1.2 - Présentation de la société objet de l'Offre

La Société est une société anonyme à conseil d'administration dont le siège social est situé au 30 avenue du Général Gallieni, 92000 Nanterre, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre, sous le numéro 855.800.413, et dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment C du marché réglementé d'Euronext à Paris (« Euronext Paris ») sous le code ISIN FR0000066219, mnémonique « INFE ».

1.2 - Présentation du Groupe et de son marché

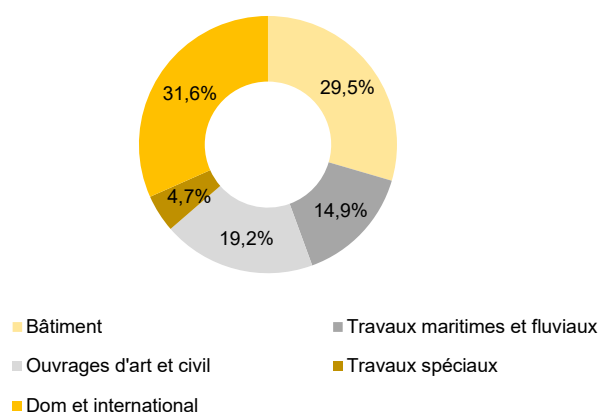
1.2.1 - Activité du Groupe

Le Groupe ETPO (« Entreprise de Travaux Publics de l'Ouest »), fondé en 1913 à Nantes, est un groupe français d'envergure nationale spécialisé dans le secteur de la construction, avec une expertise reconnue dans les travaux maritimes et fluviaux, le génie civil, le bâtiment et les ouvrages d'art. Fort de plus d'un siècle d'expérience, il intervient sur des projets complexes à forte valeur ajoutée technique, tant en métropole qu'en régions outre-mer et à l'international.

A fin 2024, son activité s'organise autour de quatre pôles principaux, répartis en cinq segments d'activité : (i) les Travaux Maritimes et Fluviaux, cœur historique de son savoir-faire, comprenant la réalisation de digues, quais, jetées, écluses et protections de berges ; (ii) le Génie Civil, avec des ouvrages industriels, des réservoirs, des stations d'épuration ou des fondations spéciales ; (iii) le Bâtiment, incluant les constructions neuves ou en réhabilitation à usage public ou privé ; et (iv) les Ouvrages d'Art, tels que ponts ou passerelles, dans lesquels son expertise technique est particulièrement sollicitée.

La répartition du chiffre d'affaires 2024 par segment d'activité est présentée ci-dessous :

Répartition du CA 2024 par segment d'activité



Le Groupe est propriétaire de ses moyens de production, incluant une flotte spécialisée pour les travaux maritimes (pontons, grues, barges), et dispose de ses propres bureaux d'études, lui permettant de maîtriser l'ensemble de la chaîne de valeur de son secteur d'activité, de la conception à la réalisation.

Dans le cadre du déploiement de ses opérations, il s'appuie également sur un maillage régional dense, avec plusieurs agences implantées sur l'ensemble du territoire national (Grand Ouest, Île-de-France, Sud-Ouest, Réunion, Antilles, Guyane), lui permettant de répondre efficacement à des projets locaux ou d'envergure.


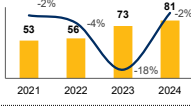


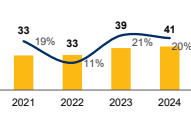


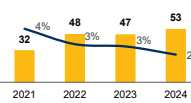





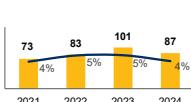

En complément de son développement organique, le Groupe a réalisé plusieurs opérations de croissance externe ciblées, renforçant ses compétences spécifiques (notamment en travaux subaquatiques ou ouvrages en site contraint) et son maillage territorial.

En 2024, le Groupe a réalisé un chiffre d'affaires consolidé de 252,7m€ et un résultat opérationnel courant de 12,1m€¹, avec plus de 650 collaborateurs, et a consacré une enveloppe d'investissements d'environ 10m€ annuels pour soutenir la croissance de son activité sur les 5 dernières années.

¹ Rapport financier Annuel 2024, Groupe ETPO.

1.2.2 - Détail des segments d'activités du Groupe

Le Groupe articule ses activités autour des segments présentés dans le tableau ci-dessous :

Présentation des segments d'activité					
Métier	Description de l'activité	Evolution du CA (en m€) et de la marge d'EBIT 2021-2024 (en % du CA)*	Clients	Dernier chantier notable	Illustration
 Bâtiment	Conception, financement et construction de bâtiments techniques, culturels, de bureaux et logements		Promoteurs, exploitants, industriels Etat, ARS, collectivités locales, territoriales EDF, SNCF, Aéroports	FUJI - Gaudinière 2023 : Logements résidentiels neufs à Nantes comprenant 11 bâtiments, 3 grues et 292 logements	
 Travaux maritimes et fluviaux	Activité historique du Groupe comprenant, l'aménagement des berges, travaux subaquatiques, énergies marines renouvelables, renforcement et réhabilitation d'infrastructures maritimes		Grands ports maritimes Etat et collectivités locales Sociétés privées (TOTAL, EDF, CIM, Naval Group, GDF SUEZ, ...) Voies navigables de France	Travaux de protection du Fort Boyard 2025 : Renforcement et de réhabilitation des structures, travaux subaquatiques	
 Ouvrages d'art et Génie civil	Spécialisation en ouvrage d'art dont les ponts et viaducs et spécialisation en génie civil comprenant les barrages, ouvrages sous-terrains et tranchées couvertes		Etat, collectivités locales SNCF, EDF, Aéroport de Paris, concessionnaires autoroutiers TOTAL, EDF, CIM, ENGIE, ARCELOR	Passerelle de l'Aiguillon-sur-Mer 2024 : Construction d'une nouvelle passerelle	
 Travaux spéciaux d'entretien	Travaux de réparation, de renforcement et de protection d'infrastructures, de bâtiment et d'ouvrages d'art ou de génie civil		Etat, collectivités locales, ADP, RATP, SNCF, MIN de Rungis, Industriels : TOTAL, SARP, Arcelor, Naval Group	Vérinage d'un ouvrage multi-travées pont 22, Orly : Travaux de réparation et confortement du pont 22, établissement aéroportuaire d'Orly	
 DOM et international	Désigne l'ensemble des activités du Groupe qui est réalisé hors France métropolitaine		Même typologie de clients que les pôles d'activité précédents	Réparation de la jetée d'approche, Kamsar 2022 : Traitement de l'infrastructure contre la chloration des bétons	

Source : Management et Site internet Groupe ETPO
*Contributif reporting

Nous précisons que les segments d'activité « Travaux Maritimes et Fluviaux », « Ouvrages d'Art et Génie Civil » et « Travaux Spéciaux » correspondent au secteur d'activité des Travaux Publics.

Bâtiment :

Le Groupe conçoit, finance et construit des bâtiments techniques et complexes, tels que des hôpitaux, EHPAD, maisons de retraite, gares, équipements sportifs, bâtiments culturels ou éducatifs, hôtels, immeubles de bureaux et logements, en neuf ou en réhabilitation. Cette diversité d'interventions lui permet de répondre aux besoins variés de ses clients de nature différentes comme les promoteurs, les exploitants, les industriels, les collectivités locales ou encore les institutions publiques.

Il propose aussi une variété d'offres contractuelles, de la conception à la construction, incluant notamment les projets en conception-construction, entreprise générale, tous corps d'état, clos-couvert et gros œuvre. Cette flexibilité permet au groupe de s'adapter aux contraintes fonctionnelles et budgétaires de chaque projet, tout en construisant des relations durables avec ses partenaires.

De plus, le Groupe intègre le Building Information Modeling (BIM) dans ses méthodes de travail, dont l'objectif est de faire évoluer la manière de construire, en anticipant les transformations des infrastructures et en assurant la pertinence des investissements à long terme.

Parmi les projets notables du pôle Bâtiment, on peut citer la construction du futur CHU de Nantes, où le Groupe coordonne les travaux de trois bâtiments sur les quatorze constituant le projet global, un chantier d'envergure prévu jusqu'en 2027. D'autres réalisations incluent le complexe sportif Atlantis à Massy, la résidence Le Rossi à Ablon-sur-Seine et le pôle d'échanges multimodal Le Carrousel à Nantes. Ces projets illustrent la capacité du Groupe à mener à bien des chantiers complexes, en neuf comme en réhabilitation, tout en répondant aux enjeux de la ville durable.

Travaux Maritimes et Fluviaux (TMF) :

Fort de plus d'un siècle d'expérience, le Groupe est reconnu comme un acteur majeur dans la réalisation d'infrastructures portuaires et fluviales. Ses équipements spécialisés, tels que les plates-formes autoélévatrices, barges, pontons et remorqueurs, sont essentiels pour la construction de quais, ports, ducs d'albe, écluses, barrages et autres ouvrages d'envergure. Le groupe adapte et développe continuellement son matériel pour répondre aux spécificités de chaque chantier.

Les filiales spécialisées (travaux subaquatiques), telles que Tetis et Ismer, interviennent pour des besoins spécifiques comme le diagnostic, la pose d'émissaires, le renflouage ou la destruction d'épaves.

Les principaux marchés du Groupe incluent les grands ports maritimes, les industries pétrochimiques, agroalimentaires, ainsi que le secteur des énergies traditionnelles et nucléaires. Il intervient également activement sur les marchés du transport maritime (fret, passager) et des activités portuaires (ports de plaisance, de pêche) en France et à l'étranger.

Toujours à la pointe de l'innovation, le Groupe aborde de nouveaux marchés en expansion, tels que les énergies marines renouvelables et les nouveaux ports de plaisance, en adaptant constamment ses méthodes et ses moyens matériels et humains.

Les derniers chantiers en cours et réalisés sont travaux d'aménagement du quai Joannes Couvert du grand port maritime du Havre, destinés au stockage et au transfert par voie maritime des équipements éoliens offshore. Ce projet a permis de livrer un nouveau quai capable de supporter des charges importantes, jusqu'à 30 tonnes par mètre carré sur les zones les plus sollicitées.

Les travaux de restauration de l'écluse de Vertou et de sa passe à poissons, initiés en avril 2021, se sont récemment achevés avec succès. Ce chantier a nécessité une adaptation technique face aux découvertes imprévues, mettant en valeur l'expertise des équipes du Groupe.

Ouvrages d'Art et Génie Civil (OA-GC) :

Reconnu dans la construction et la réhabilitation d'infrastructures complexes, le pôle Ouvrages d'Art et Génie Civil intervient sur des allant des ponts et viaducs aux réservoirs, passerelles et autres structures en béton ou métal. Ce pôle regroupe des équipes pluridisciplinaires capables de mener à bien des opérations techniques dans des contextes parfois contraints, qu'il s'agisse de milieux urbains denses, de sites en exploitation ou d'environnements naturels sensibles.

L'approche du Groupe se distingue par une forte capacité d'adaptation et une recherche constante de solutions sur mesure. Chaque chantier fait l'objet d'une analyse fine pour répondre aux attentes du client tout en intégrant les enjeux liés à la sécurité, à la performance technique et au respect des délais.

Son expertise en matière de génie civil s'étend aussi bien à la construction d'ouvrages neufs qu'à la rénovation d'éléments existants, parfois centenaires, avec une attention particulière portée à la durabilité et à la valorisation du patrimoine.

Parmi les réalisations marquantes de ces dernières années figurent la restauration du pont transbordeur de Rochefort, emblème du patrimoine industriel français, ou encore la modernisation d'ouvrages routiers et ferroviaires stratégiques dans l'ouest de la France. Ces projets illustrent la maîtrise technique des équipes, leur réactivité face aux imprévus et leur engagement à proposer des chantiers maîtrisés de bout en bout.

Aujourd'hui, le pôle continue d'évoluer pour répondre aux nouvelles attentes des territoires à savoir le développement des mobilités douces, l'adaptation aux changements climatiques, l'intégration paysagère des ouvrages, etc.

Travaux Spéciaux :

Ce pôle se distingue par son expertise dans la réparation, le renforcement et la protection des infrastructures existantes, avec pour objectif de prolonger leur durée de vie et d'assurer leur performance durable. Grâce à des compétences pointues en diagnostic et en ingénierie, il intervient sur des ouvrages variés, tels que les ponts, les cheminées industrielles, les parkings et les bâtiments, en proposant des solutions adaptées aux contraintes spécifiques de chaque projet.

Présent en France métropolitaine et dans les départements d'Outre-Mer, le pôle Travaux Spéciaux intervient dans des domaines variés, incluant l'eau et l'énergie, l'immobilier, les infrastructures de transport et les industries pétrochimiques et agroalimentaires. Cette diversité d'intervention témoigne de la capacité du Groupe à s'adapter aux besoins spécifiques de ses clients et à proposer des solutions sur mesure pour des projets de toutes tailles.

Parmi les réalisations emblématiques du pôle figurent la réhabilitation du pont de Luzancy et les travaux de vérinage du pont du MIN de Rungis. Ces projets illustrent l'engagement du Groupe à préserver le patrimoine existant tout en répondant aux défis techniques et environnementaux contemporains.

En s'appuyant sur des filiales spécialisées telles que Technirep, le Pôle Travaux Spéciaux continue d'innover et de développer des solutions durables pour répondre aux enjeux actuels et futurs de la maintenance et de la réhabilitation des infrastructures.

1.2.3 - Historique du Groupe

La société ETPO a été créée en 1913 par un groupe d'entrepreneurs nantais, avec pour but l'accompagnement de l'essor industriel et les chantiers navals en utilisant un brevet Hennebique pour du béton sous-marin.

Durant la période de l'entre-deux-guerres, le Groupe se spécialise dans la réalisation d'infrastructures portuaires d'envergures pour de nombreux chantiers (Saint-Nazaire, Lorient, Saint-Malo, Cherbourg...).

A la suite de la seconde guerre mondiale, ayant engendré la destruction de son matériel nautique, le Groupe développe son expertise sur le segment de l'OA-GC pour les besoins de reconstruction des infrastructures françaises, et réalise son premier pont en béton précontraint à Lorient en 1952.

A partir de 1955, le Groupe amorce son développement international, pour les besoins de la réalisation de chantiers d'infrastructures au Sénégal. Ce développement se poursuivra sur les décennies suivantes, avec la création d'un appontement pétrolier en Mauritanie (1978), la conception et la commercialisation d'immeubles de bureau aux Etats-Unis (1981) et la création d'un barrage fluvial au Mali (1986).

Le 2 janvier 1992, le Groupe ouvre son capital au public, marquant un tournant décisif dans son développement. Dès cette date, il entame une stratégie ambitieuse de croissance, à la fois en France et à l'international.

Au début des années 1990, le Groupe commence à se retirer progressivement du marché africain. En parallèle, le Groupe se tourne vers les territoires d'outre-mer pour y développer ses activités. Cela se traduit par l'acquisition de la société Comabat en Guyane en 1995, suivie la même année par l'achat de la société Pico à La Réunion, renforçant ainsi sa présence dans les DROM².

² Département et région d'outre-mer

Le Groupe poursuit son expansion dans la fin des années 1990 en s'implantant sur le littoral méditerranéen. Cette démarche est concrétisée par l'acquisition de la société Negri, basée à Fos-sur-Mer. Cette opération marque le début de la spécialisation du Groupe dans les travaux maritimes et fluviaux, un secteur qui deviendra progressivement un pilier de son activité.

Dans une volonté de diversification et de renforcement de ses expertises, le Groupe acquiert la société Tetis, spécialisée dans les travaux subaquatiques en 2005, consolidant ainsi son pôle Travaux Maritimes et Fluviaux.

Plus récemment en 2013, le Groupe poursuit son internationalisation en ouvrant une filiale de la société Negri au Maroc, permettant de redynamiser sa présence sur le continent africain tout en développant ses compétences dans le secteur maritime.

L'année 2015, charnière pour le développement du pôle Travaux Spéciaux, est marquée par deux acquisitions majeures : la société Technirep en France, et la société PSM Technologies au Québec. Ces opérations renforcent considérablement le savoir-faire du Groupe dans des domaines techniques de pointe.

Le Groupe continue son expansion nord-américaine en 2016 avec l'achat des actifs de la société Geodex, basée à Montréal et spécialisée dans les fondations profondes et les travaux fluviaux, élargissant ainsi son champ d'expertise au Canada.

Les années 2019 et 2020 marquent également une phase complémentaire d'accélération de la croissance externe du Groupe :

- Au Canada, le Groupe acquiert la société EC4, renforçant sa présence en Amérique du Nord ;
- En France métropolitaine, il acquiert les sociétés Dragage Marine Assistance et Scaphocean, deux acteurs spécialisés dans les travaux maritimes ;
- Dans les DOM, il entre au capital de la société Ocetra, consolidant ainsi son maillage territorial outre-mer.

En 2021, le développement dans le secteur maritime se poursuit avec l'acquisition de la société EVIAA Marine, confirmant la stratégie du Groupe centrée sur les métiers liés à l'eau, tant en mer qu'en rivière.

ETPO renforce sa position de leader dans les Travaux Maritimes et Fluviaux avec trois nouvelles acquisitions en 2022 :

- En France : les sociétés Ismer et Somatras, spécialisées dans le domaine maritime ;
- Au Canada : la société Construction Tech, pérennisant ainsi l'ancrage nord-américain du Groupe.

Le 1er septembre 2023, le Groupe a cédé les actifs de sa filiale Geodex, au Groupe Camille BLAIS & Fils. Cette opération s'inscrit dans une réorganisation des activités, marquant une première étape dans le désengagement progressif de ses activités nord-américaines.

Le 7 novembre 2023, le Groupe Spie Batignolles a annoncé être entré en négociations exclusives pour acquérir un bloc majoritaire d'actions de la Compagnie Industrielle et Financière d'Entreprises (CIFE), société mère du Groupe ETPO. Cette initiative visait à renforcer la position de Spie Batignolles dans les domaines des travaux maritimes et fluviaux, de la construction, des ouvrages d'art et du génie civil, en s'appuyant sur l'expertise reconnue du Groupe dans ces secteurs.

Dans le cadre des opérations préalables à la prise de contrôle par le groupe Spie Batignolles, au début de l'année 2024, le Groupe a cédé son Pôle Immobilier, structuré autour de projets tertiaires, résidentiels, de partenariats stratégiques (notamment avec Omnes Capital via la filiale ETPOMNIA) et d'actifs patrimoniaux à l'international, dans le cadre du recentrage de son activité. Ce pôle regroupait l'ensemble des activités de promotion immobilière du groupe, en France comme à l'étranger, avec des implantations en Île-de-France, dans la région nantaise, aux États-Unis et en Roumanie.

Le 22 janvier 2024, Spie Batignolles a finalisé l'acquisition de 62,88% du capital de CIFE, précédemment détenus par le groupe familial Tardy en direct et via la holding Embregour SAS. Cette opération a marqué une étape majeure dans le rapprochement des deux groupes.

Faisant suite à l'Acquisition de ce Bloc de contrôle, l'Initiateur a déposé auprès de l'AMF un projet d'OPAS au premier semestre 2024. A l'issue de cette opération, le Groupe détenait 94,80% du capital de la Société.

En octobre 2024, le Groupe a procédé à la cession de ses entités canadiennes, à savoir EC4 et Construction Tech. Cette opération s'inscrit dans une stratégie de recentrage des activités du groupe sur ses marchés européens. Les sociétés concernées, actives dans les secteurs de l'ingénierie, de la construction et des technologies industrielles, continueront leur développement sous une nouvelle gouvernance, avec pour objectif de renforcer leur présence sur le marché nord-américain.

1.2.4 - Actionnariat du Groupe

A la date du Projet de Note d'Information, la répartition du capital de la Société était la suivante :

Groupe ETPO - Détail des actions en circulation				
Actionnaires	Total des actions	% du capital social	Droits de vote théoriques	% de droits de vote théoriques
Groupe Spie Batignolles	1 150 494	95,87%	1 150 494	95,87%
Autodétention	18 665	1,56%	18 665	1,56%
Salariés	9 539	0,79%	9 539	0,79%
Flottant	21 302	1,78%	21 302	1,78%
Total des actions	1 200 000	100,0%	1 200 000	100,0%

Source : Projet de Note d'Information

Nous précisons que les actions détenues par les salariés ne sont pas cessibles dans la mesure où elles sont encore en période de conservation. Par conséquent, nous avons considéré qu'ils ne faisaient pas partie intégrante du flottant au capital de la Société.

1.2.5 - Description du marché

1.2.5.1 - Présentation du marché français de la construction

Le secteur de la construction occupe une place centrale dans l'économie française, représentant environ 5 % du PIB national et employant près de 1,6 million de salariés selon les chiffres du Trésor Public et de la CAPEB (Confédération de l'Artisanat et des Petites Entreprises du Bâtiment) en 2024. Il regroupe un ensemble vaste et hétérogène d'activités qui couvrent l'ensemble du cycle de vie des ouvrages : construction neuve, rénovation, entretien, démolition, aménagement, et ingénierie.

Le marché français du BTP se structure autour de trois grandes catégories d'acteurs :

- Les groupes majeurs du secteur dit « Majors », tels que Vinci, Bouygues, Eiffage, NGE ou SPIE Batignolles. Ce sont des entreprises pluridisciplinaires de grande envergure, qui interviennent principalement auprès des industriels, des grands promoteurs immobiliers et des collectivités locales ;
- Les Entreprises de Taille Intermédiaire (ETI), disposant d'une expertise technique poussée, à l'instar du Groupe dans les Travaux Maritimes et Fluviaux (TMF). Ces entreprises ont la capacité d'opérer à la fois sur le territoire national et à l'international ;
- Les PME spécialisées, de taille plus modeste, qui concentrent leur activité sur des domaines spécifiques et interviennent fréquemment en tant que sous-traitants dans le cadre de projets d'envergure.

Le marché de la construction se compose d'une multitude de sous-segments, correspondant à des finalités, des techniques ou des secteurs économiques distincts. Parmi ceux-ci, nous avons identifié (i) la construction de logements individuels et collectifs, (ii) la construction d'immeubles tertiaires et industriels, (iii) les travaux d'entretien et de rénovation énergétique, (iv) les infrastructures de transport (routes, ponts, ports, voies ferrées), (v) les réseaux (eau, électricité, télécoms), (vi) les ouvrages complexes (ouvrages d'art, génie civil, génie maritime), et (vii) les aménagements urbains et paysagers.

Toutefois, pour les besoins de cette analyse, nous nous concentrerons sur les deux grands pôles qui structurent ce marché dans son ensemble : le Bâtiment et les Travaux Publics. En effet, le Groupe est positionné sur ces deux pôles, à travers une offre couvrant la construction de bâtiments publics et privés, ainsi que les travaux d'infrastructures, notamment maritimes et fluviaux, et le génie civil.

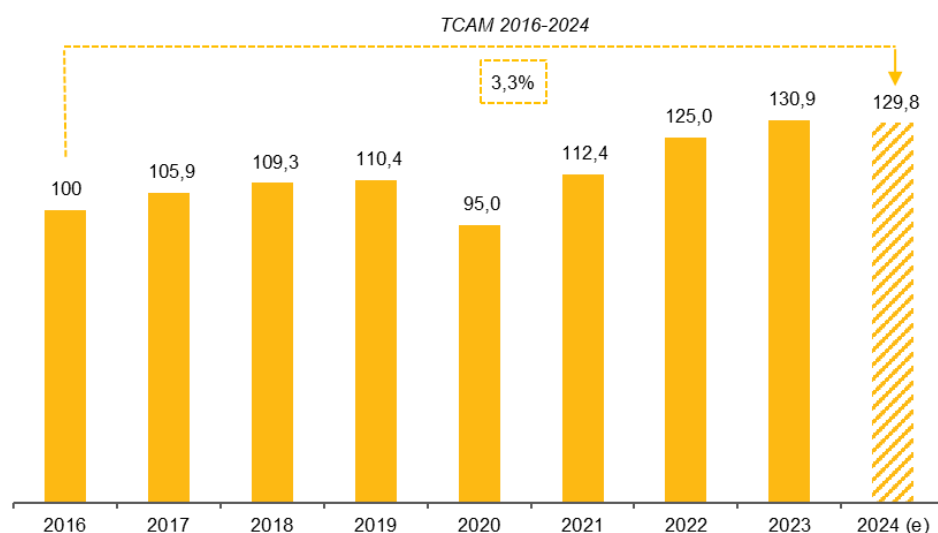
Nous présentons ci-après, pour chacun des pôles Bâtiment et Travaux Publics, (i) les dynamiques de croissance observées historiquement, (ii) les principaux facteurs explicatifs, ainsi que (iii) les perspectives d'évolution des deux pôles.

1.2.5.2 - Présentation du marché du Bâtiment en France

1.2.5.2.1 - Présentation des évolutions récentes du marché du Bâtiment en France et de ses perspectives

Le marché du Bâtiment en France a évolué de +29,8% entre 2016 et 2024, représentant un TCAM³ de 3,3%, tel qu'illustré ci-dessous (en base 100) :

Evolution du chiffre d'affaires du secteur du Bâtiment en France



Sources : Fédération Française du Bâtiment, Observatoire du BTP, Xerfi, Analyses Crowe
(e) : Estimé

À partir de 2016, le marché du bâtiment entre dans une phase de redressement, favorisée par un environnement de taux d'intérêt historiquement bas, le déploiement de dispositifs incitatifs, notamment le succès du programme Pinel dans l'investissement locatif, et le rebond du logement neuf. Le marché de la rénovation, quant à lui, fait preuve d'une bonne résistance sur l'ensemble de la période.

La crise sanitaire de 2020 interrompt brutalement cette dynamique : les chantiers sont arrêtés, la production chute et la demande se contracte. La reprise de l'activité, amorcée à la fin de l'été 2020, ne suffit pas à compenser totalement les pertes accumulées, malgré une mobilisation rapide des acteurs du secteur. En 2021 et 2022, la reprise s'accélère, portée par des plans de relance et des carnets de commandes bien orientés. L'activité du gros œuvre retrouve alors des niveaux supérieurs à ceux d'avant crise, aussi bien dans le neuf que dans l'entretien-rénovation.

La fin d'année 2022 marque un point d'inflexion pour le secteur. Les premiers signaux de ralentissement deviennent visibles, notamment sur le segment du logement neuf, fortement exposé à (i) la remontée des taux d'intérêt et le durcissement des conditions d'accès au crédit, (ii) la hausse des prix des matières premières en raison du conflit russo-ukrainien, et (iii) la baisse de la solvabilité des ménages.

En 2023, la dégradation s'accroît : l'activité dans le bâtiment neuf subit un recul prononcé, notamment sur le logement individuel et collectif. Le gros œuvre pâtit directement de cette baisse de la demande, avec une diminution sensible du volume d'appels d'offres et une dégradation du rythme de production. Le non-résidentiel résiste mieux mais ne suffit pas à inverser la tendance générale. Les travaux d'entretien et de rénovation maintiennent une relative stabilité, mais leur

³ Taux de croissance annuel moyen

croissance ne compense plus l'effondrement du neuf. Le chiffre d'affaires global dans le secteur du Bâtiment ressort à 215,8 milliards d'euros sur l'année 2023, selon l'Observatoire du BTP.

En 2024, le secteur entre dans une récession plus franche, affectant directement les marges et les perspectives à court terme des entreprises du gros œuvre. Tel que le graphique le démontre ci-dessus, le chiffre d'affaires est en recul (*estimé*) d'environ -1%.

Les tendances attendues pour les années 2025 et 2026 sur le marché du bâtiment s'articulent autour de plusieurs dynamiques clés notamment :

- la reprise modérée de la construction neuve, grâce à l'assouplissement des conditions de financement, mais encore freinée par un contexte économique incertain ;
- l'accélération de la transition écologique, sous l'effet des normes environnementales (RE2020, ZAN), qui favorisent l'usage de matériaux durables ; et
- l'impact stratégique des élections municipales de 2026, qui pèseront sur les investissements publics, les politiques d'aménagement et les projets locaux à venir.

1.2.5.2.2 - Présentation des déterminants du marché du Bâtiment en France

L'activité du secteur du bâtiment en France est conditionnée par un ensemble de facteurs macroéconomiques, réglementaires et structurels, qui influencent directement la demande, les conditions de marché, ainsi que la rentabilité des acteurs. Ces déterminants peuvent être regroupés autour des axes suivants :

Les ventes de logements neufs

Les ventes de logements neufs constituent un moteur essentiel pour le déclenchement de nouveaux projets immobiliers. Elles sont étroitement liées à la situation économique des ménages, à la visibilité et au degré de confiance en l'absence de dégradation des conditions futures, et à l'accessibilité du crédit immobilier. L'attractivité de dispositifs publics tels que le prêt à taux zéro ou les incitations fiscales (ex. : loi Pinel) joue également un rôle structurant, tout comme la comparaison avec d'autres placements (financiers ou patrimoniaux). Enfin, l'intérêt croissant des investisseurs institutionnels pour le résidentiel géré contribue à soutenir les niveaux de réservation.

L'activité de construction-rénovation des bailleurs sociaux

Les opérateurs de logements sociaux participent de manière significative à la dynamique sectorielle, représentant environ un tiers des mises en chantier. Leurs investissements concernent à la fois la construction de logements neufs et la rénovation du parc existant. Cette activité dépend fortement du cadre réglementaire (notamment les quotas de logements sociaux imposés aux communes) et des conditions de financement (prêts bonifiés, subventions, etc.).

L'investissement des entreprises et des collectivités locales

Les collectivités territoriales, par le biais de projets d'équipements publics (écoles, équipements culturels ou sportifs), génèrent une part importante de l'activité du secteur. Les entreprises privées, de leur côté, interviennent à travers la construction ou la rénovation de bâtiments logistiques, industriels ou tertiaires. Ainsi, l'évolution de l'investissement public et privé conditionne largement la demande dans le segment non résidentiel.

Le marché de l'entretien-rénovation

Ce segment, qui représente plus de la moitié du chiffre d'affaires du secteur, repose principalement sur les transactions dans l'ancien, la situation économique des ménages, et la disponibilité d'aides publiques à la rénovation. Les travaux consécutifs à l'achat ou la vente d'un bien constituent une source importante d'activité. La capacité des ménages à financer ces projets influencée par leur pouvoir d'achat, la fiscalité, et les conditions de crédit est un levier structurant.

L'efficacité des dispositifs d'aide à la rénovation énergétique

Le développement de la rénovation énergétique, segment stratégique pour la filière, dépend fortement de la lisibilité, de la stabilité et de la générosité des dispositifs publics mis en place. Crédits d'impôt, subventions, éco-prêts à taux zéro ou TVA réduite sont autant de leviers pouvant fortement impacter l'activité des entreprises du bâtiment. La simplification de l'accès à ces aides est également un facteur clé de succès.

Les pressions des clients et des donneurs d'ordres

Le secteur est marqué par des relations contractuelles souvent asymétriques, notamment dans le cadre de la sous-traitance. En période de repli de la demande, la pression tarifaire s'intensifie, rognant les marges des opérateurs et pesant sur leur rentabilité. Cette pression est particulièrement forte sur les marchés publics ou dans le cadre d'appels d'offres privés très concurrentiels.

L'évolution des prix des matériaux et équipements

Les coûts liés aux matériaux (béton, acier, bois, etc.) et aux équipements techniques (électricité, ventilation, plomberie...) ont un impact direct sur les prix de revient des chantiers. Leur volatilité, accentuée ces dernières années par les tensions géopolitiques et logistiques, constitue une source de risque pour la stabilité financière des entreprises.

Les barrières à l'entrée et la concurrence déloyale

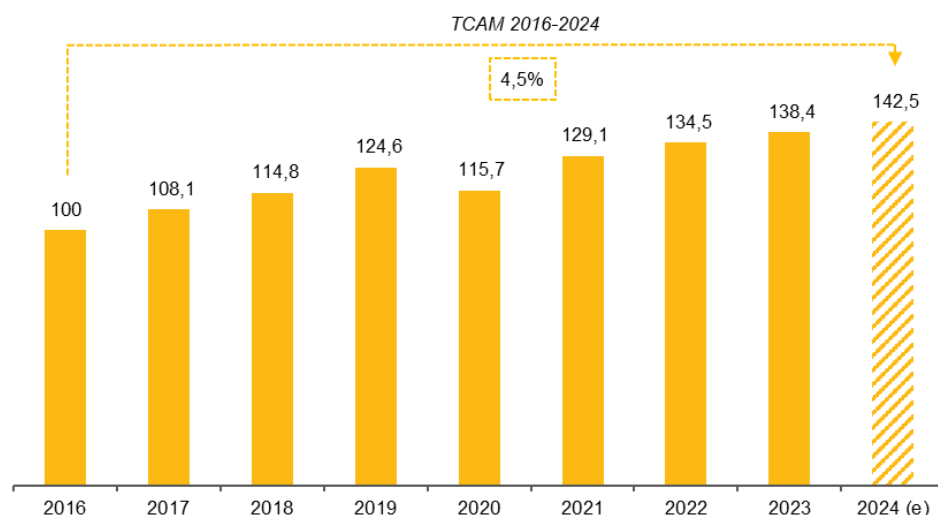
Le bâtiment reste un secteur à faible barrière à l'entrée, en particulier dans le second œuvre, ce qui entretient une concurrence intense. Cette dernière est exacerbée par certaines pratiques déloyales telles que le recours au travail dissimulé ou à des travailleurs détachés dans des conditions non conformes. Par ailleurs, la montée en puissance de plateformes de mise en relation entre particuliers et professionnels favorise une mise en concurrence accrue, souvent axée sur les prix.

1.2.5.3 - Présentation du marché des Travaux Publics en France

1.2.5.3.1 - *Présentation des évolutions récentes du marché des Travaux Publics en France et de ses perspectives*

Le marché des Travaux Publics en France a évolué de +42,5% entre 2016 et 2024, représentant un TCAM de 4,5%, tel qu'illustré ci-dessous (en base 100) :

Evolution du chiffre d'affaires du secteur des Travaux Publics en France



Sources : Fédération Nationale des Travaux Publics (FNTP), Observatoire du BTP, Xerfi, Analyses Crowe
(e) : Estimé

À partir de 2016, le marché des travaux publics entame une phase de redynamisation, dans un contexte de reprise progressive des investissements publics après plusieurs années de sous-financement. La commande publique retrouve un certain dynamisme, notamment grâce à la relance des projets d'infrastructures de transport, d'entretien de réseaux et de développement territorial. Les premiers effets du Grand Paris Express et les investissements dans les ouvrages d'art et de génie civil (OA-GC) viennent soutenir l'activité.

L'année 2020 interrompt brutalement cette tendance haussière. La crise sanitaire entraîne l'arrêt de nombreux chantiers, une désorganisation logistique et un ralentissement généralisé des procédures administratives. L'indice d'activité recule alors sensiblement, mais le secteur démontre une capacité de rebond rapide dès l'automne, appuyé par un fort niveau de commandes en attente et un effort public renforcé via les premiers volets des plans de relance.

En 2021 et 2022, l'activité reprend solidement, avec des hausses respectives de 11,6% et 4,1% du chiffre d'affaires, tirées par les grands projets structurants et une montée en charge des projets de transition énergétique et numérique.

La fin de l'année 2022 constitue néanmoins un tournant. Si les carnets de commandes restent bien orientés, les tensions sur les prix des matériaux (bitume, ciment, acier), l'inflation énergétique, et les difficultés de recrutement commencent à peser sur les conditions de production.

Le début de l'année 2023 confirme ce ralentissement : la croissance reste positive mais s'essouffle, avec un chiffre d'affaires de 138,4 (base 100 en 2016), en hausse de seulement 2,9% par rapport à 2022. Les segments des réseaux électriques et de la fibre conservent leur dynamisme, tandis que les investissements dans les OA-GC marquent le pas, affectés par la complexité croissante des procédures réglementaires et environnementales. Le chiffre d'affaires global dans le secteur des Travaux Publics ressort à 49,4 milliards d'euros sur l'année 2023, selon l'Observatoire du BTP.

L'année 2024 s'inscrit dans un climat d'attentisme. Selon les dernières estimations, le chiffre d'affaires des travaux publics progresserait encore légèrement pour atteindre 142,5, soit une hausse de 3,0%, mais cette croissance est en grande partie absorbée par l'inflation des coûts de production. Dans le même temps, les arbitrages budgétaires opérés par l'État et les collectivités, dans un contexte de resserrement des finances publiques, limitent les perspectives d'investissement local. Le volume d'activité en volume réel pourrait ainsi stagner, voire reculer légèrement sur certains segments comme les VRD et les réseaux d'assainissement.

À horizon 2025 et 2026, les perspectives sont orientées à la baisse. Selon les prévisions établies par la FNTP, le chiffre d'affaires du secteur devrait reculer de 0,8% en valeur en 2025, ce qui correspond à une baisse de 2,6% en volume après inflation. Cette contraction s'explique principalement par le retrait annoncé de l'État sur certains dispositifs de soutien à l'investissement, la fin des effets des plans de relance, et le ralentissement de la commande publique locale. Les grands projets en cours tels que le Grand Paris Express ou les chantiers liés aux Jeux Olympiques approchant de leur phase terminale, les relais de croissance se font plus rares.

Seules les filières liées à la transition écologique (eau, énergie, mobilité durable) devraient continuer à croître modérément, à condition que les financements soient sécurisés. Une reprise progressive est envisagée pour 2026, mais elle dépendra largement des arbitrages à venir dans le cadre de la future Loi de programmation des finances publiques et de la politique d'investissement locale.

1.2.5.3.2 - Présentation des déterminants du marché des Travaux Publics en France

L'activité des entreprises de Travaux Publics en France repose sur un ensemble de facteurs qui influencent directement leur volume d'affaires. Qu'il s'agisse des politiques d'investissement public, des dynamiques économiques liées aux grands projets d'infrastructure, ou encore des évolutions réglementaires et technologiques, ces déterminants façonnent en profondeur les perspectives du secteur.

Infrastructures routières

Le secteur des travaux publics est fortement dépendant des opérations de création et d'amélioration des routes. Ce domaine représente le socle des interventions, avec une activité directement influencée par les choix budgétaires des institutions publiques. Par ailleurs, dans un contexte où une grande partie du réseau autoroutier est sous concession privée, les décisions d'investissement des exploitants d'infrastructure jouent un rôle déterminant dans la charge de travail du secteur.

Transport ferroviaire, aérien et urbain : des chantiers structurants pour les TP⁴

Les acteurs du BTP sont étroitement associés aux transformations des infrastructures de mobilité : construction de lignes ferroviaires, de gares ou d'aéroports. Ce type de projets repose en grande partie sur les plans d'investissement des grands donneurs d'ordre publics ou parapublics. Dès qu'une grande opération est lancée par des entités telles que SNCF Réseau, cela entraîne une sollicitation immédiate des entreprises de travaux publics.

Modernisation des grands réseaux : un levier essentiel pour les professionnels du secteur

Les projets visant à renforcer ou étendre les réseaux d'eau potable, d'électricité ou de télécommunications stimulent fortement le recours aux travaux publics. Ces activités couvrent

⁴ Travaux Publics

des domaines tels que l'enfouissement de câbles, la rénovation des canalisations d'eau ou encore l'installation de nouvelles infrastructures techniques, en particulier dans le cadre de la transition numérique et énergétique.

Énergies renouvelables : un créneau porteur pour les travaux publics

L'essor des sources d'énergie décarbonée constitue un champ d'opportunités pour les entreprises de la filière. L'installation de centrales photovoltaïques ou éoliennes, tout comme leur raccordement au réseau, requiert des compétences en terrassement et en création de réseaux techniques, ce qui confère un rôle stratégique aux professionnels du génie civil.

VRD⁵ et bâtiment : un lien étroit entre immobilier et travaux publics

Les opérations immobilières, qu'elles concernent l'habitat ou les bâtiments professionnels, induisent systématiquement des travaux de raccordement aux infrastructures urbaines. Le dynamisme des chantiers est ainsi en partie tributaire des mises en construction, elles-mêmes conditionnées par des facteurs tels que les politiques de logement social, les conditions d'accès au crédit ou encore les programmes d'investissement privé et public.

Fluctuation des coûts de production : un facteur de pression sur les prix

L'évolution du prix des matériaux de base influe directement sur les conditions économiques des chantiers. Lorsque les coûts des intrants augmentent, cela se répercute sur les devis et les marges. Si les grands groupes peuvent généralement ajuster leurs prix grâce à des mécanismes contractuels, les plus petites structures sont souvent contraintes d'absorber ces hausses, ce qui fragilise leur compétitivité.

Environnement et réglementation : des contraintes croissantes sur les projets

Les normes environnementales complexifient et ralentissent les procédures liées aux projets d'infrastructure. L'intensification des études préalables, l'allongement des délais de validation et la multiplication des zones à préserver ont pour effet de limiter, voire d'empêcher, la concrétisation de certains programmes de travaux publics.

1.2.5.4 - Présentation des grands acteurs du marché de la construction en France

Le marché français du BTP est largement dominé par quelques grands groupes, dont les cinq principaux sont les suivants :

- Vinci Construction, filiale du groupe Vinci dédiée aux activités de construction, a généré un chiffre d'affaires de 31,8mds€ en 2024, dont 14,0mds€ (44 %) en France sur le segment des Travaux Publics. L'entreprise poursuit son développement à l'international, avec des projets d'envergure en Europe, en Océanie et en Amérique du Nord. Au 31 décembre 2024, le carnet de commandes s'élevait à 35,0mds€. Par ailleurs, Vinci est également actif dans les secteurs des Concessions (autoroutes, aéroports), de l'Énergie et de l'Immobilier.
- Bouygues Construction et Colas, deux filiales du groupe Bouygues, ont réalisé ensemble un chiffre d'affaires de 26,1mds€ en 2024. Présentes dans plus de 60 pays, elles disposaient d'un carnet de commandes de 31,2mds€ à fin 2025. En complément de son activité BTP, le groupe Bouygues est aussi un acteur majeur dans les secteurs des

⁵ Voirie et Réseaux Divers

Télécommunications (Bouygues Telecom), de l'Énergie (Equans) et des Médias (Groupe TF1).

- Eiffage a enregistré en 2024 un chiffre d'affaires global de 23,4mds€, dont 17% issus de la construction et 35,8% des infrastructures. Son carnet de commandes s'établissait à 28,9mds€ au 31 décembre 2024. Le groupe est également présent dans les domaines de l'Énergie et des Concessions (autoroutes, infrastructures).
- NGE, entreprise française de taille intermédiaire, a réalisé un chiffre d'affaires supérieur à 4,6mds€ en 2024, se plaçant ainsi derrière les trois leaders du marché. En 2023, NGE a récemment renforcé son positionnement en acquérant SADE-GTH, filiale de VEOLIA spécialisée dans le secteur de l'eau (1,0mds€ de chiffre d'affaires en 2022). Le carnet de commandes de NGE atteignait 7,3mds€ en fin d'année.
- Spie Batignolles, acteur reconnu du secteur, a enregistré un chiffre d'affaires de 2,4mds€ en 2023 et emploie près de 8.000 collaborateurs en France et à l'international. Son activité se répartit entre la Construction (45% du CA), l'Infrastructure (41% du CA), l'Énergie (10% du CA) et l'Immobilier (2% du CA).

Selon l'Observatoire des métiers du BTP, le chiffre d'affaires du secteur du Bâtiment et des Travaux Publics représentait 265mds€ en France en 2023.

1.2.5.5 - Conclusion

Le marché français de la construction se structure autour de trois grands types d'acteurs : les majors du secteur comme Vinci, Bouygues ou Eiffage, les entreprises de taille intermédiaire (ETI), et un tissu dense de PME. Les majors concentrent une part importante des plus grands projets, portés par leur capacité financière, leur implantation internationale et la diversité de leurs filiales. Les PME, quant à elles, interviennent souvent sur des marchés de niche ou en sous-traitance.

Malgré son intégration récente au sein du groupe Spie Batignolles, Groupe ETPO se positionne comme une ETI, avec une organisation suffisamment structurée pour répondre à des projets complexes et de grande envergure, tout en conservant une agilité opérationnelle permettant une forte réactivité. Ce positionnement intermédiaire, entre les majors et les petites structures, est renforcé par des expertises reconnues dans les travaux maritimes et fluviaux, le génie civil et la construction.

Par ailleurs, il convient de noter que le chiffre d'affaires 2023 du Groupe s'élève à 242,0m€, contre un chiffre d'affaires sectoriel estimé à 265mds€ sur la même période. Le Groupe représente ainsi une part relativement modeste du marché du BTP, et la croissance de son activité n'influence de ce fait d'aucune façon la croissance globale du secteur.

En outre, le Groupe se distingue par une expertise technique spécifique, liée à la maîtrise de métiers de niche. Dans ce contexte, les études généralistes s'avèrent peu pertinentes dans le cadre de la mise en perspective des hypothèses de croissance du chiffre d'affaires présentées dans le plan d'affaires.

1.2.6 - Comptes consolidés du Groupe

Le périmètre de consolidation du Groupe, dont la société tête de groupe est la Société, comprend 29 sociétés, dont 23 consolidées par intégration globale et 6 par la méthode de la mise en équivalence au 31 décembre 2024. Il comprenait les sociétés présentées dans le tableau ci-dessous :

Périmètre de consolidation du groupe ETPO au 31 décembre 2024				
Société	Siège social	Méthode de consolidation	% de contrôle	% d'intérêts
Groupe ETPO SA	Nanterre (92)	Société mère		Société consolidante
FRANCE Métropolitaine				
SA ETPO	SAINT-HERBLAIN (44)	Intégration globale	100%	100%
SAS BRITTON	PLABENNEC (29)	Intégration globale	100%	100%
SAS TETIS	BELLEVIGNY (85)	Intégration globale	100%	100%
SAS ISMER	LANESTER (56)	Intégration globale	100%	100%
SAS JEAN NEGRI & FILS	FOS SUR MER (13)	Intégration globale	85%	85%
SARL PASCAL MARTIN	LUGRIN (74)	Intégration globale	85%	72%
SAS HOLDING POSTE17	SAINT-HERBLAIN (44)	Intégration globale	100%	85%
SAS DPCC	CARQUEFOU (44)	Mise en équivalence	7%	7%
SAS TECHNIREP	ORLY (94)	Mise en équivalence	51%	51%
SAS EVIAA MARINE	SAINT-ANDRE-DE-CUBZAC (33)	Mise en équivalence	30%	30%
FRANCE DOM				
SAS COMABAT	FORT DE FRANCE (972)	Intégration globale	100%	100%
SARL ETPO MARTINIQUE	LE LAMENTIN (972)	Intégration globale	100%	100%
SAS SOMATRAS	DUCOS (97)	Intégration globale	85%	85%
SARL ETPO GUADELOUPE	BAIE MAHAULT (971)	Intégration globale	100%	100%
SARL ETPO GUYANE	CAYENNE (97)	Intégration globale	100%	100%
SARL ETPO REUNION	SAINTE CLOTILDE (974)	Intégration globale	100%	100%
SARL SEMAT	SAINTE SUZANNE (97)	Intégration globale	100%	100%
SARL OCETRA	LE PORT (97)	Mise en équivalence	37%	37%
INTERNATIONAL				
SARL IVORY COAST MARITIME WORKS	ABIDJAN (COTE D'IVOIRE)	Intégration globale	100%	85%
SA SCE AU PORT DE DOUALA BONABERI	DOUALA (CAMEROUN)	Intégration globale	100%	85%
SARL LITTORAL DREDGING SERVICES	DOUALA (CAMEROUN)	Intégration globale	94%	80%
SARL NEGRI TRAVAUX MARITIMES	CASABLANCA (MAROC)	Intégration globale	85%	72%
CIFE CANADA INC.	MONTREAL (CANADA)	Intégration globale	100%	100%
ETPO GEODEX INC.	MONTREAL (CANADA)	Intégration globale	80%	80%
SA SPIA	DOUALA (CAMEROUN)	Mise en équivalence	46%	39%
ECHP INC.	SAINT-JEROME (CANADA)	Mise en équivalence	50%	50%

Source : Rapport financier annuel 2024 du Groupe

Dans le cadre de l'établissement de ses comptes consolidés, le Groupe applique le référentiel comptable IFRS. Ceux-ci ont fait l'objet de certifications sans réserve par les commissaires aux comptes au titre de l'ensemble des exercices clos inclus dans notre analyse.

Le Groupe applique entre autres les dispositions de la norme IFRS 16 relative aux contrats de location, entrée en vigueur le 1^{er} janvier 2019. Les impacts de cette norme s'observent au niveau des immobilisations (droits d'utilisation venant s'additionner à ces dernières) et de la dette financière au bilan, ainsi que des loyers, des dotations aux amortissements et de la charge d'intérêt (coût de l'endettement financier net) au compte de résultat.

Dans la mesure où nos travaux de valorisation s'appuient notamment sur des niveaux de dettes financières nettes n'intégrant pas les effets de la norme IFRS 16, nous avons retraité dans le cadre de la mise en œuvre de notre analyse multicritère le niveau de dette financière nette du Groupe des effets de cette norme.

Nous précisons en outre que nous avons retenu par simplification un EBIT après prise en compte des effets de la norme IFRS 16, en raison de l'impact non significatif de la norme sur cet agrégat et de l'absence de communication par le Groupe d'un plan d'affaires hors prise en compte des effets de la norme.

1.2.6.1 - Performance financière historique

Le Groupe clôture ses comptes annuels au 31 décembre. Le compte de résultat consolidé des trois derniers exercices est présenté dans le tableau ci-dessous :

Groupe ETPO - Compte de résultat				
En m€	FY22	FY 22 retr*	FY23	FY24
Chiffre d'affaires	221,9	204,1	242,0	252,7
<i>Croissance (%)</i>	<i>16,7%</i>	<i>7,4%</i>	<i>18,6%</i>	<i>4,4%</i>
Achats consommés	-105,1	-92,0	-115,8	-129,5
Charges de personnel	-52,9	-51,2	-53,6	-52,2
Charges externes	-45,3	-42,5	-51,4	-50,8
Impôts taxes	-2,2	-1,6	-1,8	-1,8
Dotations nettes aux provisions	-0,6	-1,1	-7,5	5,6
Dotations aux amortissements	-11,0	-10,7	-11,0	-10,2
Autres charges et produits d'exploitation	1,8	0,8	0,2	-2,0
Résultat opérationnel courant	6,6	5,8	1,0	11,8
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	<i>3,0%</i>	<i>2,8%</i>	<i>0,4%</i>	<i>4,7%</i>
Autres produits et charges opérationnels	0,0	0,0	1,5	0,3
Résultat opérationnel	6,6	5,8	2,5	12,1
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	<i>3,0%</i>	<i>2,8%</i>	<i>1,0%</i>	<i>4,8%</i>
Coût de l'endettement financier net	-0,2	-0,1	0,7	1,1
Autres produits et charges financiers	0,7	0,5	0,9	-0,4
Résultat financier	0,5	0,4	1,6	0,7
Quote-part du résultat des entreprises associées	2,8	0,5	0,6	0,5
Impôt sur le résultat	-1,8	-1,0	-1,8	-4,7
Résultat net des activités poursuivies	8,1	5,8	2,8	8,6
Résultat net des activités cédées	-	2,3	0,6	5,7
Résultat net consolidé	8,1	8,1	3,5	14,3
<i>dont :</i>				
<i>Part du Groupe</i>	<i>7,3</i>	<i>7,3</i>	<i>2,0</i>	<i>13,1</i>
<i>Part des minoritaires</i>	<i>0,7</i>	<i>0,7</i>	<i>1,5</i>	<i>1,1</i>

*Retraité de la norme IFRS 5 sur les activités cédées

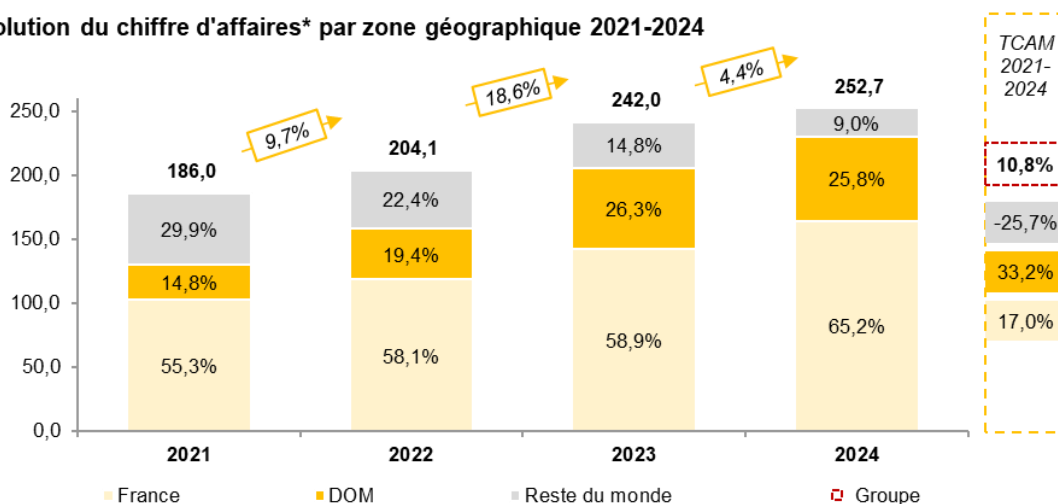
Source : Rapports financiers annuels au 31 décembre, 2022, 2023 et 2024 de Groupe ETPO

Charges en % du chiffre d'affaires				
Chiffre d'affaires	221,9	204,1	242,0	252,7
Achats consommés	47,4%	45,1%	47,9%	51,3%
Charges de personnel	23,9%	25,1%	22,1%	20,6%
Charges externes	20,4%	20,8%	21,2%	20,1%
Impôts taxes	1,0%	0,8%	0,8%	0,7%
Dotations nettes aux provisions	0,3%	0,5%	3,1%	(2,2%)
Dotations aux amortissements	4,9%	5,3%	4,6%	4,0%
Autres charges et produits d'exploitation	(0,8%)	(0,4%)	(0,1%)	0,8%
Autres produits et charges opérationnels	0,0%	0,0%	(0,6%)	(0,1%)
Charges opérationnelles	97,0%	97,2%	99,0%	95,2%

Chiffre d'affaires

Entre 2021 et 2024, le chiffre d'affaires du Groupe est passé de 186,0m€ à 252,7m€, correspondant à un taux de croissance annuel moyen (ci-après le « TCAM ») de 10,8% sur la période, avec une disparité importante des croissances annuelles, tel que présenté dans le graphique ci-dessous. Nous précisons que le chiffre d'affaires a été retraité de la contribution afférente au Pôle Immobilier sur la période (années 2021 et 2022).

Evolution du chiffre d'affaires* par zone géographique 2021-2024



*Chiffre d'affaires retraité du pôle Immobilier

Entre 2021 et 2022, le chiffre d'affaires consolidé enregistre une progression de 9,7%, passant de 186,0m€ à 204,1m€.

Cette croissance est portée en partie par l'excellente performance de la filiale principale ETPO, dont le chiffre d'affaires progresse de 23,7% sur l'exercice, soutenue par une dynamique commerciale favorable ayant permis une hausse significative du carnet de commandes, dans un contexte d'activité anormalement faible de l'activité Bâtiment en 2021.

Par ailleurs, la filiale réunionnaise Pico connaît une forte expansion, avec un quasi-doublement de son chiffre d'affaires sur la période, dans un contexte de libération progressive des fonds FEDER (Fonds Européen De Développement Régional) sur le territoire, orientés vers les travaux de voirie et réseaux divers (VRD). Cette évolution contribue à accroître la part des activités réalisées en Outre-mer, qui passe de 14,8 % à 19,4 % du chiffre d'affaires consolidé.

Nous précisons en outre que les variations de périmètre intervenues sur la période consistent en l'acquisition des sociétés Construction Tech et Ismer.

Entre 2022 et 2023, le chiffre d'affaires consolidé enregistre une forte progression de 18,6%, passant de 204,1m€ à 242,0m€.

Cette croissance est portée en partie par la poursuite de l'évolution de la performance de la filiale principale ETPO, dont le chiffre d'affaires progresse de 11,4% sur l'exercice, dans un contexte de normalisation de l'activité Bâtiment.

Par ailleurs, la société réunionnaise Pico a continué de profiter de la libération des fonds FEDER, et enregistre de ce fait une croissance significative de +37,1% sur la période, tandis que la société martiniquaise Comabat a doublé son chiffre d'affaires sur l'exercice, dans un contexte de reprise de son activité faisant suite à une dynamique commerciale défavorable les années précédentes.

Enfin, la croissance du chiffre d'affaires provient de l'effet année pleine des acquisitions effectuées par le Groupe en 2022 (+5,0m€).

Nous précisons en outre que les variations de périmètre intervenues sur la période consistent en l'acquisition de la société Somatras, et en la cession des actifs de la société ETPO Geodex.

Entre 2023 et 2024, le chiffre d'affaires consolidé enregistre une hausse modérée de 4,4%, passant de 242,0m€ à 252,7m€.

Cette croissance est portée majoritairement par l'excellente orientation du carnet de commandes de la filiale principale ETPO, qui lui permet d'enregistrer une croissance de 26,5% sur la période.

A l'inverse, la société réunionnaise Pico enregistre une contraction de son activité (-25,8%), dans un contexte d'arrêt progressif des financements FEDER.

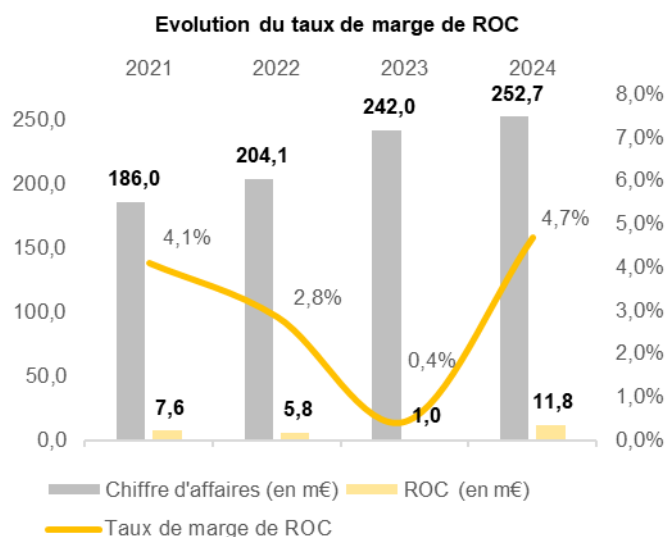
Enfin, la croissance du chiffre d'affaires provient de l'effet année pleine des acquisitions effectuées par le Groupe en 2023 (+4,5m€).

Nous précisons en outre que les variations de périmètre intervenues sur la période consistent en la cession de la société EC4 et de sa filiale Construction Tech.

Le Résultat Opérationnel Courant (ROC)

Le Résultat Opérationnel Courant du Groupe correspond à son chiffre d'affaires minoré des achats consommés, des charges externes, des charges de personnel, d'autres charges et produits d'exploitation, d'impôts et taxes d'exploitation, de dotations aux amortissements et de dotations aux provisions nettes de reprises.

Entre 2021 et 2024, le Résultat Opérationnel Courant du Groupe est passé de 7,6m€ à 11,8m€, avec une évolution du taux de marge opérationnelle en U sur la période tel que présenté ci-dessous :



Entre 2021 et 2022, le taux de marge opérationnelle du Groupe connaît un repli, passant de 4,1% à 2,8% du chiffre d'affaires, soit une diminution de 130 points de base.

Cette contraction s'explique principalement par les contre-performances de l'activité Bâtiment, fortement pénalisée par la hausse des coûts des matières premières, dans un contexte d'instabilité géopolitique lié au conflit russo-ukrainien. Bien que les autres pôles d'activité aient

globalement maintenu une performance satisfaisante, cette pression sur les coûts a eu un impact direct sur la profitabilité consolidée.

Par ailleurs, la sous-activité TMF Sud - TSM (pôle Travaux Publics) a également vu sa marge se détériorer de manière significative sur la période, dans un contexte de retour à la normale après la réalisation de projets particulièrement profitables en 2021.

Cette tendance baissière se prolonge en 2023, avec un taux de marge opérationnelle courant (ROC) en forte diminution, passant de 2,8% à 0,4% du chiffre d'affaires, soit une dégradation de 240 points de base.

L'exercice est marqué par une dégradation prononcée de la profitabilité de l'activité Bâtiment au sein de la filiale ETPO, toujours affectée par un environnement inflationniste et des prix de matières premières élevés, mais également en raison de l'existence d'affaires mal ciblées (contractées selon des modalités pécuniaires de prix ferme non révisable).

Toutefois, cette forte contraction est partiellement compensée par une amélioration notable de la marge de la sous-activité TMF Sud - TSM (pôle Travaux Publics) avec la réalisation de nouveaux projets à forte marge.

En revanche, l'exercice 2024 marque une reprise significative de la rentabilité, avec un taux de marge opérationnelle s'établissant à 4,7% du chiffre d'affaires, en hausse de 430 points de base par rapport à 2023.

Cette amélioration s'explique principalement par la forte remontée du taux de marge de l'activité Bâtiment, revenu à un niveau proche de celui observé en 2021, traduisant une meilleure maîtrise des coûts et une amélioration du ciblage du carnet de commandes.

En parallèle, le pôle TMF Sud - TSM continue de profiter de l'orientation favorable de son carnet de commandes, tandis que le ralentissement des activités en Outre-mer dans un contexte d'arrêt progressif des financements FEDER et à l'international avec des variations de périmètre intervenues sur la période ont eu un impact plus marginal sur le taux de marge.

Le résultat opérationnel (RO)

Le passage entre le ROC et le RO correspond à la comptabilisation d'éléments compris dans le poste « Autres produits et charges opérationnels d'exploitation », de nature non récurrente.

Sur les deux dernières années, ce poste est majoritairement constitué par les résultats de cession d'actifs et des charges de conseil de nature non récurrentes. En 2024, les 0,3m€ correspondent à la cession de EC4 et Construction Tech, ainsi qu'à des frais de conseils notamment une partie de ceux liées à la réalisation de l'OPAS. En 2023, les 1,5m€ correspondent à la cession sur actifs de ETPO Geodex, ainsi qu'à des frais de conseils notamment une partie de ceux liées à la réalisation de l'OPAS.

Sur les trois derniers exercices, le résultat opérationnel passe de 5,8m€ en 2022 à 12,1m€ en 2024 ; les variations du RO étant majoritairement explicitées par celles du ROC.

Le résultat financier

Le résultat financier du Groupe s'établit à 0,4m€ en 2022, 1,6m€ en 2023 et 0,7m€ en 2024. Il est positif sur la période en raison des revenus issus des placements de trésorerie qui s'élèvent entre 0,4m€ et 1,7m€ entre 2022 et 2024. L'endettement du Groupe étant assez faible, les charges d'intérêts afférentes aux emprunts s'élèvent entre -0,3m€ et -0,5m€.

Le résultat net des activités poursuivies

Le résultat net des activités poursuivies découle des éléments décrits ci-avant, après l'intégration de la quote-part des entreprises associées et d'une charge d'impôt sur le résultat avant impôt du Groupe. Les activités poursuivies correspondent aux activités de BTP à la suite de la cession des activités liées au Pôle Immobilier.

La quote-part des entreprises associées s'élève à 0,5m€ en 2024 et correspond notamment à la quote-part sur résultat des entités Technirep (340k€), Ocetra (33k€), PSM Technologies (36k€), ECHP (90k€) et Eviaa Marine (42k€).

Le résultat net consolidé

Le résultat net consolidé est obtenu après intégration du résultat net des activités cédées, qui s'élèvent respectivement à 2,3m€, 0,6m€ et 5,7m€ respectivement en 2022, 2023 et 2024.

EBIT⁶

Dans le cadre de nos travaux, nous avons utilisé des multiples d'EBIT afin d'évaluer le Groupe par la méthode des multiples.

Conformément aux états financiers publiés par le Groupe et au regard de l'analyse que nous avons effectuée sur les états financiers de notre échantillon de sociétés comparables, nous avons considéré le Résultat Opérationnel Courant comme étant l'EBIT.

En effet, le ROC du Groupe est composé de l'ensemble des charges et produits opérationnels avant prise en compte des éléments non récurrents affectant la performance opérationnelle et financière du Groupe.

Nous précisons que l'EBIT retenu dans nos travaux d'évaluation correspond à un EBIT après prise en compte de la norme IFRS 16. Nous rappelons toutefois que l'impact de la norme sur cet agrégat est non significatif.

Par ailleurs, et dans la mesure où le plan d'affaires du Groupe intègre la charge de Cotisation sur la Valeur Ajoutée des Entreprises au niveau des charges opérationnelles, nous avons procédé à l'élimination de cette dernière dans le cadre de la mise en œuvre de la méthode des comparables boursiers.

⁶ Earnings Before Interest & Tax

1.2.6.2 - Equilibre bilanciel et trésorerie

Le bilan économique consolidé des trois derniers exercices est présenté dans le tableau ci-dessous :

Groupe ETPO - Bilan économique			
En m€	31/12/2022*	31/12/2023	31/12/2024
Goodwill	1,4	1,7	2,1
Immobilisations incorporelles	0,3	0,2	0,2
Immobilisations corporelles	46,5	36,7	37,1
Titres mis en équivalence	14,9	3,1	1,9
Autres actifs financiers	6,9	2,3	0,9
Actif immobilisé	70,0	44,1	42,3
Actif courant	156,8	114,7	129,8
Passif courant	-155,9	-169,7	-149,0
Besoin en Fonds de Roulement	0,9	-55,0	-19,2
Impôts différés (nets)	-1,6	0,4	1,1
Actifs destinés à la vente	0,0	67,3	0,2
Actif destinés à la vente	0,0	67,3	0,2
Capitaux Employés	69,3	56,8	24,3
Capitaux propres	24,0	24,0	24,0
Réserves consolidées	69,8	30,7	32,6
Résultat de l'exercice	7,3	2,0	13,1
Capitaux Propres - part du Groupe	101,1	56,7	69,7
Intérêts minoritaires	3,9	6,8	3,9
Capitaux Propres	105,0	63,5	73,6
Provisions pour IDR**	2,1	2,1	2,3
Provisions pour risques et charges	10,8	18,1	12,0
Provisions non courantes	12,9	20,3	14,3
Dette financière	28,7	17,9	18,5
<i>Dont dettes de location (IFRS 16)</i>	<i>11,0</i>	<i>11,1</i>	<i>12,2</i>
Trésorerie et équivalents	-77,3	-79,7	-82,1
Dette financière (+) / Trésorerie (-) nette	-48,6	-61,8	-63,6
Passifs destinés à la vente	0,0	34,9	0,0
Passifs destinés à la vente	0,0	34,9	0,0
Capitaux Investis	69,3	56,8	24,3

*Bilan non retraité de la cession du pôle Immobilier

**Indemnités de départ à la retraite

Source : Comptes annuels au 31 décembre 2022, 2023 et 2024 de Groupe ETPO

Au 31 décembre 2024, l'actif immobilisé du Groupe s'élève à 42,3m€ et se compose essentiellement d'immobilisations corporelles (dont des droits d'utilisation relatifs à IFRS 16), de goodwill, de titres mis en équivalence, d'autres actifs financiers et d'immobilisations incorporelles.

Le goodwill du Groupe, qui résulte d'acquisitions passées et de la mise en œuvre d'une stratégie de croissance externe, s'élève à 2,1m€ au 31 décembre 2024. Le goodwill est essentiellement composé des acquisitions des entités Somatras (environ 1,0m€) et Ismer (environ 0,6m€). Il est également composé du reclassement des fonds de commerce des bilans sociaux des entités Negri et Tetis.

Les immobilisations corporelles du Groupe s'établissent en valeur nette à 37,1m€ au 31 décembre 2024. Elles se composent principalement du matériel d'exploitation (installations techniques et outillages, matériel de transport, etc.) dont le Groupe est propriétaire, notamment dans les activités consommatrices de matériel telles que les travaux maritimes et fluviaux et l'Ouvrage d'Art - Génie Civil.

Les droits d'utilisation concernent essentiellement le matériel d'exploitation dont le Groupe n'est pas propriétaire. Ces droits d'utilisation, liés aux contrats de location, s'élèvent à 13,1m€ au 31 décembre 2024 et font suite à l'application de la norme IFRS 16 à partir du 1^{er} janvier 2019.

En effet, tous les contrats de location opérationnelle, à l'exception de ceux dont la durée est inférieure ou égale à un an et/ou l'actif sous-jacent sont de faible valeur, sont traités comme des contrats de location-financement et doivent être inclus au bilan sous forme de droits d'utilisation et de dette locative.

Les titres mis en équivalence représentent au 31 décembre 2024 un montant de 1,9m€ et composent essentiellement des titres des entités Technirep (1,1m€) et Ocetra (0,5m€) détenues respectivement à 51,0% et 36,7% par le Groupe. Le solde de 0,3m€ concerne les entités ECHP (0,1m€) et Eviaa Marine (0,2m€).

Les autres actifs financiers qui s'élèvent à 0,9m€ au 31 décembre 2024 correspondent principalement à des dépôts et cautionnements versés.

Les immobilisations incorporelles (hors goodwill), d'un montant de 0,2m€ au 31 décembre 2024, se composent essentiellement de concessions, brevets et licences.

Le besoin en fonds de roulement (BFR) est analysé ci-après.

Les capitaux employés incluent également les impôts différés nets (1,1m€ au 31 décembre 2024), qui résultent principalement d'impôts différés liés aux décalages fiscaux, aux indemnités de départ à la retraite, aux provisions et à des déficits fiscaux reportables.

Les capitaux propres (part du Groupe) s'élèvent à 69,7m€ au 31 décembre 2024 contre 101,1m€ au 31 décembre 2022. Cette diminution est notamment due à la distribution de dividende exceptionnelle intervenue fin 2023 (44,0m€) dans un contexte de réalisation de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée (ci-après l'« OPAS ») sur les titres du Groupe par le groupe Spie Batignolles. La variation des capitaux propres découle également des résultats du Groupe sur la période.

Les provisions s'élèvent à 14,3m€ au 31 décembre 2024 (20,3m€ au 31 décembre 2023). Elles se composent essentiellement de provisions pour chantier et travaux (8,2m€), provisions pour risques et litiges (3,8m€) et pour indemnités de départ à la retraite (2,3m€).

La trésorerie nette comptable du Groupe s'élève à 63,6m€ au 31 décembre 2024 et se compose :

- de passifs d'obligations locatives IFRS 16 liés à l'application de la norme depuis le 1^{er} janvier 2019, pour -12,2m€ ;
- d'emprunts auprès d'établissements de crédit, pour -4,0m€ ;
- de concours bancaires créditeurs, pour -2,3m€ ;
- de disponibilités, pour +39,2m€ ;
- de valeurs mobilières de placements (OPCVM) pour +35,8m€ ; et
- de titres de créances négociables et Certificats de dépôts pour +7,1m€.

Besoin en fonds de roulement

Le besoin en fonds de roulement (ci-après « BFR ») des trois derniers exercices, tel que ressortant des comptes consolidés dans un premier temps puis ajusté par nos soins dans un second temps, est présenté dans le tableau ci-dessous :

Groupe ETPO - Besoin en Fonds de Roulement			
En m€	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024
Stocks	12,7	1,9	1,8
en jours de CA	21 jours	3 jours	3 jours
Créances clients	116,1	85,1	96,4
en jours de CA	191 jours	128 jours	139 jours
Avances et acomptes	1,3	3,3	4,2
en jours de CA	2 jours	5 jours	6 jours
Autres actifs courants	26,7	24,4	27,4
en jours de CA	44 jours	37 jours	40 jours
Actif courant	156,8	114,7	129,8
en jours de CA	258 jours	173 jours	188 jours
Dettes fournisseurs	-47,9	-55,6	-57,6
en jours de CA	-79 jours	-84 jours	-83 jours
Dettes fiscales et sociales	-1,0	-3,1	-2,9
en jours de CA	-2 jours	-5 jours	-4 jours
Avances et acomptes reçus	-17,3	-15,7	-15,7
en jours de CA	-29 jours	-24 jours	-23 jours
Autres dettes/passifs courants	-89,7	-95,3	-72,7
en jours de CA	-148 jours	-144 jours	-105 jours
Passif courant	-155,9	-169,7	-149,0
en jours de CA	-256 jours	-256 jours	-215 jours
BFR	0,9	-55,0	-19,2
Chiffre d'affaires	221,9	242,0	252,7
BFR en jours de CA	2 jours	-83 jours	-28 jours
BFR en % de CA	0,4%	-22,7%	-7,6%
Dividende mis en paiement	0,0	44,0	0,0
en jours de CA	0 jours	66 jours	0 jours
Pôle immobilier et autres	-8,1	0,0	0,0
en jours de CA	-13 jours	0 jours	0 jours
Dépôts et cautionnements	n.a	0,6	0,9
en jours de CA	n.d	1 jours	1 jours
Comptes courants nets	n.a	-2,7	4,1
en jours de CA	n.d	-4 jours	6 jours
BFR ajusté	-7,2	-13,1	-14,3
Chiffre d'affaires*	204,1	242,0	252,7
BFR en jours de CA	-13 jours	-20 jours	-21 jours
BFR en % de CA	-3,5%	-5,4%	-5,6%

*Chiffre d'affaires 2022 retraité du pôle Immobilier

Source : Rapports financiers annuels et comptes contributifs au 31 décembre 2022, 2023 et 2024 de Groupe ETPO

Le BFR du Groupe se compose principalement de créances clients et comptes rattachés, d'autres actifs courants (comptes courants et autres créances opérationnelles, créances de TVA, et charges constatées d'avance), de dettes fournisseurs, d'avances et acomptes reçus, et d'autres dettes/passifs courants (principalement travaux facturés d'avances, comptes courants, dettes d'IS, et autres dettes opérationnelles), et dans une moindre mesure de stocks, d'avances et acomptes versés, et de dettes fiscales et sociales.

Nous précisons que nous nous sommes assurés de la cohérence de la position BFR non ajustée calculée par nos soins sur la période historique avec la position retenue par le Management dans le cadre de l'élaboration de ses reportings de gestion.

Après retraitement du pôle immobilier, dont nous rappelons qu'il a fait l'objet d'une cession en janvier 2024, d'éléments à caractère non normatif (dividende exceptionnel en 2023) et d'éléments à caractère de dette (comptes courants financiers), et après inclusion d'éléments

complémentaires nécessaires à la réalisation de l'activité (dépôts et cautionnements) le Groupe dégage un BFR négatif sur la période observée.

Il est relativement stable, passant de -13 jours de CA (-3,5%) en 2022 à -21 jours de CA (-5,6%) en 2024. L'évolution du BFR sur la période s'explique notamment par la cession des entités canadiennes qui étaient fortement consommatrices en BFR. En effet, la typologie de contrat au Canada prévoyait des paiements qui intervenaient un an après la livraison des commandes (ces créances s'apparentant ainsi à des crédits consentis au bénéfice des promoteurs immobiliers), et qui pouvaient dans certains cas s'étaler jusqu'à 3 ans après la livraison des commandes.

Néanmoins, nous comprenons du Management que le BFR extériorisé sur les dernières années ne présente pas un caractère normatif, dans la mesure où il intègre des montants importants d'avances liés à certains chantiers de travaux tels que celui du CHU de Nantes, et à la mise en place de dispositifs spécifiques tels que les fonds FEDER à la Réunion.

Nous comprenons également du Management que le BFR normatif lié à l'activité du Groupe devrait se situer à mi-chemin entre un niveau nul et un niveau de -5,0% du chiffre d'affaires. A ce titre, nous avons retenu l'hypothèse d'un BFR représentant un niveau intermédiaire de -2,5% du chiffre d'affaires sur l'horizon explicite du plan d'affaires dans le cadre de la mise en œuvre de la méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie.

Enfin, même si l'activité du Groupe présente une cyclicité relative, nous nous sommes assurés auprès du Management que la position de BFR à fin décembre n'était pas particulièrement affectée par cette cyclicité.

1.3 - Contexte et opération envisagée

1.3.1 - Contexte et motifs de l'opération

1.3.1.1 - Contexte de l'Offre

Le 26 février 2024, l'Initiateur a déposé un projet d'OPAS auprès de l'AMF visant l'ensemble des actions au capital de la Société (Groupe ETPO, anciennement C.I.F.E.) non détenues par l'Initiateur. L'OPAS, déclarée conforme par l'AMF, a été ouverte en date du 21 mars 2024 et s'est clôturée en date du 4 avril 2024.

À la suite de l'OPAS, comme annoncé par un communiqué de presse en date du 8 avril 2024, l'Initiateur détenait, directement et par assimilation, 1.137.555 actions de la Société, représentant, à cette date, 94,80% du capital social et des droits de vote de la Société, en tenant compte des 24.045 actions auto-détenues en propre par la Société et ainsi détenues par assimilation par l'Initiateur, de sorte qu'à la clôture de l'OPAS, et à la date des présentes, les actionnaires minoritaires de la Société détenaient et détiennent toujours moins de 10,00% du capital et des droits de vote de la Société.

Pour information, entre le 5 avril 2024 (date de clôture de l'OPAS) et la date du présent rapport :

- 14.800 Actions de la Société, représentant 1,23% du capital et des droits de vote théoriques de la Société, ont été acquises par le CIC pour le compte de l'Initiateur le 20 juin 2024, au prix unitaire de 61,00 € (soit le prix d'offre de l'OPAS) ; et
- 22.184 Actions de la Société, représentant 1,85% du capital et des droits de vote théoriques de la Société, ont été acquises par ODDO BHF SCA pour le compte de l'Initiateur également au prix unitaire de 61,00€ (cf. section 3.3.1).

En conséquence de ces diverses acquisitions sur le marché et hors marché après la clôture de l'OPAS, l'Initiateur détient désormais, directement, 97,43% du capital et des droits de vote de la Société et les actionnaires minoritaires de la Société détiennent toujours moins de 10,00% de son capital et de ses droits de vote.

1.3.1.2 - Motifs de l'Offre

L'Initiateur détenant plus de 90,00% du capital social et des droits de vote de la Société, il a déposé auprès de l'AMF, conformément aux dispositions des articles 236-3 et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, en date du 22 mai 2025, un projet d'OPR-RO dans l'objectif d'acquérir la totalité des actions au capital de la Société (à l'exception des actions en auto-détention non visées par l'OPR-RO, et des actions indisponibles détenues par les salariés non visées en cas d'application du RO) et de procéder au retrait de la cote de la Société.

Tel que décrit ci-dessus, l'OPR-RO s'inscrit dans le cadre d'une volonté de simplification et d'efficacité organisationnelles. L'Initiateur considère, en effet, que le retrait de la cote des actions de la Société permettra de faciliter son intégration complète au sein du groupe Spie Batignolles, de supprimer des contraintes réglementaires et législatives (notamment en matière de communication financière) qui ne sont plus adaptées à son intégration au sein dudit groupe et les coûts induits par la cotation sur Euronext Paris. Par ailleurs, le maintien de la cotation ne semble plus justifié compte-tenu de la structure actuelle de l'actionnariat de la Société et du faible volume d'échanges sur les actions.

L'Initiateur a l'intention, en s'appuyant sur l'équipe de direction actuelle, de poursuivre les principales orientations stratégiques mises en oeuvre par le Groupe et n'a pas l'intention de modifier son modèle opérationnel, en dehors de l'évolution normale de l'activité, en cas de succès de l'OPR-RO.

Les actionnaires minoritaires de la Société, obtiendront ainsi une liquidité immédiate et intégrale de leurs actions, sur la base du Prix d'Offre, alors que la liquidité de l'action est aujourd'hui très restreinte.

1.3.2 - Termes de l'Offre

Au total, l'Initiateur détient, directement et indirectement, seul et par assimilation des actions en autodétention, 1.169.159 actions de la Société représentant, à la date du présent Projet de Note d'Information, 97,43% du capital social et autant de droits de vote théoriques de la Société.

A notre connaissance, le capital social du Groupe est réparti comme suit à la date du présent rapport :

Groupe ETPO - Détail des actions en circulation				
Actionnaires	Total des actions	% du capital social	Droits de vote théoriques	% de droits de vote théoriques
Groupe Spie Batignolles	1 150 494	95,87%	1 150 494	95,87%
Autodétention	18 665	1,56%	18 665	1,56%
Salariés	9 539	0,79%	9 539	0,79%
Flottant	21 302	1,78%	21 302	1,78%
Total des actions	1 200 000	100,0%	1 200 000	100,0%

Source : Projet de Note d'Information

L'OPR vise la totalité des actions de la Société non détenues, directement ou indirectement, par l'Initiateur, qui sont d'ores et déjà émises (à l'exception des actions auto-détenues), soit, à la connaissance de l'Initiateur, 30.841 actions au capital de la Société, représentant 2,57% du capital et des droits de vote théoriques de la Société à la date du présent Projet de Note d'Information, calculés conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

En cas d'application du RO, nous rappelons que ne seront pas visées les actions attribuées gratuitement dont la période de conservation expirera après la date estimée de clôture de l'OPR-RO, ce qui concerne :

- 4.159 actions au capital de la Société, issues du plan d'AGA 2022, attribuées gratuitement de manière définitive au profit de 11 bénéficiaires salariés du Groupe, lesquelles sont soumises à une période de conservation de deux ans qui expirera le 18 janvier 2026 ;
- 5.380 actions au capital de la Société, issues du plan d'AGA 2023, attribuées gratuitement de manière définitive au profit de 10 bénéficiaires salariés du Groupe, lesquelles sont soumises à une période de conservation de deux ans qui expirera le 17 janvier 2027.

Les AGA 2022 et les AGA 2023, couvertes par des accords de liquidité sous la forme de promesses croisées, sont assimilées aux actions détenues par l'Initiateur conformément à l'article L. 233-9 I, 4° du Code de commerce, et ne seront ainsi pas concernées par le RO. Nous présentons les caractéristiques du mécanisme de liquidité dans la section 5.1 du présent rapport.

Compte tenu de ces éléments, le RO porterait donc sur 21.302 actions ordinaires du Groupe.

À l'exception des actions gratuites susmentionnées, il n'existe, à la date du Projet de Note d'Information, aucun titre de capital ni aucun autre instrument financier ou droit pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société autre que les actions.

L'Initiateur s'engage irrévocablement à acquérir pendant la durée de l'OPR-RO la totalité des actions au capital de la Société apportées au prix de 71,00€ par action (coupon détaché) ou 82,33€ par action (coupon attaché).

L'assemblée générale annuelle des actionnaires de la Société devant se réunir le 16 juin 2025 sera appelée à se prononcer sur la distribution d'un dividende de 11,33€ par action. En cas d'approbation de cette distribution, le Prix d'Offre de 82,33€ par action (coupon attaché) sera ajusté d'un montant de 11,33€ à compter de la date de détachement du dividende prévue avant la fin du mois de juin 2025, et s'élèvera en conséquence à 71,00€ par action (coupon détaché).

2 - Présentation de l'expert indépendant

2.1 - Présentation du cabinet Crowe HAF, membre du réseau Crowe Global

2.1.1 - Présentation générale

Le réseau Crowe Global est un des principaux réseaux internationaux de cabinets d'audit et d'expertise comptable. A l'échelon mondial, il est situé au 9^{ème} rang avec 40.000 associés et collaborateurs dans plus de 150 pays au travers de 750 bureaux. Il est constitué de cabinets indépendants de premier plan dans leurs pays respectifs.

Crowe France est un réseau de cabinets d'audit, d'expertise comptable et de conseil qui sont membres du réseau Crowe Global. Crowe France est classé parmi les dix premiers acteurs de l'audit et l'expertise comptable en France et participe activement aux différentes instances qui réglementent notre profession. Cette organisation en réseau permet l'exercice de missions communes et apporte un soutien sur un plan technique avec de nombreux collaborateurs spécialisés dans des domaines particuliers.

Crowe HAF a été à l'initiative de la fondation de Crowe France en 2007. Crowe HAF dispose de 4 lignes de services principales que sont l'audit, l'évaluation, les transaction services et la performance financière.

Crowe HAF est aussi un acteur engagé en matière de Responsabilité Sociétale des Entreprises, notamment au travers de ses deux filiales spécialisées : Crowe Sustainable Metrics (agence de conseil et d'études RSE et développement durable) et Crowe Praxiam (cabinet spécialisé dans le contrôle et le conseil à destination des éco-organismes).

2.1.2 - Présentation de l'activité « évaluation et expertises indépendantes »

Pour tenir compte de la complexité croissante de certaines opérations, Crowe HAF a mis en place des services spécialisés lui permettant d'intervenir dans certains domaines spécifiques comme celui des évaluations d'entreprises, d'options et des expertises indépendantes. Les équipes ont une pratique étendue de l'ensemble des techniques financières et proposent aux entreprises une approche sur mesure. Elles ont développé de nombreuses techniques et modèles d'évaluation qui permettent de répondre à la diversité et à la complexité des situations.

L'accès à des bases de données externes leur permet aussi d'être au cœur des processus de transactions et des valeurs de marché.

Olivier Grivillers, associé responsable de cette activité dispose de plus de 25 ans d'expérience et a une forte pratique des missions d'expertise indépendante. Il dirige le département « évaluation et expertises indépendantes » de Crowe HAF depuis 2009.

Il est par ailleurs co-auteur de plusieurs ouvrages liés à l'évaluation d'entreprises et assure de nombreuses formations sur le thème de l'évaluation tout en ayant des fonctions auprès de la plupart des institutions professionnelles qui traitent de l'évaluation d'entreprise.

Olivier Grivillers est notamment l'auteur du chapitre « Analyse quantitative et qualitative des méthodes d'évaluation employées par les évaluateurs et experts indépendants dans le cadre d'Offres publiques » dans l'ouvrage « ingénierie financière, fiscale et juridique », publié chez DALLOZ en octobre 2024.

Olivier Grivillers est associé de Crowe HAF, expert-comptable, commissaire aux comptes, expert de justice en finance près de la Cour d'Appel de Versailles et diplômé de l'ESCP. Il est également

membre de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI) et administrateur de la Compagnie des Conseils et Experts Financiers (CCEF).

Il est par ailleurs co-auteur de plusieurs ouvrages liés à l'évaluation d'entreprises et assure de nombreuses formations sur le thème de l'évaluation (CCEF, réseau Crowe Global...) tout en ayant des fonctions auprès de la plupart des institutions professionnelles qui traitent de l'évaluation d'entreprise (CNCC, CCEF, Ordre des experts comptables...).

Il a été assisté dans le cadre de cette mission par des collaborateurs expérimentés en évaluation financière du cabinet Crowe HAF :

- Benjamin Dusautoir, Manager, diplômé du Master de Finance de l'ESSEC, titulaire du Diplôme Supérieur de Comptabilité et de Gestion ainsi que de deux niveaux du CFA. Il a rejoint Crowe HAF en novembre 2023 après une première expérience au sein d'un autre cabinet d'évaluation ;
- Guillaume Rigaud, Analyste Senior, diplômé de l'Université Lumière Lyon 2 (Master Evaluation et Transmission d'Entreprises) disposant de 3 ans d'expérience en évaluation financière au sein du cabinet Crowe HAF ;
- Matthias Lebecq, Analyste, diplômé de l'Université Lumière Lyon 2 (Master en Évaluation et Transmission d'Entreprises). Il a rejoint Crowe HAF en janvier 2024, où il réalise des missions d'évaluation financière.

La revue indépendante a été réalisée par Maxime Hazim, associé au sein du département Evaluation et expertises indépendantes. Il rejoint Crowe HAF après une première expérience de quatre ans chez EY. Il est Expert-comptable, Commissaire aux comptes et détenteur de la charte CFA (Chartered Financial Analyst®). Il assure des formations sur le thème de l'évaluation chez France Invest et anime des cours au sein du Master Evaluation et Transmission d'Entreprise à l'Université Lumière Lyon 2.

Maxime Hazim est, par ailleurs, membre du Comité directeur et Trésorier de l'APEI et membre de la SFEV (Société Française des Evaluateurs) tout en participant aux groupes de travail de ces associations.

2.2 - Liste des missions d'expertise indépendante réalisées par le cabinet Crowe HAF au cours des 24 derniers mois

Six missions d'expertise indépendante au sens du Titre VI Livre II du règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers ont été réalisées par le cabinet Crowe HAF au cours des 24 derniers mois.

Le cabinet Crowe HAF a réalisé :

- la mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée suivi d'un Retrait Obligatoire visant les actions de la société Augros Cosmetic Packaging par la société PBRM Industries (Novembre 2024, Etablissement présentateur : Portzamparc) ;
- la mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat visant les actions de la société ORAPI par la société Groupe Paredes Orapi (Octobre 2024, Etablissements présentateurs : Portzamparc et CIC) ;
- la mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat visant les actions de la société SQLI par la société Synsion BidCo (Octobre 2024, Etablissement présentateur : Banque Degroof Petercam) ;
- la mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat visant les actions de la société Galimmo par la société Carmila (Septembre 2024, Etablissement présentateur : Mediobanca) ;

- la mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat visant les actions de la société Osmosis par la société Passman Corp (Mai 2024, Etablissement présentateur : CIC) ; et
- la mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique de Rachat d'Actions visant les actions de la société Voyageurs du Monde (Avril 2024, Etablissement présentateur : Portzamparc).

2.3 - Déclaration d'indépendance

Olivier Grivillers et le cabinet Crowe HAF n'ont pas de conflit d'intérêts et sont indépendants des sociétés concernées par l'Offre, au sens de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF et de l'instruction AMF n°2006-08.

Olivier Grivillers et le cabinet Crowe HAF :

- n'entretiennent pas de lien juridique ou en capital avec les personnes concernées par l'opération ou avec leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance ;
- n'ont conseillé la société concernée par l'opération ou toute personne que cette société contrôle, au sens de l'article L 233-3 du Code de commerce, au cours des dix-huit derniers mois ;
- n'ont procédé à aucune évaluation du Groupe au cours des dix-huit derniers mois ;
- ne détiennent aucun intérêt dans la réussite de l'Offre, une créance ou une dette sur l'une des quelconques personnes concernées par l'opération ou sur l'une des quelconques personnes contrôlées par les personnes concernées par l'opération ;
- ne sont pas intervenus d'une manière répétée avec l'Etablissement Présentateur.

2.4 - Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers

Le cabinet Crowe HAF est membre de l'association professionnelle des experts indépendants (APEI), reconnue par l'AMF en application des articles 263-1 et suivants de son règlement général. Olivier Grivillers a été Vice-Président de cette association de 2014 à 2020. Maxime Hazim est par ailleurs membre du Comité directeur et Trésorier de l'APEI.

2.5 - Rémunération

Le montant des honoraires perçus par Crowe HAF au titre de la présente mission s'élève à 76.000€, hors taxes et hors frais.

2.6 - Moyens mis en œuvre dans le cadre de l'expertise indépendante

Le nombre d'heures passé par l'équipe sur cette mission d'expertise indépendante s'élève à environ 300 heures.

2.6.1 - Programme de travail

I Prise de connaissance et analyse du contexte

- réunions préparatoires et entretiens avec les interlocuteurs concernés (management du Groupe, comité ad hoc formé par le Conseil d'Administration) ;
- analyse de l'opération proposée et du contexte dans lequel elle se situe ;
- prise de connaissance générale.

II Préparation de l'évaluation

Analyse du contexte

- analyse de l'environnement et du secteur d'activité dans lequel le Groupe opère ;
- revue des délibérations des organes dirigeants.

Analyse des données historiques

- analyse des règles et méthodes comptables appliquées et du référentiel suivi ;
- analyse détaillée des comptes figurant au bilan et au compte de résultat ;
- retraitements des comptes du bilan et du compte de résultat en vue de préparer l'évaluation.

Analyse des éléments prévisionnels

- discussion avec la direction du Groupe et le comité ad hoc ;
- analyse du plan d'affaires du Groupe ;
- contrôle de cohérence avec le plan d'affaires du Groupe utilisé dans le cadre de la précédente OPAS ;
- revue des projections d'activité et de rentabilité ;
- contrôle des données prévisionnelles (examen de cohérence).

Analyse et choix des méthodes d'évaluation à retenir

- présentation des méthodes à retenir et des méthodes écartées.

III Eléments d'appréciation du prix offert

Description des méthodes retenues et écartées :

Référence aux transactions récentes sur le capital du Groupe (méthode retenue à titre principal)

- référence à l'acquisition du bloc Embregour et Tardy réalisée en janvier 2024 ;
- référence aux résultats de l'OPAS initiée en mars 2024 et clôturée en avril 2024 ;
- référence aux acquisitions hors et sur le marché entre juin 2024 et février 2025.

Méthode des flux de trésorerie actualisés (méthode retenue à titre principal)

- construction des flux ;
- détermination d'un taux d'actualisation pour le plan d'affaires ;
- évaluation de l'action du Groupe ;
- analyse de la sensibilité de la méthode à une variation du taux d'actualisation et du taux de croissance à l'infini.

Méthode des comparables boursiers (méthode retenue à titre principal)

- sélection d'un échantillon de sociétés comparables au Groupe ;
- analyse des principaux agrégats financiers des comparables et retraitement des dettes financières nettes par soucis de comparabilité avec le Groupe ;

- extériorisation des multiples de ces comparables sur la base des derniers cours de bourse ;
- évaluation du Groupe par analogie en fonction des multiples obtenus.

Méthode des transactions comparables (méthode retenue à titre secondaire)

- analyse et choix des transactions intervenues récemment dans le secteur dans lequel opère le Groupe ;
- analyse des principaux agrégats financiers des sociétés cibles des transactions comparables ;
- extériorisation des multiples de ces transactions comparables sur la base des prix payés, après retraitement de la prime de contrôle ;
- retraitement des agrégats du Groupe dans le cadre de l'application de la méthode ;
- évaluation du Groupe par analogie en fonction des multiples obtenus.

Référence au cours de bourse (méthode retenue à titre secondaire)

- analyse de la pertinence du critère du cours de bourse (liquidité du titre) ;
- calcul des différentes moyennes du cours de bourse.

Référence à l'actif net comptable (méthode écartée)

Méthode de l'actif net réévalué (méthode écartée)

Référence aux objectifs de cours des analystes (méthode écartée)

Méthode d'actualisation des dividendes futurs (méthode écartée)

IV Synthèse sur l'appréciation du prix proposé

- mise en regard des différentes méthodes pour vérifier la cohérence des résultats et détermination d'une fourchette de valeur pour les actions du Groupe ;
- appréciation du Prix d'Offre.

V Analyse critique des travaux d'évaluation réalisés par l'Etablissement Présentateur

VI Analyse des éléments connexes à l'Offre

VII Réunions et entretiens avec le comité ad hoc formé par le Conseil d'Administration du Groupe sur l'avancée des travaux de l'expert

VIII Analyse des observations écrites des actionnaires

IX Rédaction du rapport d'expertise indépendante

X Rédaction et obtention d'une lettre d'affirmation du Groupe objet de l'Offre

XI Revue indépendante

XII Présentation des conclusions au comité ad hoc et au Conseil d'Administration du Groupe

2.6.2 - Calendrier de l'étude

Le Conseil d'Administration du Groupe a désigné Crowe HAF, représenté par Olivier Grivillers, en qualité d'experts indépendants, le 24 avril 2025.

Notre mission s'est déroulée du 25 avril 2025 au 13 juin 2025. Les principaux points d'étape ont été les suivants :

- Du 25 avril au 10 mai 2025 : Prise de connaissance et analyse du contexte. Echanges avec le Groupe et début des travaux d'évaluation.
 - o Premier échange avec le comité ad-hoc (kick-off),
 - o Préparation de l'évaluation. Analyse des données historiques et prévisionnelles,
 - o Echanges avec la direction du Groupe sur les états financiers et les données prévisionnelles,
 - o Echanges avec l'Etablissement Présentateur.
- Du 11 mai au 4 juin 2025 : Recherche et analyse de comparables boursiers et transactions comparables, analyse de la liquidité et du cours de bourse, analyse des transactions récentes sur le capital, travaux d'évaluation.
 - o Analyse critique des travaux d'évaluation réalisés par l'Etablissement Présentateur,
 - o Présentation des travaux et échange avec le comité ad hoc.
- Du 5 juin au 13 juin 2025 :
 - o Rédaction du rapport et revue indépendante,
 - o Présentation du rapport au comité ad-hoc et au Conseil d'Administration du Groupe.

2.6.3 - Liste des personnes rencontrées

Nos principaux interlocuteurs ont été les suivants :

ETPO (Groupe objet de l'Offre)

- Mme. Emilie Richaud, Administratrice indépendante et présidente du comité ad-hoc
- M. Frédéric Gastaldo, Administrateur indépendant et membre du comité ad-hoc
- M. Olivier Tardy, Directeur Général et membre du comité ad-hoc
- M. Sébastien Garnier, Secrétaire Général
- Mme. Bénédicte Aubriet, Directeur Administratif et Financier

ODDO BHF (Etablissement Présentateur)

- M. Marc Antao, Managing Director
- M. Laurent Buiatti, Managing Director
- Mme. Joséphine Schneider, Vice President Corporate Finance
- M. David Szalai, Associate
- M. Thierry Keo, Stagiaire

2.6.4 - Informations utilisées

Les informations utilisées dans le cadre de notre mission ont été de plusieurs ordres :

- l'étude sur la conjoncture du bâtiment à horizon 2025 réalisée par Xerfi et publiée en mai 2024, l'étude sur le gros oeuvre en bâtiment réalisée par Xerfi et publiée en juillet 2024 et l'étude sur l'industrie mondiale de la construction réalisée par Xerfi et publiée en février 2024,

- les informations publiques sur le Groupe, notamment sur son site internet (présentation du Groupe et de son activité, communiqués de presse, etc...),
- les rapports financiers annuels du Groupe intégrant les états financiers historiques au 31 décembre 2021, 2022, 2023 et 2024,
- les rapports (rapport sur les comptes consolidés) des commissaires aux comptes au titre des exercices clos au 31 décembre 2021, 2022, 2023 et 2024,
- les reportings excels présentant les contributifs des sociétés intégrées au périmètre de consolidation au 31 décembre 2021, 2022, 2023 et 2024,
- les informations fournies par le Groupe et notamment le plan d'affaires 2025-2028 du Groupe établi par la direction générale du Groupe, ainsi que le plan d'affaires de la précédente OPAS,
- l'information relative au nombre d'actions composant le capital social du Groupe et aux droits de vote au 31 décembre 2024 et à fin mars 2025,
- les informations diffusées par la base de données de l'AMF, notamment la note en réponse établie par le Groupe dans le cadre de la réalisation de la précédente OPAS, intégrant le rapport d'expertise indépendante du cabinet Finexsi,
- les informations de marché diffusées par les bases de données financières S&P Capital IQ et Euronext : cours boursiers historiques du Groupe et des sociétés comparables, consensus de marché relatifs aux données prévisionnelles des sociétés comparables pour la mise en œuvre des méthodes analogiques,
- les informations mises à disposition sur leur site internet par les sociétés intervenant dans le secteur d'activité du Groupe,
- le Projet de Note d'Information relatif à la présente Offre,
- le rapport d'évaluation de ODDO BHF intégrant les éléments d'appréciation du Prix d'Offre établis par l'Etablissement Présentateur.

2.6.5 - Diligences effectuées par la personne en charge de la revue indépendante

La revue indépendante a été réalisée par Maxime Hazim, associé du département Evaluation du cabinet Crowe HAF et membre de l'APEI. Maxime Hazim a 15 ans d'expérience en évaluations d'entreprises et en audit de sociétés cotées et non cotées. Il a participé à plus de 30 expertises indépendantes et dispose ainsi d'une forte compréhension des enjeux d'une revue indépendante. Il est, par ailleurs, l'auteur d'une étude traitant de la pratique de l'expertise indépendante menée sur 300 offres publiques.

Il n'a pas contribué aux travaux d'une autre manière et n'a participé à aucune réunion.

La personne en charge des travaux de revue qualité s'est notamment assurée que les diligences effectuées par l'équipe ont été réalisées conformément aux dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF, de son instruction d'application n°2006-08 relative à l'expertise indépendante, elle-même complétée des recommandations n°2006-15 de l'AMF.

Il a par ailleurs procédé à la revue du présent rapport d'expertise en s'assurant que ce dernier comporte l'ensemble des points repris à l'article 3 de l'instruction n°2006-08 de l'AMF.

3 - Éléments d'appréciation du prix proposé

Nous exposons ci-après, en ayant préalablement présenté les données structurantes, les méthodes d'évaluation écartées et celles qui ont été retenues afin d'apprécier le caractère équitable du prix proposé.

3.1 - Données structurant l'évaluation

3.1.1 - Structure du capital et nombre d'actions

Au 31 décembre 2024, le nombre d'actions total composant le capital du Groupe s'élève à 1.200.000 actions, et correspond à celui extériorisé à la date du Projet de Note d'Information.

Afin d'obtenir le nombre d'actions à retenir pour l'évaluation du Groupe, il convient de retraiter ce nombre de l'auto-détention à la même date (24.045 actions ordinaires).

Enfin, il restait, en date du 31 décembre 2024, 7.663 actions gratuites à attribuer en vertu des termes et conditions du plan AGA 2023 (conditions de présence et de performance), et devant faire l'objet d'une acquisition définitive en date du 17 janvier 2025, avec une période de conservation de 2 ans.

En date du 17 janvier 2025, il a été définitivement acquis 5.380 actions gratuites par une dizaine d'attributaires salariés au titre de la réalisation du plan AGA 2023.

A notre connaissance et à la date du présent rapport, le Groupe n'a pas émis d'instruments ayant vocation à donner accès, directement ou indirectement, au capital du Groupe (bons de souscription d'actions, obligations convertibles, etc...) autres que ceux évoqués ci-dessus.

Ainsi, nous retiendrons pour les besoins de nos travaux d'évaluation, un nombre d'actions de **1.181.335**, tel que présenté dans le tableau ci-dessous :

Groupe ETPO - Nombre d'actions	
	# d'actions
Nombre d'actions composant le capital	1 200 000
- Autodétention	-24 045
+ Plan d'AGA	5 380
Nombre d'actions en circulation	1 181 335

Source : Management

3.1.2 - Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

Nous avons retenu dans le cadre de nos travaux d'évaluation la situation de trésorerie nette du Groupe au 31 décembre 2024, ajustée d'éléments encaissables et décaissables à cette même date. La trésorerie nette ajustée du Groupe repose ainsi sur des données bilanciellées récentes et auditées par les commissaires aux comptes.

Comme indiqué ci-avant en section 1.2.6.2, la trésorerie nette comptable s'élève à 63,6m€, tel que présenté dans le tableau en page suivante.

Groupe ETPO - Trésorerie nette	
En m€	31/12/2024
Emprunts auprès d'établissements de crédit	4,0
+ Dettes de location (IFRS 16)	12,2
+ Autres emprunts et dettes assimilées	0,0
+ Concours bancaires	2,3
= Dettes financières brutes	18,5
- Trésorerie et équivalents de trésorerie	-82,1
= Trésorerie (-) nette comptable	-63,6

Source : Comptes annuels au 31 décembre 2024 de Groupe ETPO

Comme précisé *supra*, nous avons ajusté la trésorerie nette comptable des éléments encaissables et décaissables ou des éléments bilanciels ayant une valeur économique et n'étant pas intégrés dans la valeur d'entreprise calculée selon nos différentes méthodes d'évaluation.

Nous avons ainsi considéré les éléments suivants comme décaissables ou venant augmenter la dette financière du Groupe :

- les intérêts minoritaires pour un montant de 7,0m€, correspondent à la moyenne de leur valeur nette comptable et de leur réévaluation en valeur de marché sur la base des données contributives au titre de l'année 2024 et du multiple d'EBIT de la même année ressortant de l'échantillon retenu dans le cadre de la mise en œuvre de la méthode des comparables boursiers. Nous avons intégré dans notre évaluation la valeur nette comptable des intérêts minoritaires par prudence, dans la mesure où l'année 2024 présente une rentabilité particulièrement élevée en rapport de la rentabilité normative du Groupe ;
- les provisions pour indemnité de départ à la retraite de 1,7m€, correspondant à son montant brut (2,3m€) net des impôts différés actifs associés ;
- les provisions pour risques et charges de 11,0m€, correspond à leur montant brut (12,0m€) net des impôts différés actifs et passifs associés ;
- la distribution de dividende prévue en juin 2025, pour un montant total de 13,4m€, correspondant à un dividende de 11,33 € par action hors prise en compte des actions d'autocontrôle qui ne donnent pas droit à pareil versement ;
- la position nette de compte courant au 31 décembre 2024 pour un montant de 4,1m€.

Nous avons également considéré les éléments suivants comme encaissables ou venant augmenter la trésorerie du Groupe :

- la neutralisation de la dette relative aux obligations locatives (IFRS 16) pour un montant de 12,2m€, en cohérence avec la méthodologie retenue dans le cadre de la mise en œuvre de notre analyse multicritère de la valeur par action du Groupe ;
- les titres mis en équivalence pour un montant de 3,3m€, correspondent à la moyenne de leur valeur nette comptable et de leur réévaluation en valeur de marché sur la base des données sociales au titre de l'année 2024 et du multiple d'EBIT de la même année ressortant de l'échantillon retenu dans le cadre de la mise en œuvre de la méthode des comparables boursiers. Nous avons intégré dans notre évaluation la valeur nette comptable des titres mis en équivalence par prudence, dans la mesure où l'année 2024 présente une rentabilité particulièrement élevée en rapport de la rentabilité normative du Groupe ;
- les actifs destinés à la vente (bien immobilier) pour 0,3m€, correspondant à la valeur vénale du bien immobilier ressortant du compromis de vente signé en date du 25 avril 2025 (0,4m€), nette de l'impôt en vigueur applicable sur la plus-value de cession (0,1m€).

Nous précisons que le fait de retenir pour les intérêts minoritaires et les titres mis en équivalence la moyenne de leur valeur nette comptable et de leur réévaluation en valeur de marché sur la base des agrégats 2024 conduit à un impact net accrétif au niveau de la valeur par action du Groupe ressortant de notre analyse multicritère.

La trésorerie nette ajustée du Groupe s'élève ainsi à 42,3m€ au 31 décembre 2024, tel que présenté dans le tableau en page suivante.

Groupe ETPO - Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres	
En m€	31/12/2024
Trésorerie (-) nette comptable	-63,6
- Neutralisation dette IFRS 16	-12,2
- Titres mis en équivalence	-3,3
- Actifs disponibles à la vente	-0,3
+ Engagements pour indemnités de départ à la retraite (IDR)*	1,7
+ Provisions pour risques et charges*	11,0
+ Distribution de dividende (nette de l'autocontrôle**)	13,4
+ Intérêts minoritaires	7,0
+ Comptes courants nets	4,1
= Dette financière (+) / Trésorerie (-) nette ajustée	-42,3

Source : Comptes annuels au 31 décembre 2024 de Groupe ETPO

* Nets des IDA et IDP associés

** Dans la mesure où les actions d'autocontrôle ne perçoivent pas de dividendes

Nous retiendrons donc pour nos calculs et pour le montant du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres, dans la méthode des flux de trésorerie actualisés, des comparables boursiers et des transactions comparables, un montant correspondant à une situation de trésorerie nette ajustée de **42,3m€**.

3.1.3 - Plan d'affaires

3.1.3.1 - Construction et approbation

Le plan d'affaires du Groupe a été élaboré par la direction générale et financière du Groupe en suivant une approche *bottom-up*, à partir des informations communiquées par les différents directeurs opérationnels, et actualisé à une date proche du présent rapport pour les besoins d'une part du suivi des perspectives de l'activité du Groupe, et d'autre part de la réalisation de l'Offre.

Bien qu'il ait d'une part fait l'objet d'une revue et d'une approbation par le Conseil d'Administration du Groupe, et d'autre part fait l'objet d'une présentation à la direction générale et financière du groupe Spie Batignolles, le Groupe ne formalise pas cette approbation au travers de la rédaction d'un quelconque procès-verbal.

3.1.3.2 - Périmètre du plan d'affaires et horizon

Le plan d'affaires du Groupe est un plan d'affaires consolidé.

Il a été élaboré sur une durée de 4 ans (exercices clos du 31 décembre 2025 au 31 décembre 2028) et tient compte du périmètre actuel du Groupe. A ce titre, il n'intègre pas d'opérations de croissance externe, par ailleurs non identifiées à ce jour.

Il résulte notamment d'hypothèses relatives :

- à l'évolution du chiffre d'affaires qui repose sur celle du carnet de commande et sur la prise en compte des cycles propres du BTP ;
- au niveau du taux de marge opérationnelle (ratio résultat opérationnel / chiffre d'affaires) tenant compte notamment de l'évolution du mix d'activité, des taux de marges relatifs aux différentes typologies de chantiers, et de l'évolution et de la capacité d'absorption des frais généraux.

Nous précisons que le plan d'affaires du Groupe n'inclut pas de prévisions au titre des investissements, des amortissements et de la variation du besoin en fonds de roulement.

Les prévisions opérationnelles à périmètre constant ont été établies sur la base d'une approche *bottom-up*, en définissant la trajectoire de l'évolution du chiffre d'affaires et des niveaux de marge sur les différentes activités du Groupe.

Par ailleurs, elles incluent les effets de la mise en place graduelle de *management fees* par le groupe Spie Batignolles.

Enfin, nous comprenons du Management que les effets liés au rapprochement entre l'Initiateur et le Groupe ne sont pas de nature à avoir un impact significatif sur les prévisions opérationnelles, pour les raisons présentées en section 3.4.

Le plan d'affaires utilisé correspond aux dernières prévisions opérationnelles établies par le Management. Nous précisons en outre qu'il a été élaboré après prise en compte de l'impact de la norme IFRS 16.

Conformément à la définition de notre mission, les prévisions présentées dans le plan d'affaires n'ont fait l'objet d'aucune validation ni de vérification indépendante de notre part. Nous nous sommes néanmoins assurés de la cohérence globale de ces données prévisionnelles au regard notamment des performances financières historiques du Groupe, mais également des perspectives d'évolution attendues par le Management.

3.1.3.1 - Tests de dépréciation (*impairment tests*)

La norme IAS 36 vise à garantir que les actifs d'une entité ne sont pas comptabilisés pour une valeur qui excède leur valeur recouvrable. Elle fournit des indications sur le moment où il faut déterminer qu'un actif s'est déprécié, la façon de déterminer sa valeur recouvrable, et le moment de comptabilisation une perte de valeur, ainsi que sur la reprise d'une perte de valeur.

En vertu de cette norme, l'entreprise doit réaliser obligatoirement un test de dépréciation à la clôture de chaque exercice, lorsqu'il existe un indice de perte de valeur de l'immobilisation.

Au cas d'espèce, nous comprenons du Management que les prévisions opérationnelles des entités Somatras et Ismer, qui composent la majorité du goodwill du Groupe, ne sont pas de nature à remettre en cause la valeur du goodwill comptabilisé par la Groupe au 31 décembre 2024. A ce titre, ce dernier n'a pas mis en œuvre de tests de dépréciation à cette date.

3.1.3.2 - Présentation des principales différences avec le plan d'affaires en vigueur lors de l'OPAS précédente

Dans le cadre de la réalisation de nos travaux, nous avons effectué une revue du plan d'affaires en vigueur lors de la réalisation de l'OPAS intervenue entre mars et avril 2024 (ci-après le « Plan d'Affaires OPAS »), afin notamment de rationaliser les principaux écarts existants avec le plan d'affaires retenu dans le cadre de la mise en œuvre de nos travaux d'évaluation.

Les divergences existant entre le Plan d'Affaires OPAS et celui retenu dans le cadre de la mise en œuvre de nos travaux sont les suivants :

- Un chiffre d'affaires 2024, après prise en compte des effets de la cession des entités canadiennes, en baisse de 2,3% par rapport à celui présenté lors de l'OPAS, créant des effets de base sur les chiffres d'affaires prospectifs du plan d'affaires retenu dans le cadre de nos travaux. Il convient néanmoins de noter que le taux de croissance annuel moyen (TCAM) du chiffre d'affaires Groupe (2,3%) est légèrement supérieur à celui présenté lors de l'OPAS (1,7%), hors prise en compte de l'année 2024 ;
- Un taux de marge de ROC en baisse d'environ 200 points de base par rapport à celui présenté lors de l'OPAS, dans un contexte de mise en œuvre progressive de *management fees* par le groupe Spie Batignolles et d'absence de rationalisation des frais généraux sur l'horizon du plan d'affaires, étant précisé que le taux de marge de ROC de l'année 2025 est cohérent avec celui présenté lors de l'OPAS.

3.2 - Méthodes d'évaluation écartées

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes suivantes :

- Référence à l'actif net comptable (ANC),
- Méthode de l'actif net réévalué (ANR),
- Référence aux objectifs de cours des analystes,
- Méthode d'actualisation des dividendes futurs.

3.2.1 - Référence à l'actif net comptable (ANC)

Cette méthode ne reflète pas la capacité bénéficiaire actuelle et future du Groupe. Elle reflète en effet uniquement la valeur historique des actifs et passifs du Groupe.

L'actif net comptable n'est pas un critère pertinent dans une optique de continuité d'exploitation. Il n'aurait de sens que dans une optique d'arrêt de l'exploitation et de liquidation qui n'est pas envisagée à ce stade.

La référence à l'Actif Net Comptable a de ce fait été exclue de notre analyse.

3.2.2 - Méthode de l'actif net réévalué (ANR)

La méthode de l'Actif Net Réévalué est principalement utilisée dans le cadre de l'évaluation de sociétés holdings ou de sociétés détenant de nombreux actifs, notamment immobiliers.

Elle consiste à réévaluer l'ensemble des actifs et passifs d'une société en valeur de marché, puis à déduire les capitaux propres réévalués en retranchant de l'actif réévalué l'ensemble des passifs financiers de la société.

La méthode de l'Actif Net Réévalué a de ce fait été exclue de notre analyse.

3.2.3 - Référence aux objectifs de cours des analystes

La référence aux objectifs de cours des analystes consiste à extérioriser la valeur d'une société au travers des objectifs de cours, ces derniers étant mis en avant dans des notes de recherche réalisées par les analystes suivant la valeur des sociétés.

Au cas d'espèce, le Groupe ne fait l'objet d'un suivi régulier par aucun analyste financier. De ce fait, la référence aux objectifs de cours des analystes a été exclue de notre analyse.

3.2.4 - Méthode d'actualisation des dividendes futurs

Cette méthode consiste à évaluer la société à partir de la valeur actuelle de ses dividendes futurs. Elle ne peut être retenue que pour les sociétés qui bénéficient d'une capacité de distribution significative avec des taux de distribution réguliers et prévisibles.

La mise en œuvre de la méthode d'actualisation des dividendes futurs est redondante avec la mise en œuvre de la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie.

Par ailleurs, nous comprenons du Management et de l'Initiateur qu'il n'a pas été défini de politique de distribution récurrente et prévisible pour les années futures.

La méthode d'actualisation des dividendes futurs a donc été exclue de notre analyse.

3.3 - Méthodes d'évaluation retenues

Nous avons retenu, à titre principal, les méthodes et références d'évaluation suivantes :

- Référence aux transactions récentes intervenues sur le capital du Groupe (à titre principal),
- Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie (à titre principal),
- Méthode des comparables boursiers (à titre principal),
- Référence au cours de bourse (à titre secondaire),
- Méthode des transactions comparables (à titre secondaire).

3.3.1 - Référence aux transactions récentes intervenues sur le capital du Groupe

Cette approche consiste à analyser la valorisation de la société extériorisée lors des principales transactions récentes intervenues sur son capital.

Au cas d'espèce, les transactions récentes intervenues sur le capital du Groupe auxquelles il sera fait référence dans cette partie correspondent à :

- l'Acquisition du Bloc en janvier 2024 auprès de Embregour et de 9 membres de la famille Tardy, représentant au total 754.537 actions, soit 62,88% du capital et des droits de vote théoriques de la Société ;
- l'acquisition de titres résultant de la réalisation de l'OPAS, représentant 358.973 actions, soit 29,91% du capital et des droits de vote théoriques de la Société ;
- l'acquisition de titres sur et hors marché entre le 13 juin 2024 et le 10 février 2025, représentant 36.984 actions, soit 3,08% du capital et des droits de vote théoriques de la Société.

Les différentes transactions récentes intervenues sur le capital du Groupe ont permis à l'Initiateur, après prise en compte des 18.665 actions autodétenues par le Groupe, de détenir 1.169.159 actions de la Société, représentant 97,43% de son capital et de ses droits de vote théoriques à la date du Projet de Note d'Information.

3.3.1.1 - Référence à l'Acquisition du Bloc

En date du 22 janvier 2024, la société Embregour a apporté à l'Initiateur 654.500 actions au capital de la Société, et 9 membres de la famille Tardy ont apporté 100.037 actions au capital de la Société, pour un total de 754.537 actions soit 62,88% de son capital et de ses droits de vote théoriques, sur la base d'un prix par action ordinaire de 61,00€.

Il ressort des conclusions du rapport du cabinet Finexsi, expert indépendant retenu dans le cadre de la réalisation de l'OPAS, qu'il n'existe pas aux termes des accords conclus entre les parties ayant abouti à l'Acquisition du Bloc par l'Initiateur d'éléments assimilables à de potentiels compléments de prix.

Le Prix d'Offre coupon attaché de 82,33€ induit une prime de **35,0%** sur le prix retenu dans le cadre de l'Acquisition du Bloc réalisée en 2024.

Afin de comparer le prix retenu dans le cadre de l'Acquisition du Bloc réalisée en 2024 au Prix d'Offre coupon détaché de 71,00€, il convient de soustraire au prix de 61,00€ le dividende qui devrait être versé en juin 2025, d'un montant de 11,33€ (soit 49,67€ *in fine*).

Le Prix d'Offre coupon détaché de 71,00€ induit une prime de **42,9%** sur le prix retenu dans le cadre de l'Acquisition du Bloc réalisée en 2024, ajusté du dividende qui devrait être versé en juin 2025.

3.3.1.2 - Référence à la réalisation de l'OPAS

Pour faire suite à l'acquisition de Bloc par l'Initiateur, l'Etablissement Présentateur a déposé auprès de l'AMF un projet d'OPAS sur les actions ordinaires du Groupe, ainsi que la note d'information afférente à cette OPAS, pour un Prix d'Offre de 61,00€ par action, en date du 26 février 2024.

L'OPAS, déclarée conforme par l'AMF, a été ouverte en date du 21 mars 2024 et s'est clôturée en date du 4 avril 2024. Durant cette période, l'Initiateur a acquis 358.973 actions, soit 29,91% du capital et des droits de vote théoriques de la Société.

A l'issue de la réalisation de l'OPAS, l'Initiateur détenait directement 1.113.510 soit 92,79% du capital du Groupe et de ses droits de vote théoriques, l'opération susmentionnée ayant été effectuées sur la base du Prix d'Offre de 61,00€.

Le Prix d'Offre coupon attaché de 82,33€ induit une prime de **35,0%** sur le prix retenu dans le cadre de la réalisation de l'OPAS.

Afin de comparer le prix retenu dans le cadre de la réalisation de l'OPAS au Prix d'Offre coupon détaché de 71,00€, il convient de procéder au même retraitement qu'en section 3.3.1.1.

Le Prix d'Offre coupon détaché de 71,00€ induit une prime de **42,9%** sur le prix retenu dans le cadre de la réalisation de l'OPAS, ajusté du dividende qui devrait être versé en juin 2025.

3.3.1.3 - Référence aux transactions intervenues sur et hors marché entre juin 2024 et février 2025

Entre le 13 juin 2024 et le 10 février 2025, l'Initiateur a procédé à l'acquisition de 36.984 actions ordinaires du Groupe, sur et hors marché.

Le détail des différentes transactions intervenues sur la période est récapitulé dans le tableau présenté ci-dessous :

Analyse des acquisitions d'actions du Groupe		
Date d'acquisition	Nombre d'actions acquises	Prix moyen d'acquisition
13/06/2024	375	61,00 €
18/06/2024	525	61,00 €
20/06/2024	30 437	61,00 €
03/07/2024	1 081	61,00 €
08/07/2024	84	61,00 €
12/07/2024	100	61,00 €
26/07/2024	137	61,00 €
31/07/2024	1	61,00 €
03/10/2024	1 577	61,00 €
04/10/2024	23	61,00 €
07/10/2024	31	61,00 €
10/10/2024	50	61,00 €
29/10/2024	1	61,00 €
06/11/2024	189	61,00 €
07/11/2024	20	61,00 €
08/11/2024	12	61,00 €
22/11/2024	52	61,00 €
25/11/2024	8	61,00 €
30/12/2024	1	61,00 €
05/02/2025	1 290	61,00 €
06/02/2025	480	61,00 €
10/02/2025	510	61,00 €
Moyenne pondérée		61,00 €
Prix d'Offre coupon attaché		82,33 €
Prime extériorisée		35,0%

Source : Projet de Note d'information, AMF

Sur la période, l'Initiateur a acquis les actions ordinaires du Groupe pour un prix moyen pondéré par les volumes de 61,00€ ; toutes les transactions ayant eu lieu au même prix.

A l'issue de la réalisation de ces différentes acquisitions d'actions ordinaires sur et hors marché entre le 13 juin 2024 et le 10 février 2025, l'Initiateur détenait 95,87% du capital du Groupe et de ses droits de vote théoriques.

Le Prix d'Offre coupon attaché de 82,33€ induit une prime de **35,0%** sur le prix moyen pondéré par les volumes d'acquisition d'actions de la Société par l'Initiateur entre le 13 juin 2024 et le 10 février 2025, sur et hors marché.

Afin de comparer le prix moyen pondéré par les volumes d'acquisition d'actions de la Société par l'Initiateur entre le 13 juin 2024 et le 10 février 2025, sur et hors marché, au Prix d'Offre coupon détaché de 71,00€, il convient de procéder au même retraitement qu'en section 3.3.1.1.

Le Prix d'Offre coupon détaché de 71,00€ induit une prime de **42,9%** sur le prix moyen pondéré par les volumes d'acquisition d'actions de la Société par l'Initiateur entre le 13 juin 2024 et le 10 février 2025, ajusté du dividende qui devrait être versé en juin 2025.

3.3.1.4 - Conclusion

Les transactions récentes intervenues sur le capital du Groupe, soit l'Acquisition du Bloc représentant 754.537 actions et 62,88% du capital du Groupe, la réalisation de l'OPAS représentant 358.973 actions et 29,91% du capital du Groupe, et les acquisitions de titres sur et hors marché entre juin 2024 et février 2025 représentant 36.984 actions et 3,08% du capital du Groupe, correspondent à un ensemble d'opérations qui ont permis à terme à l'Initiateur d'une part de prendre le contrôle du Groupe et d'autre part de réunir aujourd'hui les conditions nécessaires au dépôt d'une Offre Publique de Retrait.

A ce titre, les prix extériorisés dans le cadre des transactions récentes intervenues sur le capital du Groupe constituent une référence importante afin d'apprécier le Prix d'Offre.

Le Prix d'Offre coupon attaché de 82,33€ induit une prime de **35,0%** sur les transactions récentes intervenues sur le capital du Groupe.

Le Prix d'Offre coupon détaché de 71,00€ induit une prime de **42,9%** sur les transactions récentes intervenues sur le capital du Groupe, ajustées du dividende qui devrait être versé en juin 2025.

3.3.2 - Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie

3.3.2.1 - Définition de la méthode

Selon cette méthode, la valeur des fonds propres d'une société correspond à la somme de ses flux futurs de trésorerie disponibles, avant incidence du mode de financement, actualisés au coût moyen pondéré des capitaux engagés, minorée de l'endettement financier net (ou majorée de la trésorerie nette à la date de l'évaluation) et ceci en retenant une valeur terminale. Le calcul de la valeur terminale repose sur l'actualisation d'un flux futur dit « normatif » à un horizon infini.

Les flux futurs de trésorerie ont été déterminés jusqu'en décembre 2028 d'après le plan d'affaires construit par la direction générale et financière du Groupe, sur la base des informations communiquées par les différents directeurs opérationnels.

3.3.2.2 - Analyse du plan d'affaires

Chiffre d'affaires

Le plan d'affaires du Groupe présente une croissance erratique du chiffre d'affaires, variant d'environ -10% à environ 10% sur l'horizon explicite, pour un TCAM de 2,3%, très inférieur à celui du Groupe entre 2021 et 2024, après retraitement de la contribution du pôle Immobilier (ce dernier s'établissant à environ 11%).

Cependant, nous précisons que la croissance historique intègre différents éléments qui ne permettent pas d'opérer la comparaison avec la croissance prévisionnelle du plan d'affaires, tel que présenté en section 1.2.6.1 :

- le redressement du niveau d'activité anormalement faible de l'activité Bâtiment à partir de 2022 ;
- la libération progressive des fonds FEDER à la Réunion à partir de l'année 2022, et dont l'arrêt progressif à partir de 2024 devrait continuer sur l'horizon du plan d'affaires (jusqu'en 2026) ;
- la contribution des sociétés qui ont fait l'objet d'une cession entre 2021 et 2024, et qui ne sont par essence pas intégrées sur l'horizon du plan d'affaires ;
- l'effet année pleine lié aux acquisitions réalisées en cours d'année entre 2021 et 2024.

Le Groupe ne faisant pas le suivi de sa croissance organique à périmètre constant, nous avons analysé, à partir des reportings présentant les contributifs des sociétés intégrées au périmètre de consolidation, la croissance historique retraitée de l'ensemble des éléments présentés ci-dessous.

Il ressort de nos analyses que le TCAM retraité historique entre 2021 et 2024 s'inscrit en cohérence avec le TCAM sur l'horizon du plan d'affaires, hors prise en compte de la décroissance de l'année 2026 qui intègre le retour à un niveau d'activité plus en ligne des activités TMF (standardisation de l'activité en Afrique, non retraitée sur l'analyse de l'historique car impactant l'ensemble des années entre 2021 et 2024) et DOM-International (arrêt du dispositif des fonds FEDER).

La croissance anticipée sur l'horizon explicite du plan d'affaires provient de la conjonction de plusieurs éléments, présentés ci-dessous :

- l'activité Bâtiment, qui est attendue stable entre 2024 et 2025 dans un contexte d'élections municipales, peu propice au renouvellement de contrats publics, ainsi que de crise pour le secteur de la promotion immobilière, devrait profiter à partir de 2026 notamment du retour lié aux actions de réorganisation managériale entamées en 2024, ainsi que de l'évolution du mix d'activité avec la pénétration du marché de la

renovation/réhabilitation. L'activité Bâtiment est globalement attendue en croissance sur l'horizon explicite du plan d'affaires, passant d'environ 80m€ à environ 100m€ ;

- l'activité Travaux Publics⁷, qui est attendue en croissance entre 2024 et 2025 en raison des effets positifs liés à son carnet de commandes, ainsi que du positionnement du Groupe sur des opérations complexes à forte valeur ajoutée, devrait dans un premier temps décroître en 2026 en raison de la normalisation de l'activité en Afrique, dans un contexte de rationalisation du volume de chantiers sur la zone en rapport des capacités de production et de gestion/suivi, avant de reprendre une dynamique similaire à celle existant entre 2024 et 2025 dans un contexte de complexification des typologies de chantiers couvertes par l'activité, propice au Groupe en raison de son important savoir-faire. L'activité Travaux Publics est globalement attendue en croissance sur l'horizon explicite du plan d'affaires, passant d'environ 85m€ à environ 90m€ ;
- l'activité DOM-International, qui est attendue en croissance entre 2024 et 2025⁸ en raison des effets positifs liés à son carnet de commandes, ainsi que de l'anticipation d'une reprise de l'activité aux Antilles, devrait dans un premier temps décroître en 2026 en raison de l'essoufflement du dispositif des fonds FEDER à la Réunion, avant de connaître une croissance plus modérée qu'entre 2024 et 2025 dans un contexte de poursuite du dynamisme aux Antilles, matérialisé par la réalisation de chantiers à plus forte volumétrie que sur la période historique. L'activité DOM-International est globalement attendue en croissance sur l'horizon explicite du plan d'affaires, passant d'environ 70m€ à environ 65m€.

Marge de ROC

Le taux de marge de ROC est en diminution sur l'horizon du plan d'affaires, et est attendu aux alentours de 1,5% à la fin de l'horizon explicite du plan d'affaires, soit un niveau inférieur au niveau moyen de taux de marge de ROC du Groupe entre 2021 et 2024, après retraitement de la contribution du pôle Immobilier (ce dernier s'établissant à environ 3,0%).

L'évolution du taux de marge de ROC sur l'horizon explicite du plan d'affaires provient de la conjonction de plusieurs éléments, présentés ci-dessous :

- l'activité Bâtiment, dont la marge de ROC est historiquement négative, devrait profiter des effets conjugués de la mise en place d'un processus plus approfondi de sélection des projets, de l'arrêt progressif des chantiers à prix ferme non révisable, de l'évolution de son mix d'activité vers des segments à plus forte marge, ainsi que de la rationalisation de son niveau de charges fixes permise par l'évolution de son activité. La rentabilité de l'activité Bâtiment est ainsi attendue en augmentation d'environ 400 points de base sur l'horizon explicite du plan d'affaires ;
- l'activité Travaux Publics, qui constitue historiquement l'activité la plus contributrice à la marge de ROC du Groupe, devrait notamment subir les effets de la normalisation de l'activité en Afrique, engendrant une forte attrition de la marge de ROC en raison de l'évolution du mix d'activité (les projets en Afrique étant historiquement particulièrement rentables), mais également de l'existence sur l'historique de bonis liés au débouclage de chantiers (marge résiduelle de 100%). La rentabilité de l'activité Travaux Publics est ainsi attendue en diminution de plus de 500 points de base sur l'horizon explicite du plan d'affaires ;

Nous précisons que le taux de marge de l'activité OA-GC est attendu stable sur l'horizon du plan d'affaires malgré l'existence d'une forte pression exercée par les donneurs d'ordre sur l'activité, ces derniers étant principalement de grands groupes intégrés (à l'instar des Majors) qui grèvent le *pricing* de leurs sous-traitants afin d'optimiser leurs

⁷ Qui regroupe TMF, OA-GC et Travaux Spéciaux.

⁸ En tenant compte d'un chiffre d'affaires 2024 proforma de la cession des entités canadiennes.

marges chantiers. Cette pression devrait être contrebalancée par la meilleure qualification des chantiers réalisés.

- l'activité DOM-International, dont la marge de ROC est historiquement stable, devrait subir les effets de l'essoufflement du dispositif des fonds FEDER à la Réunion, engendrant une attrition de la marge de ROC en raison de l'évolution du mix d'activité, ainsi que la dégradation de l'environnement économique aux Antilles, mais profiter des effets d'actions de rationalisation de la structure de charges et de la meilleure qualification des chantiers réalisés. La rentabilité de l'activité DOM-International est ainsi attendue stable sur l'horizon explicite du plan d'affaires.

Nous précisons que l'activité DOM-International devrait également subir une attrition de son taux de marge de ROC en rapport de ses taux historiques en raison de la cession des entités canadiennes intervenues sur l'année 2024, ces dernières présentant des taux de marge de ROC supérieurs à l'activité DOM-International sur la période historique, après retraitement de la rentabilité exceptionnelle de l'activité due à la mise en place des dispositifs FEDER à la Réunion.

- la mise en œuvre progressive de *management fees* par le groupe Spie Batignolles, couvrant notamment des prestations telles que l'accompagnement dans la déclinaison de la stratégie opérationnelle, le support juridique, la remise aux normes du Groupe de l'ensemble des contrats cadre et l'accompagnement dans la mise en place de nouveaux contrats, la structuration de financements et d'assurances, ou encore la mise en conformité des appels d'offres et de la comptabilité, à hauteur de 1,0% du chiffre d'affaires en 2025, puis 2,0% du chiffre d'affaires à partir de 2026.

Dans la mesure où l'horizon explicite du plan d'affaires ne tient pas compte de l'effet attendu de la rationalisation des frais généraux en raison de la mise en œuvre progressive de *management fees* par le groupe Spie Batignolles, nous avons retenu dans le cadre de la mise en œuvre de nos travaux d'évaluation, et après discussions avec le Management, une rationalisation de l'ordre de 50 points de base des frais généraux entre 2026 et 2028.

En outre, nous comprenons de nos discussions avec le Management qu'il peut être attendu une rationalisation de l'ordre de 100 points de base des frais généraux sur le long-terme, que nous avons retenu dans le cadre de la détermination du flux normatif du Groupe.

Nous nous sommes assurés auprès du Management que le taux de ROC normatif ressortant de la prise en compte d'une telle hypothèse était au moins équivalent à celui qui aurait pu être attendu par le Groupe en *standalone* (hors effets de l'intégration dans le groupe Spie Batignolles).

Nous avons également challengé ce taux de marge de ROC normatif au regard du niveau moyen de marge de ROC du Groupe sur la période historique. Nous comprenons que le Management anticipe une baisse du taux de marge de ROC en rapport de l'historique dans un contexte de dégradation des *drivers* de l'environnement sectoriel sur le long-terme, d'évolution des contraintes réglementaires et environnementales sur les chantiers, d'augmentation des moyens mis en œuvre et de complexification des techniques, ainsi que d'intensification de la pression concurrentielle dans un contexte de recherche d'économies d'échelle.

Impôt retenu

Bien que le Groupe opère dans plusieurs zones géographiques, et dans la mesure où il décline très majoritairement ses activités en France, nous avons retenu, après discussion avec le Management, un taux d'imposition sur les sociétés correspondant à celui en vigueur en France, augmenté de la contribution additionnelle sur les bénéfices⁹, soit un taux compris *in fine* entre 25,0% et 25,4%, sur l'horizon du plan d'affaires.

⁹ La Contribution Sociale additionnelle sur les bénéfices est un impôt supplémentaire à hauteur de 3,3% s'appliquant aux sociétés dont le montant d'impôt dépasse 763k€.

Reports déficitaires

Au 31 décembre 2024, le stock de déficits fiscaux reportables existant aux bornes du Groupe s'élève à 24,4m€. Ce stock de déficits est principalement concentré au niveau de la société Groupe ETPO (environ 20m€), qui constitue la holding tête de groupe, et de la société Comabat (4m€).

Pour faire suite à l'intégration du Groupe au sein du groupe Spie Batignolles, l'intégration fiscale existant au niveau du Groupe va faire l'objet d'une révocation, au profit de l'inclusion du Groupe dans le périmètre d'intégration fiscale du groupe Spie Batignolles à partir de 2025.

A ce titre, le stock de déficits fiscaux existant au niveau de la Société ne pourra plus faire l'objet d'une imputation sur les résultats d'ensemble du périmètre d'intégration, mais uniquement sur les résultats en propre de la Société (en effet, et en application des règles fiscales de droit commun, ces déficits ne devraient pas non plus faire l'objet d'un transfert au périmètre d'intégration fiscale du groupe Spie Batignolles).

Dans la mesure où la Société est une société holding, elle constitue un centre de coûts dont le résultat avant impôt est déficitaire, ce que ne lui permettra pas d'imputer son stock de déficits fiscaux. Ainsi, nous avons retenu un montant d'économies d'impôts liées au stock de déficits fiscaux existant au niveau de la Société nul.

Nous avons uniquement retenu un montant d'économies d'impôts de 1,0m€, correspondant au montant du stock de déficits fiscaux de la société Comabat (4,0m€) et au taux d'impôt sur les sociétés en vigueur en France (25,0%).

Plan d'investissements

Le niveau moyen de dotations aux amortissements sur les 4 dernières années, intégrant les effets de la norme IFRS 16, s'élève à 4,7% du chiffre d'affaires. L'analyse du niveau d'investissement du Groupe sur la même période, hors prise en compte des effets liés à la variation du périmètre d'activité du Groupe (acquisition et cession de filiales), extériorise un montant cohérent en pourcentage du chiffre d'affaires

A ce titre, et dans la mesure où le plan d'affaires du Groupe ne présente ni d'hypothèses relatives au plan d'investissement ni d'hypothèses relatives à l'évolution des dotations aux amortissements, nous avons retenu l'hypothèse d'un niveau d'investissement et de dotations aux amortissements représentant sur son horizon explicite un niveau de -4,7% du chiffre d'affaires dans le cadre de la mise en œuvre de la méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie.

Cette hypothèse est volontariste au regard de la croissance observée sur l'horizon explicite du plan d'affaires.

Besoin en fonds de roulement

L'analyse historique du BFR a été développée en section 1.2.6.2 de notre rapport.

Ce dernier est relativement stable, passant de -13 jours de CA (-3,5%) en 2022 à -21 jours de CA (-5,6%) en 2024. L'évolution du BFR sur la période s'explique notamment par la cession des entités canadiennes qui étaient fortement consommatrices en BFR. De plus, nous comprenons du Management que le BFR extériorisé sur les dernières années ne présente pas un caractère normatif, dans la mesure où il intègre des montants importants d'avances liés à certains chantiers de travaux et à la mise en place de dispositifs spécifiques tels que les fonds FEDER à la Réunion.

Nous comprenons également du Management que le BFR normatif lié à l'activité du Groupe devrait se situer à mi-chemin entre un niveau nul et un niveau de -5,0% du chiffre d'affaires.

A ce titre, et dans la mesure où le plan d'affaires du Groupe ne présente pas d'hypothèses relatives à l'évolution du BFR, nous avons retenu l'hypothèse d'un BFR représentant sur son

horizon explicite un niveau intermédiaire de -2,5% du chiffre d'affaires dans le cadre de la mise en œuvre de la méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie.

Conclusion

Compte tenu de la performance historique observée, du réalisé à date, et des effets liés à la normalisation du volume d'activité de certaines activités (standardisation de l'activité en Afrique pour l'activité Travaux Publics et arrêt du dispositif des fonds FEDER pour l'activité Travaux Publics), les hypothèses du plan d'affaires semblent à la fois cohérentes et raisonnables en termes d'évolution du chiffre d'affaires, bien que légèrement optimistes sur l'activité Bâtiment aux vues de l'évolution de son chiffre d'affaires sur l'historique (nous précisons néanmoins que le Management a défini l'orientation stratégique de l'activité pour les prochaines années en cohérence avec les moyens mis en œuvre).

Hors prise en compte de la mise en œuvre progressive de *management fees* par le groupe Spie Batignolles, le taux de marge de ROC sur l'horizon du plan d'affaires semble optimiste au regard de la performance moyenne sur l'historique, de l'évolution du mix d'activité (dans la mesure où l'activité en Afrique le dispositif des fonds FEDER contribuaient significativement à la marge de ROC sur l'historique, avec des profils de rentabilité bien au-dessus du niveau de rentabilité du Groupe dans son ensemble), et des anticipations du Management au niveau du taux de marge de ROC normatif.

Néanmoins, et en raison de la mise en œuvre progressive de *management fees* par le groupe Spie Batignolles sans prise en compte des effets de la rationalisation induite des frais généraux sur le long-terme, le taux de marge de ROC semble dégradé en rapport de la performance que le Groupe aurait pu atteindre en *standalone* à partir de 2026.

A ce titre, nous rappelons que nous avons retenu dans nos travaux une rationalisation des frais généraux à hauteur de 50 points de base à partir de 2026, et de 100 points de base en normatif, et nous sommes assurés auprès du Management que le taux de ROC normatif ressortant de la prise en compte d'une telle hypothèse était au moins équivalent à celui qui aurait pu être attendu par le Groupe en *standalone*.

3.3.2.3 - Détermination des flux de trésorerie nets disponibles

A partir des éléments fournis dans le plan d'affaires du Groupe sur la période 2025 - 2028, nous avons calculé les flux de trésorerie disponibles de la manière suivante :

Groupe ETPO - Détermination des flux de trésorerie nets disponibles	
EBIT non retraité	
- Impôt normatif théorique	Sur résultat opérationnel (sur EBIT, à dette nulle)
= NOPAT	Net Operating Profit After Tax
+ Amortissements	intégrant les amortissements liés à IFRS 16
- Investissements	intégrant les investissements liés à IFRS 16
- Variations du BFR	
= Flux de trésorerie disponible	ou Free Cash-Flows (FCF)

Nous précisons que la prise en compte d'un EBIT non retraité de la norme IFRS 16 dans le cadre de la mise en œuvre de la méthode a un léger effet accrétif sur la valeur par action du Groupe ressortant de notre analyse.

Les flux de trésorerie nets disponibles ont été actualisés à une date proche de l'émission de notre rapport.

3.3.2.4 - Détermination du taux d'actualisation

Dans la mesure où le *gearing* du Groupe retenu dans le cadre de la mise en œuvre de la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie est nul (voir *infra*), le coût moyen pondéré du capital (CMPC) correspond au coût des fonds propres.

Le coût des fonds propres utilisé pour actualiser les flux de trésorerie disponibles est présenté dans le tableau ci-dessous :

Calcul du coût des fonds propres		Groupe ETPO
Taux sans risque	(1)	3,3%
Prime de risque du marché	(2)	5,4%
Beta désendetté	(3)	0,95
Gearing	(4)	0%
Beta endetté	(5)	0,95
Prime de taille	(6)	4,5%
Coût des fonds propres	(7)	12,9%

(1) OAT 10 ans - Moyenne 3 mois au 30/05/2025

(2) Fairness Finance - Moyenne 3 mois au 30/05/2025

(3) Médiane 2 ans des comparables boursiers

(4) Gearing de la Société - $g=D/E$

(5) Formule d'Hamada

(6) Ibbotson 2024 - Dernier décile

(7) Formule du modèle MEDAF

Le taux d'actualisation résultant de notre approche s'élève à 12,9%, sur la base des hypothèses suivantes :

- un taux sans risque de 3,3% correspondant à la moyenne 3 mois au 30 mai 2025 du taux de rendement des OAT françaises d'échéance 10 ans ;
- une prime de risque du marché actions France de 5,4% correspondant à la moyenne 3 mois calculée par Fairness Finance en mai 2025 ;
- un *gearing* nul, compte tenu de la position de trésorerie nette du Groupe ainsi que de la majorité de ses comparables boursiers (dette financière modérée dans le cas contraire) ;
- le coefficient bêta est une mesure de la relation existante entre le cours d'une action et les fluctuations du marché. Il s'obtient en régressant la rentabilité de ce titre sur la rentabilité de l'ensemble du marché. Le bêta désendetté de 0,95 retenu correspond aux bêtas médians 2 ans des sociétés cotées comparables au Groupe, qui affichent toutes un coefficient de détermination R^2 supérieur à 15% ;
- une prime de taille de 4,5%, correspondant au dernier décile ressortant de l'étude internationale de Roger Ibbotson publiée par Duff & Phelps en décembre 2024, qui fait référence en la matière. La prime de taille correspond à l'écart observé entre la prime de risque calculée sur le marché action (qui est calculée sur la moyenne des capitalisations boursières) et celle observée sur des capitalisations boursières plus petites.

3.3.2.5 - Calcul de la valeur terminale

La valeur terminale a été calculée à l'horizon du plan d'affaires (2028) à partir de la détermination d'un cash-flow disponible normatif, et de l'application de la formule dite de Gordon-Shapiro, sur la base des hypothèses suivantes :

- un taux de croissance à l'infini estimé à 1,9%, cohérent avec le taux de croissance anticipé de l'économie française sur le long terme ;
- un niveau de marge d'EBIT d'environ 2,5% du chiffre d'affaires correspondant à celui de la dernière année de l'horizon explicite du plan d'affaires (2028), après prise en compte du plein effet de la rationalisation des *management fees* liés à l'intégration du Groupe au sein du groupe Spie Batignolles ;
- un taux d'impôt normatif de 25,4%, correspondant au taux d'impôt sur les sociétés observé sur la dernière année de l'horizon explicite du plan d'affaires (2028), augmenté des effets de la contribution additionnelle des entreprises ;

- un niveau des amortissements correspondant à celui de la dernière année de l'horizon explicite du plan d'affaires (2028), soit 4,7% du chiffre d'affaires ;
- un niveau des investissements égal à celui des amortissements à l'infini ;
- un besoin en fonds de roulement de -2,5% du chiffre d'affaires (-9 jours de chiffre d'affaires), correspondant à celui retenu sur la dernière année de l'horizon explicite du plan d'affaires (2028).

3.3.2.6 - Résultats chiffrés et analyse de sensibilité

La valeur d'entreprise du Groupe ressortant de la mise en œuvre de la méthode des flux futurs de trésorerie actualisés est de **38,0m€**.

Après prise en compte de la trésorerie nette ajustée et des économies d'impôts liées aux déficits fiscaux reportables du Groupe, il ressort une valeur des fonds propres de **81,3m€**.

En retenant le nombre d'actions ordinaires ajustées du Groupe, soit 1.181.335, il ressort de la mise en œuvre de la méthode des flux futurs de trésorerie actualisés un prix par action ordinaire du Groupe de **68,80€**, tel que présenté dans le tableau ci-dessous :

Valeur des titres par la méthode du DCF	
En m€	
Flux de trésorerie actualisés cumulés	6,3
Valeur terminale actualisée	31,7
Valeur d'entreprise	38,0
Trésorerie nette ajustée	42,3
Economie d'impôt liée aux déficits fiscaux reportables	1,0
Valeur des capitaux propres	81,3
Nombre d'actions (en milliers)	1 181
Valeur par action	68,80 €
Prix d'Offre (€)	71,00 €
<i>Prime offerte par le Prix d'Offre</i>	<i>3,2 %</i>

Dans la mesure où la position de trésorerie nette ajustée retenue prend en compte le versement du dividende prévu en juin 2025, le prix par action ordinaire du Groupe ressortant de la mise en œuvre de la méthode des flux futurs de trésorerie actualisés doit être comparé au Prix d'Offre coupon détaché.

Le Prix d'Offre coupon détaché de 71,00€ induit une prime de **3,2%** sur la valeur centrale obtenue par la méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie.

La mesure de la sensibilité de la valeur de l'action aux valeurs retenues pour la croissance à l'infini et le taux d'actualisation fait ressortir une valeur de l'action comprise entre **67,22€** (taux de croissance à l'infini de 1,9% et taux d'actualisation de 13,4%) et **70,53€** (taux de croissance à l'infini de 1,9% et taux d'actualisation de 12,4%), tel que présenté dans le tableau ci-dessous :

		Tableau de sensibilité de la valeur par action		
		Croissance à l'infini		
Coûts des fonds propres		1,4%	1,9%	2,4%
	12,4%	68,94 €	70,53 €	72,29 €
	12,9%	67,35 €	68,80 €	70,39 €
	13,4%	65,90 €	67,22 €	68,67 €

3.3.3 - Méthode des comparables boursiers (à titre principal)

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

Nous avons retenu cette méthode, qui constitue une référence de valorisation usuelle et connue des investisseurs et actionnaires, dans la mesure où les sociétés identifiées présentent des activités proches de celles du Groupe.

3.3.3.1 - Echantillon des sociétés comparables retenues

Le Groupe est un acteur d'envergure nationale du secteur du BTP, opérant à la fois dans les travaux publics notamment en génie civil et maritime et dans la construction de bâtiments, avec une répartition équilibrée entre ces deux pôles d'activité.

Nous avons procédé à l'analyse d'un panel d'acteurs cotés sur la base des critères d'activité et de positionnement du Groupe, ainsi que notamment des critères suivants :

- une cotation en Europe ;
- un suivi de la société par au moins 2 analystes ;
- des croissances de l'activité et des niveaux de marges opérationnelles cohérents avec ceux du Groupe ;
- un niveau de liquidité satisfaisant sur son marché (taux de flottant et nombre de titre échangé par jour).

Ces sociétés ne constituent pas des références directement pertinentes pour le Groupe, bien qu'ayant des activités proches. En effet, malgré la comparabilité certaine que la Société peut avoir avec d'autres acteurs du secteur, cette dernière est contrebalancée par (i) des facteurs endogènes comme le modèle économique induisant des disparités au niveau des investissements et du BFR notamment et (ii) des facteurs exogènes, matérialisés par des conditions de marché spécifiques, des cycles économiques différenciés ou encore des environnements réglementaires propres à chaque société.

Dans le cadre de la mise en œuvre de la méthode des comparables boursiers, nous avons notamment exclu les sociétés suivantes :

- Webuild, dont les taux de Capex¹⁰ historiques et prospectifs sont d'un niveau élevé en comparaison de ceux du Groupe et du reste de l'échantillon ;
- Kier Group, qui a fait l'objet d'importantes mesures de restructuration financière entre 2018 et 2021, qui l'ont obligé à procéder à la cession d'actifs, à suspendre son dividende et à lever des capitaux à un prix par action déprécié, entraînant une dilution massive des actionnaires, ainsi que de l'émission de *profit warnings* par les analystes financiers sur la période. Depuis, le Groupe est sous-évalué dans un contexte de défiance du marché vis-à-vis de l'action ;
- Strabag, qui ne remplit pas de manière satisfaisante les critères de liquidités de son cours de bourse (flottant d'environ 15% et liquidité extrêmement faible avec une rotation annuelle du flottant inférieure à 20%) ;
- Budimex au regard de ses marges opérationnelles élevées (marge d'EBIT comprise entre 8,0% et 8,5% sur la période 2025-2027) et décorrélatées de celles du reste de l'échantillon.

Par ailleurs, nous avons exclu de notre échantillon les principaux acteurs du secteur, tels que Vinci, Bouygues, Eiffage, dont la taille très importante par rapport au Groupe suppose un

¹⁰ Capex : Capital expenditure (Dépenses d'investissement).

positionnement et des caractéristiques opérationnelles différents, avec l'existence (i) d'activités supplémentaires en rapport du modèle économique du Groupe (concessions autoroutières, télécommunications, énergie...), (ii) d'un maillage territorial nettement plus étoffé, (iii) d'une clientèle plus diversifiée et fournie, (iv) d'une optimisation de la structure de charges (effet d'économies d'échelle) induisant une accréation du taux de marge opérationnelle, et (v) de dynamiques de croissance divergentes en raison de l'effet d'opportunisme lié à la plus forte diversification des activités et à la plus importante surface financière (nécessaire dans le cadre de la mise en œuvre d'importants investissements).

Au terme de notre analyse, l'échantillon de sociétés comparables retenu inclut donc les sociétés suivantes :

Présentation des sociétés comparables			
Comparables boursiers	Pays	Capitalisation boursière* (en m€)	Chiffre d'affaires 2024 (en m€)
NCC AB (publ)	Suède	1 656	5 377
Skanska AB (publ)	Suède	8 587	15 466
Balfour Beatty plc	Royaume-Uni	2 713	12 110
Implenia AG	Suisse	845	3 793
PORR AG	Autriche	1 078	6 191
Per Aarsleff Holding A/S	Danemark	1 308	2 948
Moyenne		2 698	7 648
Médiane		1 482	5 784

Source : Capital IQ

*Moyenne 3 mois au 30/05/2025

Nous avons retenu six sociétés comparables au Groupe opérant sur ses marchés principaux du Bâtiment et des Travaux Publics :

- NCC AB est une société suédoise de construction et de développement immobilier opérant dans les secteurs du bâtiment résidentiel et commercial, des infrastructures et des matériaux de construction. La société est une multinationale présente principalement en Scandinavie et réalise un chiffre d'affaires annuel de 5.377m€ en 2024. Elle est cotée à la bourse de Stockholm.
- Skanska AB est une société suédoise spécialisée dans la construction et le développement immobilier, opérant sur les segments des infrastructures, des bâtiments résidentiels et commerciaux, ainsi que des projets publics-privés. Présente en Europe et aux États-Unis, elle a réalisé un chiffre d'affaires de 15.466m€ en 2024. La société est cotée à la bourse de Stockholm.
- Balfour Beatty est une entreprise britannique de construction et d'infrastructure opérant dans les secteurs du transport, de l'énergie, des bâtiments et des services publics. Présente en Amérique du Nord, en Europe et en Asie-Pacifique, elle a réalisé un chiffre d'affaires de 12.110m€ en 2024. La société est cotée à la bourse de Londres.
- Implenla AG est une société suisse de construction et de services immobiliers opérant sur les segments du génie civil, du bâtiment et des infrastructures. Présente en Suisse, Allemagne, Autriche, France, Norvège et Suède, elle a réalisé un chiffre d'affaires de 3.793m€ en 2024. La société est cotée à la bourse suisse.
- PORR AG est une entreprise autrichienne de construction et d'ingénierie opérant dans les secteurs du bâtiment, des infrastructures et de l'ingénierie environnementale. Présente en Europe, elle a réalisé un chiffre d'affaires de 6.191m€ en 2024. La société est cotée à la bourse de Vienne.
- Per Aarsleff Holding A/S est une société danoise spécialisée dans la construction et les infrastructures, opérant sur les segments du génie civil, des fondations et des technologies de canalisation. Présente en Scandinavie et en Europe, elle a réalisé un chiffre d'affaires de 2.948m€ en 2024. La société est cotée à la bourse de Copenhague.

3.3.3.2 - Analyse des comparables boursiers

Les taux de croissance de chiffre d'affaires entre 2025 et 2027 des sociétés comparables sont présentés ci-après :

Analyse des sociétés comparables			
Comparables boursiers	Croissance du CA		
	24/25	25/26	26/27
NCC AB (publ)	0,1%	4,1%	5,0%
Skanska AB (publ)	6,8%	3,7%	4,4%
Balfour Beatty plc	-0,7%	2,8%	2,2%
Implen AG	1,5%	2,3%	2,9%
PORR AG	3,2%	2,9%	3,1%
Per Aarsleff Holding A/S	5,3%	5,6%	3,2%
Médiane	2,4%	3,3%	3,1%
Groupe ETPO*	2,3%		

Source : Capital IQ au 30/05/2025

*Taux de croissance annuel moyen 2024PF-2028 du Groupe

Entre 2024 et 2027, les taux de croissance prévisionnelle médians des sociétés comparables sont compris entre 2,4% et 3,3%, soit des taux légèrement supérieurs au TCAM à moyen-terme du Groupe.

Les disparités de croissance extériorisées peuvent être liées à différents phénomènes, dont par exemple un modèle économique et un positionnement d'offre distincts, un différentiel de taille, avec des effets tels que la diversification (géographies, métiers, clientèle...), ou les divergences de dispositifs mis en place au bénéfice des acteurs du secteur.

Les taux de marge d'EBIT 2025-2027 des sociétés comparables de l'échantillon sont présentés ci-dessous :

Analyse des sociétés comparables			
Comparables boursiers	Marge d'EBIT		
	2025	2026	2027
NCC AB (publ)	3,0%	3,1%	3,3%
Skanska AB (publ)	4,3%	4,6%	4,8%
Balfour Beatty plc	2,5%	2,7%	2,7%
Implen AG	3,9%	4,0%	4,2%
PORR AG	2,9%	3,1%	3,2%
Per Aarsleff Holding A/S	5,2%	5,4%	5,5%
Médiane	3,4%	3,5%	3,7%
Groupe ETPO*	2,3%		

Source : Capital IQ au 30/05/2025

*Taux de marge ajusté moyen 2025-2027 du Groupe

Entre 2025 et 2027, les taux de marge d'EBIT prévisionnelle médians des sociétés comparables sont compris entre 3,4% et 3,7%, soit des taux supérieurs à celui du Groupe.

Les disparités de taux de marge d'EBIT proviennent d'une part de la mise en œuvre progressive de *management fees* par le groupe Spie Batignolles, et d'autre part d'effets liés à des mix d'activité et à des différences de taille entre le Groupe et les sociétés comparables, engendrant des effets d'économies d'échelle plus importants pour ces dernières.

3.3.3.3 - Multiples obtenus et choix des multiples

Nous avons retenu le multiple d'EBIT qui permet d'extérioriser la rentabilité, hors biais lié au caractère propriétaire ou non de l'outil productif (modèle asset-light versus asset-heavy), et avant impact des charges financières, observée sur les sociétés de l'échantillon.

Comme présenté en section 1.2.6, nous avons retenu un EBIT après prise en compte des effets de la norme IFRS 16 pour le Groupe, en raison de l'impact non significatif de la norme sur cet agrégat et de l'absence de communication par le Groupe d'un plan d'affaires hors prise en compte des effets de la norme.

En cohérence avec cette approche, nous avons également retenu pour les sociétés comparables un EBIT après prise en compte des effets de la norme IFRS 16. Nous nous sommes assurés que la prise en compte d'une telle hypothèse n'était pas de nature à créer des divergences importantes en rapport d'une évaluation sur la base d'EBIT hors prise en compte des effets de la norme IFRS 16, notamment en analysant pour l'ensemble des comparables boursiers et le Groupe la cohérence des ratios de charges d'intérêts IFRS 16 en pourcentage de l'EBIT.

En revanche, nous avons bien retenu des niveaux de dette nette hors prise en compte des effets de la norme IFRS 16 pour l'ensemble des sociétés comparables et pour le Groupe.

Nous avons exclu les multiples :

- de chiffre d'affaires car celui-ci n'est applicable que si les niveaux de marge observés chez les comparables sont proches. Or, le Groupe présente des marges opérationnelles inférieures aux marges des sociétés de notre échantillon ;
- d'EBITDA en raison d'une part des écarts qui peuvent exister entre les sociétés en termes d'intensité capitalistique, et d'autre part de l'incertitude sur l'intégration ou non par les analystes des retraitements IFRS 16 dans leurs prévisions d'EBITDA ;
- de PER (*Price to Earnings Ratio*) compte tenu des écarts de structure financière entre les sociétés comparables et des éléments de résultats non courants pouvant affecter les résultats des sociétés.

Le tableau présenté ci-dessous récapitule les multiples d'EBIT d'évaluation boursière de l'ensemble des sociétés comparables de l'échantillon retenu :

Multiples des sociétés comparables			
Comparables boursiers	VE/EBIT*		
	2025	2026	2027
NCC AB (publ)	10,6x	9,9x	9,0x
Skanska AB (publ)	10,8x	9,8x	9,1x
Balfour Beatty plc	5,2x	4,8x	4,6x
Implenia AG	5,2x	4,9x	4,5x
PORR AG	4,7x	4,4x	4,1x
Per Aarsleff Holding A/S	7,8x	7,1x	6,7x
Médiane	6,5x	6,0x	5,7x

Source : Capital IQ au 30/05/2025

*Capitalisation boursière moyenne 3 mois au 30/05/2025

Note : dette nette pour le calcul de la VE hors IFRS 16

3.3.3.4 - Retraitement sur l'agrégat (EBIT)

Comme présenté en section 3.1.3.2, le plan d'affaires du Groupe, dont est issu l'EBIT prospectif retenu dans la cadre de la mise en œuvre de la méthode des comparables boursiers, intègre implicitement en charges opérationnelles la CVAE (Cotisation sur la valeur ajoutée) dans la mesure où il a été construit en rapport des performances historiques du Groupe.

A ce titre, nous avons retraité la CVAE, dans une optique d'homogénéisation des données comptables entre le Groupe et les sociétés comparables retenues, situées hors de France et pour lesquelles il n'existe pas de dispositifs similaires au niveau de leurs charges opérationnelles.

Nous avons retenu pour la CVAE un montant d'environ 0,1% du chiffre d'affaires pour les exercices 2025 à 2027. Ce taux a été déterminé sur la base des montants historiques de CVAE

constatés en 2023 et 2024, tels que communiqués par le Management, et correspond au ratio moyen observé sur le chiffre d'affaires au cours de ces deux exercices.

3.3.3.5 - Application de la méthode

Nous avons retenu le multiple médian VE / EBIT des années 2025 à 2027, étant entendu que la valeur d'entreprise (VE) correspond à la capitalisation boursière (sur la base d'une moyenne 3 mois à une date proche du présent rapport) augmentée de la trésorerie nette ajustée consolidées que nous avons appliqué aux EBIT prévisionnels du Groupe.

Nous avons retenu les exercices 2025 à 2027 comme horizon de référence, dans la mesure où la prise en compte de ces 3 années nous permettaient d'assurer une cohérence de la profitabilité moyenne du Groupe avec le niveau normatif retenu dans nos travaux, à savoir un taux de marge opérationnelle (ROC) moyen de 2,5%.

Nous n'avons, par ailleurs, pas appliqué de décote de taille sur les multiples de cet échantillon, en raison (i) de la pluridisciplinarité du Groupe, portée par une maîtrise de multiples activités, qui lui permet de limiter son exposition aux risques propres à chaque activité (effet de diversification opérationnelle), et (ii) de la stabilité de ses niveaux de marge, avec une marge d'EBIT récurrente autour de 3% sur les périodes 2013 - 2016 et 2021 - 2024, témoignant d'une performance opérationnelle maîtrisée par cycle et limitant l'effet de levier opérationnel sur le long-terme.

Nous précisons que l'absence de prise en compte d'une décote de taille dans le cadre de l'application de la méthode maximise la valeur par action du Groupe obtenue.

3.3.3.6 - Résultats

Le tableau ci-dessous synthétise la valeur implicite du Groupe obtenue par la méthode des comparables boursiers.

Groupe ETPO - Evaluation par la méthode des comparables boursiers				
En m€	VE / EBIT			Moyenne 25-27
	2025	2026	2027	
Valeur des fonds propres	92,3	70,8	71,5	78,2
Nombre d'actions en circulation (en milliers)				1 181
Valeur par action (€)				66,20 €
Prix d'Offre (€)				71,00 €
<i>Prime offerte par le prix d'Offre</i>				<i>7,3%</i>

Nous obtenons, en synthèse, une valeur du Groupe par la méthode des comparables boursiers de **66,20€**.

Le Prix d'Offre coupon détaché de 71,00€ fait ressortir une prime de **7,3%** sur la valeur obtenue par cette méthode.

3.3.4 - Méthode des transactions comparables (à titre secondaire)

Cette méthode d'évaluation consiste à appliquer aux agrégats financiers du Groupe la moyenne ou la médiane des multiples de valorisation constatés lors de transactions récentes et en cours portant sur les cibles les plus comparables.

Pour ce faire, nous avons effectué une recherche des transactions intervenues depuis 2021 relatives à des sociétés comparables au Groupe, situées exclusivement en Europe.

Nous n'avons pas retenu les transactions intervenues avant 2021, dans la mesure où d'une part la survenance de la crise sanitaire a eu un impact sur les multiples des transactions intervenues en 2020, dont les agrégats ne peuvent pas être considérés comme normatifs, et où d'autre part nous considérons que la crise sanitaire a eu un impact sur les niveaux de multiples extériorisés par la méthode des transactions comparables (prise en compte différencié des indicateurs liés à l'environnement économique, aux anticipations des agents intervenant sur le marché...), rendant peu pertinents les multiples des transactions intervenues jusqu'en 2019.

3.3.4.1 - Choix des transactions

Le Groupe est positionné sur le secteur des entreprises du Bâtiment et Travaux Publics (BTP).

Dans notre approche, nous avons identifié sept transactions majoritaires et minoritaires intervenues après 2021 sur des sociétés ayant des activités comparables au Groupe (acquisition notamment des sociétés Destia Oy, Havfram AS, Trym Anlegg AS...).

Nous avons retenu dans notre échantillon uniquement les transactions minoritaires qui ont (i) abouti à la prise de contrôle de la cible par l'acquéreur, et (ii) fait référence à une opération d'acquisition complémentaire par l'actionnaire de contrôle. En effet, nous avons considéré que ces opérations étaient soumises aux mêmes conditions, notamment d'inclusion d'une prime de contrôle, que les acquisitions majoritaires.

Ces sociétés ne constituent pas des références directement pertinentes pour le Groupe, bien qu'ayant des activités proches, pour des raisons similaires à celles présentées en section 3.3.3.1.

En outre, il convient de noter que le cycle économique du secteur est pluriannuel, comme démontré par l'analyse de la performance financière historique du Groupe en section 1.2.6.1. A ce titre, la prise en compte d'un échantillon composé majoritairement de transactions intervenues sur un horizon de 2 ans (2021 et 2022) peut être de nature à biaiser les résultats ressortant de la mise en œuvre de la méthode.

3.3.4.2 - Analyse des transactions

Notre analyse nous a conduit à sélectionner un échantillon de 7 transactions dont les sociétés cibles ont été considérées comme comparables au Groupe. Ces transactions sont présentées en page suivante.

Groupe ETPO - Transactions comparables

Date de clôture	Acquéreur	Cible	Pays de la cible	% acquis
12-Dec-22	Sandbrook Capital Management	Havfram AS	Norvège	100%
23-Nov-22	Veidekke ASA	Constructa Entreprenør AS	Norvège	100%
30-Sep-22	ACS, Actividades de Construcción	HOCHTIEF Aktiengesellschaft	Allemagne	14%
12-Jul-22	Aarsleff Rail A/S	Trym Anlegg AS	Norvège	67%
5-Apr-22	ByggPartner i Dalarna Holding AB	Ahlin & Ekeröth Byggnads AB	Suède	100%
1-Dec-21	Colas SA	Destia Oy	Finlande	100%
1-Aug-21	Webuild S.p.A.	Astaldi S.p.A.	Italie	34%

Source : Capital IQ, Presse, CF News

Notre analyse nous a conduit à retenir un échantillon composé des 7 transactions qui sont présentées ci-après :

- En novembre 2022, Sandbrook Capital a annoncé l'acquisition d'une participation majoritaire dans Havfram, société norvégienne active dans l'éolien offshore. Un investissement de 250m\$ est prévu pour soutenir la croissance de l'entreprise. L'accord prévoit également la scission des activités sous-marines de Havfram, désormais regroupées dans une entité indépendante contrôlée par HitecVision, qui reste actionnaire minoritaire de Havfram.
- En novembre 2022, Veidekke ASA a finalisé l'acquisition de Constructa Entreprenør AS, entreprise norvégienne du secteur de la construction. Cette opération permet à Veidekke de renforcer sa présence dans la région de Bergen. Le montant de la transaction s'élève à environ 35m€.
- En septembre 2022, le groupe espagnol ACS a annoncé avoir finalisé l'acquisition de la participation d'environ 14% détenue par Atlantia dans Hochtief, portant ainsi sa participation totale à environ 68%. L'opération, d'un montant d'environ 577m€, permet à ACS de renforcer son contrôle sur Hochtief, acteur majeur allemand du BTP, et de consolider sa position stratégique dans le secteur des infrastructures à l'échelle internationale.
- En juin 2022, Per Aarsleff Holding A/S a acquis 66,6% des parts de Trym Anlegg AS, société norvégienne spécialisée dans les travaux ferroviaires et de construction. Cette acquisition stratégique permet au groupe danois de consolider ses activités dans le secteur des infrastructures en Norvège. La transaction représente un montant total d'environ 22m€.
- En avril 2022, ByggPartner i Dalarna Holding AB a finalisé l'acquisition d'Ahlin & Ekeröth Byggnads AB, entreprise suédoise active dans le secteur de la construction. La transaction a été conclue pour une valeur d'environ 43 millions d'euros. Ahlin & Ekeröth, qui a réalisé un chiffre d'affaires de 95 millions d'euros en 2021, permet à ByggPartner de renforcer sa présence sur le marché suédois de la construction.
- En décembre 2021, Colas SA a finalisé l'acquisition de Destia Oy, entreprise finlandaise leader dans les infrastructures routières et ferroviaires. La transaction a été conclue pour une valeur d'entreprise de 235m€. Destia, qui emploie 1.600 personnes, a réalisé un chiffre d'affaires de 564m€ en 2020. Cette opération renforce la position de Colas en Europe du Nord.
- En août 2021, Webuild a finalisé l'acquisition de 34% du capital d'Astaldi, acteur italien majeur du secteur de la construction. Cette opération s'inscrit dans la stratégie de consolidation de Webuild et fait suite à l'augmentation de capital d'Astaldi. Grâce à cette prise de participation, Webuild renforce sa position sur le marché des infrastructures complexes, en Italie comme à l'international. Astaldi réalisait un chiffre d'affaires de 1,5mds€ en 2020.

3.3.4.3 - Multiples obtenus

Comme expliqué en section 3.3.3.3, nous avons retenu le multiple d'EBIT qui permet d'extérioriser la rentabilité, hors biais lié au caractère propriétaire ou non de l'outil productif (modèle asset-light versus asset-heavy), et avant impact des charges financières, observée sur les sociétés de l'échantillon.

Par ailleurs, et dans la mesure où une partie des transactions retenues dans notre échantillon font références à des cibles de faible taille, nous n'avons pas pu nous assurer pour ces dernières que les niveaux de dette nette retenus dans le cadre de l'extériorisation de la valeur d'entreprise ressortant de la réalisation des transactions n'intégraient pas les effets de la norme IFRS 16. Lorsque cela était possible, nous nous sommes assurés que les niveaux de dette nette retenus n'intégraient pas les effets de la norme IFRS 16.

Le multiple d'EBIT des transactions comparables a été calculé sur la base du dernier EBIT connu à la date de la transaction, à savoir l'EBIT du dernier exercice clos des sociétés cibles précédant la transaction.

Les transactions et multiples obtenus se synthétisent comme suit :

Groupe ETPO - Transactions comparables					
Date de clôture	Cible	Pays de la cible	Valeur entreprise (m€)	EBIT (m€)	VE/EBIT*
12-Dec-22	Havfram AS	Norvège	237	15	12,6x
23-Nov-22	Constructa Entreprenør AS	Norvège	35	5	5,7x
30-Sep-22	HOCHTIEF Aktiengesellschaft	Allemagne	4 870	374	10,0x
12-Jul-22	Trym Anlegg AS	Norvège	23	3	6,2x
5-Apr-22	Ahlin & Ekeröth Byggnads AB	Suède	42	6	5,4x
1-Dec-21	Destia Oy	Finlande	200	15	10,5x
1-Aug-21	Astaldi S.p.A.	Italie	202	18	8,6x
Médiane					8,6x

Source : Capital IQ, Presse, CF News

*Multiple après prise en compte d'une décote d'annulation de prime de contrôle de 30% (décote induite de 23,1%)

3.3.4.4 - Application de la méthode

Nous avons retenu le multiple de VE / EBIT qui permet d'extérioriser la rentabilité observée avant impact de la charge financière, étant précisé que nous considérons le Résultat Opérationnel Courant net des charges récurrentes, comme s'apparentant à l'EBIT comme expliqué précédemment.

Dans le cadre de l'application de la méthode, nous avons extériorisé pour le Groupe un EBIT de référence correspondant :

- au chiffre d'affaires 2024 du Groupe, retraité des cessions des entités canadiennes EC4 et Construction Tech intervenues sur la période (dans la mesure où le produit de cession de ces entités est déjà pris en compte dans la position de trésorerie nette ajustée au 31 décembre 2024) ;
- auquel a été appliqué un taux de marge opérationnelle de 2,5%, correspondant au taux de marge normatif retenu sur le long-terme dans le cadre de l'application de la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie (voir section 3.3.2.2).

L'EBIT de référence pris en compte dans le cadre de l'application de la méthode des transactions comparables ressort ainsi environ à 6,0m€.

3.3.4.5 - Résultats

Le tableau ci-dessous synthétise la valeur implicite du Groupe obtenue par la méthode des transactions comparables.

Groupe ETPO - Evaluation par la méthode des transactions comparables	
En m€	
Valeur des fonds propres	93,3
Nombre d'actions en circulation (en milliers)	1 181
Valeur par action (€)	79,02 €
Prix d'Offre (€)	71,00 €
<i>Prime offerte par le prix d'Offre</i>	<i>-10,1%</i>

Nous obtenons, en synthèse, une valeur du Groupe par la méthode des transactions comparables de **79,02€**.

Le Prix d'Offre coupon détaché de 71,00€ fait ressortir une décote de **-10,1%** sur la valeur obtenue par cette méthode.

3.3.5 - Référence au cours de bourse (à titre secondaire)

Le Groupe a été introduit en bourse sur le marché Euronext Paris en 1992. Les actions Groupe ETPO sont cotées sur Euronext Compartiment C sous le code ISIN FR0000066219 et ont pour code mnémonique INFE.

La capitalisation boursière à la veille de l'annonce du retrait obligatoire (21 mai 2025) s'élevait à environ 79,4m€, permettant de classer le Groupe dans la catégorie des « *Small Caps* ».

A notre connaissance, le Groupe ne fait pas l'objet d'un suivi par des analystes financiers. Ainsi, il n'existe pas de consensus d'analystes sur la valeur.

3.3.5.1 - Analyse de la liquidité du cours de bourse

A la date du Projet de Note d'Information, l'actionnariat du Groupe se répartit comme suit :

Groupe ETPO - Détail des actions en circulation				
Actionnaires	Total des actions	% du capital social	Droits de vote théoriques	% de droits de vote théoriques
Groupe Spie Batignolles	1 150 494	95,87%	1 150 494	95,87%
Autodétention	18 665	1,56%	18 665	1,56%
Salariés	9 539	0,79%	9 539	0,79%
Flottant	21 302	1,78%	21 302	1,78%
Total des actions	1 200 000	100,0%	1 200 000	100,0%

Source : Projet de Note d'Information

Le capital flottant représente 1,78% du capital du Groupe, soit 21.302 actions ordinaires.

Une analyse de la liquidité du titre, résumée ci-dessous, a été effectuée.

Groupe ETPO - Analyse de la liquidité de l'action				
	Titres échangés en moyenne quotidienne	Titres échangés en cumul	Volume cumulé en % du total ¹	Volume cumulé en % du flottant ²
Moyenne 1 mois	46	962	0,1%	4,5%
Moyenne 3 mois	21	1 271	0,1%	6,0%
Moyenne 6 mois	34	4 240	0,4%	19,9%
Moyenne 9 mois	42	8 008	0,7%	37,6%
Moyenne 12 mois	43	10 797	0,9%	50,7%

Source : Capital IQ, Euronext au 21/05/2025

¹ Ratio entre le nombre de titres échangés et le nombre total d'actions

² Ratio entre le nombre de titres échangés et le nombre d'actions au flottant

Sur la période, les volumes moyens quotidiens échangés se situent entre 21 titres (moyenne 3 mois) et 46 titres (moyenne 1 mois).

Au cours des 12 derniers mois de cotation, le nombre de titres échangés s'élève, en cumul, à 10.797, soit 0,9% du nombre total de titres et 50,7% du flottant.

Sur le dernier mois de bourse avant l'annonce du retrait obligatoire (21 mai 2025), le nombre total de titres échangés représente 0,1% du nombre total de titres et 4,5% du flottant.

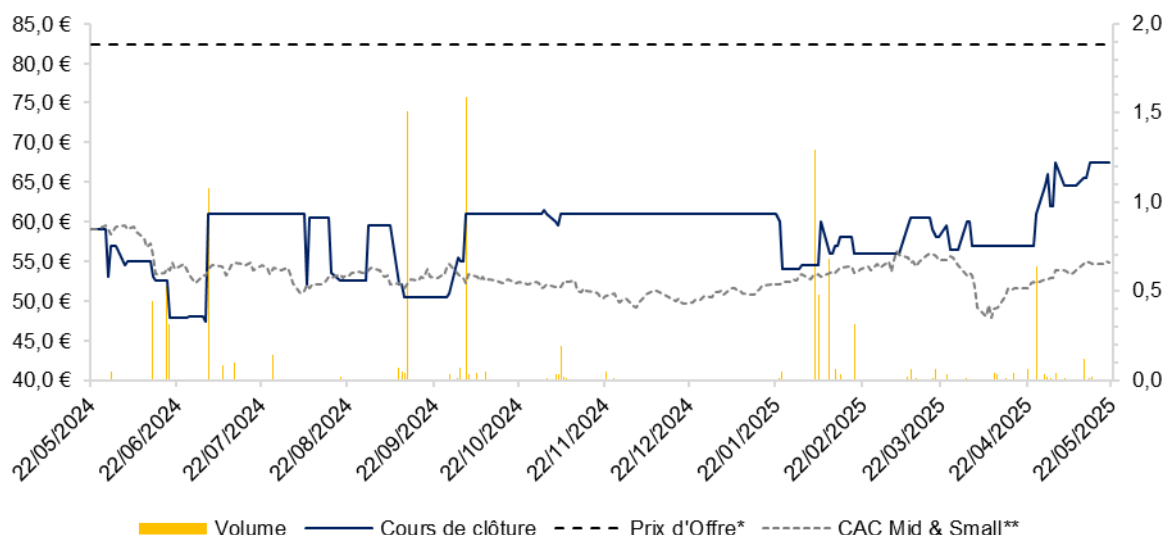
Au regard de ces données, le titre de Groupe ETPO, qui ne fait pas l'objet d'échanges réguliers sur son flottant, présente une liquidité réduite. D'autre part, le Groupe n'est pas suivie par des analystes financiers.

En raison de ces éléments, mais également du fait que la valeur du cours de bourse demeure une référence directement observable pour un actionnaire minoritaire, nous avons retenu la méthode à titre secondaire.

3.3.5.2 - Analyse du cours de bourse

L'évolution du cours de bourse de l'action de Groupe ETPO sur la dernière année écoulée est présentée ci-dessous :

Cours de bourse sur 1 an de l'action Groupe ETPO



*Sur la base du Prix d'Offre coupon attaché soit 82,33€ (71,00€ + 11,33€ / action de dividende)

**Rebasé au 21/05/2024

Entre mai 2024 et début juillet 2024, le cours de l'action Groupe ETPO a connu une phase de relative instabilité, oscillant entre 47,4€ et 61,0€, avec notamment des baisses successives intervenues fin mai (-10,2%) et mi-juin (-9,0%). Cette forte baisse constatée est concomitante avec les performances observées sur le CAC Mid & Small, et s'explique notamment par les différentes annonces politiques en France (dissolution de l'Assemblée Nationale), impactant notamment les petites et moyennes capitalisations globalement plus exposées à l'économie nationale. Par ailleurs, la filiale canadienne PSM Technologies est cédée en mai 2024. Cette période est marquée par une faible liquidité sur le titre, illustrée par des volumes d'échange très limités.

Le cours a ensuite fortement augmenté passant de 47,4€ à 61,0€ à la suite de l'achat d'un bloc d'actions sur le marché, pour le compte de l'Initiateur, par Oddo BHF le 3 juillet 2024 au prix de 61,0€, provoquant un réaligement du cours sur ce montant. Le prix de 61,0€ correspond notamment au Prix d'Offre de l'OPAS ayant eu lieu en janvier 2024 avec l'acquisition du Bloc de Contrôle par Spie Batignolles.

Entre le mois d'août 2024 et fin février 2025, le cours a oscillé entre 50,5€ et 61,5€. La période est notamment marquée par la publication des résultats semestriels du Groupe le 27 septembre 2024 ayant provoqué une hausse de +8,8% du titre le 30 septembre 2024, puis une nouvelle hausse de +10,9% le 3 octobre 2024, portant le titre à 61,0€. En sus, le Groupe a annoncé fin novembre 2024 la cession de sa filiale canadienne EC4 (incluant sa sous-filiale Construction Tech). Cette annonce n'a pas eu de réel impact sur la valeur du titre. Le cours décroche ensuite à 54,0€ (-10,0%) fin janvier 2025.

À partir de mars 2025, une nouvelle dynamique haussière se dessine, le titre passant progressivement de 56,0€ à plus de 67,5€ fin mai 2025. Cette appréciation est notamment portée par la publication du rapport financier annuel 2024 le 24 avril 2025, suivi par l'annonce de la distribution d'un dividende exceptionnel de 11,33€ par action, renforçant l'attrait du titre pour les

investisseurs. Par ailleurs, la poursuite de l'intégration avec Spie Batignolles et la communication autour de la stratégie long terme apportent de la visibilité.

3.3.5.3 - Calcul des différentes moyennes de cours de bourse

Le tableau ci-dessous présente les moyennes du cours de bourse à différents horizons sur la base du cours de clôture au 21 mai 2025, dernier cours précédant l'annonce au marché du projet d'OPR des actions du Groupe au prix de 82,33€, correspondant au prix d'Offre de 71,00€ auquel nous avons ajouté la distribution de dividende prévue en juin soit 11,33€ par action.

Groupe ETPO - Analyse du cours de bourse				
	€/action (coupon attaché de 11,33€)	Prime extériorisée en % (pour un prix de 82,33€ / action)	€/action** (coupon détaché de 11,33€)	Prime extériorisée en % (pour un prix de 71,00€ / action)
Cours de clôture (le 21 mai 2025)	67,50	22,0%	56,17	26,4%
CMPV* 20 jours	62,05	32,7%	50,72	40,0%
CMPV* 60 jours	60,97	35,0%	49,64	43,0%
CMPV* 120 jours	60,08	37,0%	48,75	45,6%
CMPV* 180 jours	58,25	41,3%	46,92	51,3%
CMPV* 250 jours	58,50	40,7%	47,17	50,5%
Maximum - 1 an	67,50	22,0%	56,17	26,4%
Minimum - 1 an	47,40	73,7%	36,07	96,8%

*Cours Moyen Pondéré par les Volumes

**Les cours de bourse extériorisés sont calculés en minorant 11,33€. A titre d'exemple, le cours de clôture est égal à 67,5 - 11,33 = 56,17

Source : Euronext au 21/05/2025

Les différentes moyennes de cours de bourse (coupon détaché de 11,33€ par action) s'établissent entre 46,92€ (moyenne 180 jours) et 50,72€ (moyenne 20 jours).

Le Prix d'Offre coupon détaché de 71,00€ extériorise des primes sur les différentes moyennes de cours de bourse, comprises entre **40,0%** (cours moyen journalier pondéré par les volumes 20 jours) et **51,3%** (cours moyen journalier pondéré par les volumes 180 jours).

Il extériorise également une prime de **26,4%** sur le cours de clôture au 21 mai 2025, correspondant aussi au cours de clôture maximum observé durant la dernière année.

Nous retiendrons en synthèse les moyennes 20 jours et 60 jours (coupon détaché) qui couvrent les périodes les plus récentes et qui intègrent les dernières informations financières et l'environnement macroéconomique dans lequel le Groupe évolue. Nous retiendrons également la référence au cours spot en date du 21 mai 2025 (dernier cours observé avant l'annonce de l'opération de retrait obligatoire).

Les moyennes de cours de bourse à 120 jours, 180 jours et 250 jours seront également présentées en synthèse.

3.4 - Analyse des synergies/dissynergies

En date du 22 mai 2025, l'Initiateur a fait part au marché de son intention de procéder à la réalisation d'une OPR-RO visant les titres qu'elle ne détient pas au capital du Groupe, avant de procéder à son retrait de cote.

Notamment, le Projet de Note d'Information présente les principales synergies qui pourraient être attendues du rapprochement du Groupe et de l'Initiateur :

« Au-delà des économies directes et indirectes et de la simplification organisationnelle résultant d'une sortie de la cote de la Société, les synergies potentielles continueront de concerner essentiellement, à court terme, (i) des optimisations commerciales dans le cadre de réponse à des appels d'offres et (ii) des optimisations pour les achats en faisant profiter le Groupe de l'organisation centralisée du Groupe Spie batignolles, des économies d'échelle et de conditions préférentielles négociées avec de nombreux fournisseurs via des contrats cadres. »¹¹.

Par ailleurs, nous comprenons de nos échanges avec le Management qu'un certain nombre d'autres éléments sont susceptibles d'avoir un impact haussier sur la performance future consolidée du Groupe et de l'Initiateur, tels que :

- la complémentarité des expertises techniques entre les deux groupes, notamment dans les domaines des travaux maritimes, des ouvrages d'art, du génie civil et du bâtiment, permettant de délivrer une offre élargie et plus innovante aux clients communs ;
- l'amélioration du positionnement concurrentiel du Groupe, dans un contexte de marché en phase de consolidation en raison principalement de la recherche d'économies d'échelle ;
- l'intégration des *process* et des normes du groupe Spie Batignolles au sein du Groupe, permettant d'améliorer la qualité de la chaîne d'information et l'efficacité opérationnelle ;
- l'élargissement de la couverture géographique du Groupe, permettant de bénéficier d'une dynamique commerciale étendue, favorable à la conquête de nouveaux marchés ;
- la mutualisation des moyens mis en œuvre dans le cadre du processus d'innovation, permettant d'accroître l'image de marque (*best-in-class*), de délivrer des projets à très haute valeur ajoutée et de répondre au mieux aux défis de la transition écologique et de la durabilité.

En outre, nous comprenons également de nos échanges avec le Management que le rapprochement pourrait engendrer d'éventuelles dissynergies, liées à des *overlaps* (existences de clients en commun pour lesquels des prestations similaires peuvent être effectuées par le Groupe et par une entité du groupe Spie Batignolles) et de risques de concurrence interne pouvant engendrer à terme des tensions et une désorganisation de l'ensemble, ainsi que la mise en place de mesures de pressurisation du *pricing*.

Au cas d'espèce, le plan d'affaires du Groupe utilisé dans le cadre de la mise en œuvre de nos travaux d'évaluation ne prend pas en compte (ou de façon très parcellaires, certaines actions résultant en la matérialisation de synergies ayant déjà été mises en place durant l'année 2024) les principales synergies nettes des dissynergies qui pourraient être attendues du rapprochement du Groupe et de l'Initiateur.

Bien qu'il soit usuel de partager entre cessionnaire et cédant les potentielles synergies nettes des dissynergies résultant de la réalisation d'opérations impliquant le changement de contrôle au niveau de la société cédée (la cristallisation du partage de cette valeur étant implicitement intégrée à la prime de contrôle payé par le cessionnaire), nous comprenons de nos échanges

¹¹ Source : Projet de Note d'Information du 22 mai 2025, page 12.

avec l'Initiateur et le Management que les synergies nettes des dissynergies attendues du rapprochement n'ont pas encore fait l'objet d'un chiffrage.

Cependant, nous comprenons également de nos échanges avec l'Initiateur et le Management que le *quantum* de ces synergies nettes des dissynergies devrait être relativement limité, notamment dans la mesure où le maintien de l'autonomie opérationnelle du Groupe, nécessaire dans le cadre de la poursuite de ses actions commerciales aux vues de la spécificité de ses métiers, ne permettra pas à l'Initiateur de mettre en place un *one-stop shop* (point d'accès unique exécutant l'ensemble des prestations relatives au chantier, car bénéficiant de l'ensemble des expertises nécessaires) dans le cadre de ses réponses aux appels d'offre ; le Groupe faisant par ailleurs face à la limitation de ses moyens humains et techniques, engagés dans la réalisation des opérations déjà contractualisées et déclinées à son échelle.

Cette difficulté de positionnement du Groupe et du groupe Spie Batignolles sur des chantiers contractualisés dans le cadre d'appels d'offres communs devrait impliquer des difficultés de matérialisation d'une part significative du *quantum* des synergies qui pourraient être attendues du rapprochement du Groupe et de l'Initiateur.

Ainsi, il ressort de nos échanges avec le Management que l'absence de chiffrage des principales synergies nettes des dissynergies qui pourraient être attendues du rapprochement du Groupe et de l'Initiateur devrait avoir un impact non significatif sur la valeur par action du Groupe ressortant de la mise en œuvre de nos travaux d'évaluation.

A ce titre, elle n'est pas de nature à avoir un impact sur l'équité du Prix d'Offre.

4 - Analyse des éléments d'appréciation du Prix d'Offre de l'Etablissement Présentateur

Les travaux et conclusions de l'Etablissement Présentateur sont présentés dans le Projet de Note d'Information de la présente Offre.

Dans le cadre de l'appréciation du Prix d'Offre, l'Etablissement Présentateur a retenu l'approche suivante pour évaluer les actions du Groupe :

4.1 - Méthodes d'évaluation écartées :

- Référence aux objectifs de cours des analystes ;
- Méthode de l'actif net réévalué ;
- Méthode de l'actualisation des dividendes futurs.

Nous avons également écarté ces approches, pour les raisons évoquées en section 3.2 du présent rapport.

4.2 - Méthodes d'évaluation retenues :

- Référence aux transactions récentes sur le capital (retenue à titre principal) ;
- Méthode des flux de trésorerie actualisés (retenue à titre principal) ;
- Méthode des comparables boursiers (retenue à titre secondaire) ;
- Méthode des transactions comparables (retenue à titre secondaire) ;
- Référence au cours de bourse (retenue à titre indicatif) ;
- Méthode de l'actif net comptable (retenue à titre indicatif).

Nous avons, comme l'Etablissement Présentateur, retenu les références aux transactions récentes intervenues sur le capital et la méthode des flux de trésorerie actualisés à titre principal, mais avons également retenu la méthode des comparables boursiers à titre principal.

Nous avons par ailleurs, comme l'Etablissement Présentateur, retenu la méthode des transactions comparables en méthode secondaire, mais avons également retenu la référence au cours de bourse à titre secondaire.

En revanche, et a contrario de l'Etablissement Présentateur, nous avons exclu la méthode de l'actif net comptable dans le cadre de nos travaux.

Notre approche est décrite en sections 3.2 et 3.3 du présent rapport.

L'examen des travaux d'évaluation mis en œuvre par l'Etablissement Présentateur nous conduit à formuler les commentaires présentés dans les paragraphes ci-dessous.

4.2.1 - Référence aux transactions récentes sur le capital

L'Etablissement Présentateur a fait référence aux transactions récentes intervenues sur le capital du Groupe suivantes :

- l'Acquisition du Bloc en janvier 2024 auprès de Embregour et de 9 membres de la famille Tardy, représentant au total 754.537 actions, soit 62,88% du capital et des droits de vote théoriques de la Société ;
- l'acquisition de titres résultant de la réalisation de l'OPAS, représentant 358.973 actions, soit 29,91% du capital et des droits de vote théoriques de la Société ;

- l'acquisition de titres sur et hors marché entre le 13 juin 2024 et le 10 février 2025, représentant 22.184 actions, soit 1,85% du capital et des droits de vote théoriques de la Société.

L'Etablissement Présentateur retient en synthèse le prix de 61,00€ correspondant à l'acquisition de titres résultant de la réalisation de l'Acquisition du Bloc et de l'OPAS. Après ajustement du dividende prévu en juin 2025, et dans le cadre de la comparaison des transactions récentes sur le capital avec le Prix d'Offre coupon détaché de 71,00€, l'Etablissement Présentateur a procédé au retraitement du montant unitaire du dividende (11,33€ par action). Ainsi, l'Etablissement Présentateur compare le Prix d'Offre coupon détaché à un prix de 49,67€ par action.

Nous avons pour notre part fait référence à ces mêmes transactions récentes intervenues sur le capital du Groupe, mais également à l'acquisition sur et hors marché, en date du 20 juin 2024, de 14.800 titres supplémentaires, représentant 1,23% du capital et des droits de vote théoriques.

En outre, nous avons également procédé au même retraitement du dividende prévu en juin 2025 dans le cadre de l'appréciation des transactions récentes intervenues sur le capital du Groupe en rapport du Prix d'Offre coupon détaché.

4.2.2 - Méthode des flux de trésorerie actualisés

Pour mettre en œuvre cette méthode, l'Etablissement Présentateur a :

- utilisé les prévisions d'exploitation établies par le management du Groupe pour les exercices allant du 31 décembre 2025 au 31 décembre 2028 ;
- retraité le résultat opérationnel pour exclure la quote-part non détenue dans les sociétés en intégration globale (intérêts minoritaires), et inclure la quote-part détenue dans les sociétés mises en équivalences ;
- pris en compte à partir de 2026 une réduction des frais généraux, équivalente à 0,5% du chiffre d'affaires ;
- extrapolé le plan d'affaires sur deux exercices supplémentaires (2029 et 2030), sur la base :
 - o d'un taux croissance autour des 3% ;
 - o d'une marge opérationnelle de 2% (incluant les effets de la réduction des frais généraux) ;
 - o d'une convergence des dotations aux amortissements et des CAPEX vers 8,5m€ ;
 - o d'un BFR se situant à -2,5% du chiffre d'affaires ; et
 - o d'un taux d'impôt sur les sociétés de 25%.
- calculé une valeur terminale à partir du flux de trésorerie disponible au 31 décembre 2030 auquel a été appliqué un taux de croissance à l'infini de 1,7% ;
- actualisé les flux au taux de 14,5%. Ce taux correspond au coût des fonds propres à dette nulle du Groupe et intègre un taux sans risque (3,3%), une prime de risque (7,3%) à laquelle est appliqué un coefficient bêta de 0,85 et une prime de taille de 5,0% ; et
- retranché de la valeur ainsi obtenue le montant du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres au 31 décembre 2024 (46,9m€).

La méthode des flux de trésorerie actualisés, telle qu'appliquée par l'Etablissement Présentateur, fait ressortir une valeur centrale de l'action du Groupe à 63,38€, le Prix d'Offre coupon détaché offrant une prime de 12,0% sur cette valeur.

La mesure de la sensibilité de la valeur de l'action à la variation du taux d'actualisation et du taux de croissance à l'infini fait ressortir une valeur par action comprise entre 61,80€ (taux d'actualisation de 15,0% et taux de croissance à l'infini de 1,2%) et 65,22€ (taux d'actualisation de 14,0% et taux de croissance à l'infini de 2,2%).

En ce qui concerne les éléments du plan d'affaires, les modalités de mise en œuvre que nous avons retenues pour la méthode des flux de trésorerie actualisés sont relativement proches de celles de l'Etablissement Présentateur ; les principales divergences expliquant les différences de

valeur par action entre les travaux de l'Etablissement Présentateur et nos travaux étant liées aux éléments suivants :

- l'absence de retraitement du résultat opérationnel mis en place par l'Etablissement Présentateur, dans la mesure où nous prenons en compte la valeur des intérêts minoritaires et des mises en équivalence au niveau de notre passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres ;
- l'extrapolation non appliquée à nos travaux ;
- la détermination du flux normatif et de la valeur terminale ;
- le calcul du taux d'actualisation ; et
- le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres.

4.2.2.1 - Hypothèses retenues sur la période explicite

Nos prévisions du plan d'affaires sont globalement identiques à celles utilisées par l'Etablissement Présentateur sur la période explicite, le plan d'affaires communiqué par le Groupe n'ayant été que très légèrement ajusté par l'Etablissement Présentateur (retraitement du RO, voir *supra*), et ce dernier ayant retenu la même hypothèse que nous de rationalisation des frais généraux à partir de 2026. Les divergences observées concernent ainsi :

(i) *Le retraitement du résultat opérationnel*

Comme précisé *supra* l'Etablissement Présentateur a procédé au retraitement du résultat opérationnel afin d'exclure la quote-part non détenue dans les sociétés en intégration globale (intérêts minoritaires), et inclure la quote-part détenue dans les sociétés mises en équivalences.

Nous avons, pour notre part, pris en compte la valeur des intérêts minoritaires et des mises en équivalence au niveau de notre passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres.

Nous précisons que cette divergence de traitement a un impact non significatif aux bornes de la valeur du Groupe (et ainsi de l'appréciation de la valeur par action du Groupe).

(ii) *Variation du BFR*

L'Etablissement Présentateur fait tendre progressivement le BFR du Groupe vers un niveau normatif de -2,5% du chiffre d'affaires, tandis que nous appliquons ce pourcentage dès la première année du plan d'affaires.

Nous précisons que cette divergence de traitement a un impact non significatif aux bornes de la valeur du Groupe (et ainsi de l'appréciation de la valeur par action du Groupe).

4.2.2.2 - Extrapolation

Comme expliqué *supra*, nous n'avons pas procédé à l'extrapolation de la période explicite du plan d'affaires, tandis que l'Etablissement Présentateur procède à une extrapolation sur durée de deux ans.

Dans la mesure où cette extrapolation revient principalement à augmenter légèrement le taux de croissance en rapport du taux normatif retenu dans nos travaux, cette divergence a un impact non significatif aux bornes de la valeur du Groupe (et ainsi de l'appréciation de la valeur par action du Groupe).

4.2.2.3 - Flux normatif

La construction du flux normatif mise en œuvre par l'Etablissement Présentateur est cohérente avec notre position en termes de construction du flux normatif, la principale différence correspondant au taux de croissance à l'infini de 1,7% contre 1,9% pour notre part.

Cette différence, cumulée à l'impact de l'extrapolation mise en place par l'Etablissement Présentateur, impacte légèrement le chiffre d'affaires du flux normatif ressortant de nos travaux par rapport à celui retenu par l'Etablissement Présentateur.

Par ailleurs, nous avons retenu en normatif une hypothèse de rationalisation plus importante des frais généraux, aboutissant à une marge opérationnelle de 2,5%, tandis que l'Etablissement Présentateur a retenu la marge opérationnelle extériorisée sur sa période d'extrapolation (2,0%).

4.2.2.4 - Détermination du taux d'actualisation

L'analyse des approches respectives fait apparaître les divergences suivantes quant à l'estimation du coût des fonds propres :

Calcul du coût des fonds propres		Crowe HAF	Etablissement Présentateur
Taux sans risque	(1)	3,3%	3,3%
Prime de risque du marché	(2)	5,4%	7,3%
Beta désendetté	(3)	0,95	0,85
Gearing	(4)	0%	0%
Beta endetté	(5)	0,95	0,85
Prime de taille	(6)	4,5%	5,0%
Coût des fonds propres	(7)	12,9%	14,5%

(1) OAT 10 ans - Moy 6 mois au 21/05/2025

(2) Bloomberg - Moy 6 mois au 21/05/2025 marché français

(3) Moyenne 2 ans des comparables boursiers

(4) Gearing de la Société - $g=D/E$

(5) Formule d'Hamada

(6) Ibbotson 2024

(7) Formule du modèle MEDAF

Le taux d'actualisation retenu par l'Etablissement Présentateur (14,5%) est supérieur à celui que nous avons retenu (12,9%).

Les écarts observés proviennent principalement des sources de marché utilisées (notamment pour le calcul du Bêta et de la prime de risque marché) et des horizons temporels considérés pour la détermination de certains paramètres (taux sans risque et prime de risque)

L'approche de l'Etablissement Présentateur reste toutefois cohérente.

4.2.2.5 - Détermination du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

L'Etablissement Présentateur a retenu un passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres de 46,9m€ au 31 décembre 2024 intégrant la trésorerie nette pré-IFRS 16 au 31 décembre 2024 (75,8m€), des ajustements de BFR liés à la saisonnalité et du cycle fournisseur (-5,2m€) et des ajustements comptables (-10,4m€) principalement relatifs aux provisions et aux comptes-courants de nature financière, et de la distribution de dividendes prévue au mois de juin 2025 (-13,4m€).

Nous avons retenu un passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres correspondant à la somme de la trésorerie nette ajustée (42,3m€) détaillée dans la section 3.1.2 du présent rapport.

L'écart est peu significatif et porte principalement sur :

- la prise en compte pour notre part des intérêts minoritaires (-7,0m€) ;
- la prise en compte pour notre part des titres mis en équivalence (3,3m€) ;

- la prise en compte de la part de l'Etablissement Présentateur d'un ajustement du BFR pour saisonnalité (5,2m€). Nous n'avons pas ajusté le BFR dans la mesure où la variation est déjà incluse dans les flux au niveau de la méthode des DCF, et où il est considéré que les comparables boursiers subissent la même saisonnalité ; et
- le différentiel au niveau du montant de provisions (incluant la PIDR) retenu dans les éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres (-3,2m€).

Ces divergences conduisent à un écart de 4,6m€ de trésorerie supplémentaire pour l'Etablissement Présentateur.

4.2.2.6 - Conclusion sur la méthode des flux de trésorerie actualisés

La valeur centrale extériorisée par l'Etablissement Présentateur ressort en synthèse à 63,38€ et se situe en-deçà de la valeur extériorisée par nos travaux (68,80€). Cet écart résulte des différents points évoqués ci-avant.

Le Prix d'Offre coupon détaché de 71,00€ extériorise une prime de 12,0% sur la valeur centrale de l'Etablissement Présentateur.

4.2.3 - Méthode des comparables boursiers

4.2.3.1 - Choix de l'échantillon

Afin d'évaluer le Groupe, l'Etablissement Présentateur a retenu un échantillon composé de dix sociétés du secteur de la construction (Skanska, Strabag, Budimex, Balfour Beatty, Webuild, NCC, Per Aarsleff Holding, Kier Group, Implenla et Porr) évoluant exclusivement en Europe.

Nous avons pour notre part retenu un échantillon composé de six sociétés (NCC, Skanska, Balfour Beatty, Implenla, Porr et Per Aarsleff Holding), ces dernières étant toutes retenues par l'Etablissement Présentateur.

Nous n'avons pas retenu les sociétés Webuild, Kier, Strabag et Budimex pour les raisons évoquées en section 3.3.3.1.

4.2.3.2 - Choix des multiples et méthodologie

Les ratios médians retenus par l'Etablissement Présentateur correspondent à la valeur d'entreprise (hors prise en compte de la dette financière IFRS 16) divisée par l'EBIT.

Nous avons également privilégié le multiple d'EBIT pour les raisons exposées en section 3.3.3.3.

L'Etablissement Présentateur a, pour le calcul de leurs multiples de sociétés comparables, utilisé des données financières au 21 mai 2025, retenant ainsi la capitalisation boursière des sociétés comparables en moyenne 60 jours au 21 mai 2025 et la dernière dette nette publiée par ces sociétés à cette date.

Nous avons pour notre part retenu les mêmes hypothèses avec une date des données financières au 30 mai 2025 plus proche du dépôt de la note en réponse.

Les multiples moyens et médians retenus par l'Etablissement Présentateur ont été appliqués aux EBIT 2025 et 2026, étant précisé que l'EBIT 2025 du plan d'affaires a été retraité afin de tenir compte d'un montant normatif des frais généraux. Nous avons pour notre part retenu l'EBIT médian 2025, 2026 et 2027, retraité de la CVAE pour les raisons expliquées en sections 3.3.3.4 et 3.3.3.5, et sans procéder à un quelconque retraitement de normalisation des frais généraux.

L'Etablissement Présentateur a retenu un passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres correspondant à une trésorerie nette ajustée de 46,9m€ au 31 décembre 2024 alors que nous avons retenu un montant correspondant à une trésorerie nette ajustée de 42,3m€. Les principaux écarts étant expliqués en section 4.2.2.4 du présent rapport.

4.2.3.3 - Conclusion sur la méthode des comparables boursiers

La valeur de l'action du Groupe obtenue par l'Etablissement Présentateur en appliquant la méthode des comparables boursiers ressort dans une fourchette comprise entre 59,00€ et 74,14€.

Nous obtenons, pour notre part, une valeur de l'action du Groupe par la méthode des comparables boursiers de 66,20€ correspondant à la moyenne extériorisée par l'application du multiple d'EBIT médian aux années 2025, 2026 et 2027.

L'écart observé provient essentiellement des multiples retenus qui proviennent d'échantillons différents, de la prise en compte de moyennes et médianes par l'Etablissement Présentateur, des années retenues dans le cadre de la mise en œuvre de la méthode ainsi que du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres, comme explicité ci-avant.

Le Prix d'Offre coupon détaché de 71,00€ extériorise une prime (+) / décote (-) comprise entre - 4,2% et 20,3% sur les valeurs retenues par l'Etablissement Présentateur.

4.2.4 - Méthode des transactions comparables

4.2.4.1 - Choix de l'échantillon

L'Etablissement Présentateur a retenu deux échantillons distincts (l'un composé de transactions majoritaires et l'autre de transactions minoritaires) composés respectivement de 11 et de 7 transactions ayant eu lieu entre 2018 et 2024 sur le secteur de la construction en Europe.

Nous avons, pour notre part, retenu des transactions majoritaires et minoritaires¹² ayant eu lieu à partir de 2021 sur le secteur de la construction en Europe, correspondant à un échantillon de 7 transactions.

4.2.4.2 - Choix des multiples et méthodologie

Les multiples retenus par l'Etablissement Présentateur correspondent aux multiples moyens et médians d'EBIT ressortant des échantillons appliqués à l'EBIT 2024 du Groupe ramené à 2,0% du chiffre d'affaires, correspondant à la marge opérationnelle retenue en normatif par l'Etablissement Présentateur.

Nous avons, pour notre part, retenu le chiffre d'affaires 2024 pro forma retraité des cessions des entités canadiennes intervenues sur la période auquel nous avons appliqué un taux de marge de 2,5% du chiffre d'affaires, correspondant à la marge opérationnelle retenue en normatif par nos soins, afin de calculer l'EBIT 2024 applicable dans le cadre de la mise en œuvre de la méthode. L'EBIT de l'Etablissement Présentateur a été appliqué aux multiples moyens et médians de ses deux échantillons, tandis que nous avons appliqué l'EBIT au multiple médian ressortant de notre échantillon.

¹² Etant précisé que les transactions minoritaires prises en compte dans notre échantillon ont été considérées comme des transactions majoritaires pour les raisons présentées en section 3.3.4.1.

L'Etablissement Présentateur a retenu un passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres correspondant à une trésorerie nette ajustée de 46,9m€ au 31 décembre 2024 alors que nous avons retenu un montant correspondant à une trésorerie nette ajustée de 42,3m€. Les principaux écarts étant expliqués en section 4.2.2.4 du présent rapport.

4.2.4.3 - Conclusion sur la méthode des transactions comparables

La valeur de l'action du Groupe obtenue par l'Etablissement Présentateur en appliquant la méthode des comparables boursiers ressort dans une fourchette comprise entre 69,18€ et 78,89€.

Nous obtenons, pour notre part, une valeur de l'action du Groupe par la méthode des comparables boursiers de 79,02€ correspondant à la valeur extériorisée par l'application du multiple d'EBIT médian ressortant de notre échantillon à l'EBIT 2024 retraité du Groupe (explicité *supra*).

L'écart observé provient essentiellement des multiples retenus qui proviennent d'échantillons différents, de la prise en compte de moyennes et médianes par l'Etablissement Présentateur, des retraitements effectués dans le cadre de l'extériorisation de l'EBIT 2024, ainsi que du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres, comme explicité ci-avant.

Le Prix d'Offre coupon détaché de 71,00€ extériorise une prime (+) / décote (-) comprise entre -10,0% et 2,6% sur les valeurs retenues par l'Etablissement Présentateur.

Nous retenons aussi cette méthode à titre secondaire, pour les raisons exposées en section 3.2.5.

4.2.5 - Référence au cours de bourse

L'Etablissement Présentateur a retenu la référence au cours de bourse à titre indicatif.

L'Etablissement Présentateur présente en synthèse le cours moyen pondéré par les volumes spot et sur les 20, 60, 120 et 250 dernières séances boursières précédant le 21 mai 2025 correspondant au dernier jour de bourse avant l'annonce de l'opération de retrait.

Par ailleurs, l'Etablissement Présentateur procède à l'ajustement des cours de bourse analysés sur la période du dividende prévu en juin 2025 (11,33€ par action), dans le cadre de sa comparaison avec le Prix d'Offre coupon détaché de 71,00€.

Nous avons retenu, pour notre part à titre secondaire, le cours moyen pondéré par les volumes sur les 20 et 60 dernières séances boursières et le cours spot qui couvrent les périodes les plus récentes et qui intègrent les dernières informations financières et l'environnement macroéconomique dans lequel le Groupe évolue. Nous présentons également les cours moyens pondérés sur les 120, 180 et 250 dernières séances boursières.

En outre, nous avons également procédé au même retraitement du dividende prévu en juin 2025 dans le cadre de l'appréciation des références au cours de bourse en rapport du Prix d'Offre coupon détaché.

Le Prix d'Offre coupon détaché de 71,00€ extériorise une prime comprise entre 26,4% et 50,5% sur les différentes valeurs retenues par l'Etablissement Présentateur.

Nous n'avons pas de divergence d'appréciation sur les calculs effectués.

Cependant, nous retenons la méthode du cours de bourse à titre secondaire comme expliqué en section 3.3.

4.2.6 - Référence à l'actif net comptable

L'Etablissement Présentateur a retenu, à titre indicatif, la référence à l'actif net comptable dans le cadre de l'évaluation des titres du Groupe.

Il extériorise un actif net comptable au 31 décembre 2024 à 73,6m€, soit une valeur de 62,30€ par action. Par ailleurs, l'Etablissement Présentateur procède à l'ajustement de l'actif net comptable du dividende prévu en juin 2025 (11,33€ par action), dans le cadre de sa comparaison avec le Prix d'Offre coupon détaché de 71,00€.

Le Prix d'Offre coupon détaché de 71,00€ extériorisant une prime de 39,3% sur la valeur de 50,97€¹³.

Nous excluons pour notre part cette méthode, pour les raisons exposées en section 3.2.1.

¹³ 50,97 = 62,30 - 11,33

5 - Analyse des éléments connexes à l'Offre

Nous avons examiné l'ensemble des éléments connexes à l'Offre susceptible d'avoir une incidence sur le Prix d'Offre. Les résultats de notre analyse sont présentés ci-dessous.

5.1 - Mécanisme de liquidité pour les détenteurs d'actions gratuites

Le 22 janvier 2024, l'Initiateur a conclu avec les bénéficiaires des AGA 2022 et AGA 2023 un mécanisme de liquidité (ci-après « Accords de Liquidité ») basé sur des promesses de vente et d'achat (promesses croisées).

Les actions gratuites attribuées au titre des plans AGA 2022 et AGA 2023 sont actuellement en période de conservation, de telle sorte que leurs bénéficiaires ne peuvent pas les apporter à l'Offre. Par conséquent, l'Initiateur s'est engagé irrévocablement à racheter ces actions dans un délai de vingt jours calendaires suivant la fin de leur période de conservation, si un bénéficiaire souhaite les céder (la « Promesse d'Achat »). Réciproquement, chaque bénéficiaire s'est engagé de manière irrévocable à vendre ces actions à l'Initiateur dans un délai de vingt jours calendaires après la fin de la période d'exercice de la Promesse d'Achat, si l'Initiateur souhaite les acquérir (la « Promesse de Vente »).

Les AGA 2022 et 2023 consistent en 9.539 actions et se définissent comme suit :

- 4.159 actions au capital de la Société, issues du plan d'AGA 2022, attribuées gratuitement de manière définitive au profit de 11 bénéficiaires salariés du Groupe, lesquelles sont soumises à une période de conservation de deux ans qui expirera le 18 janvier 2026 ; et
- 5.380 actions au capital de la Société, issues du plan d'AGA 2023, attribuées gratuitement de manière définitive au profit de 10 bénéficiaires salariés du Groupe, lesquelles sont soumises à une période de conservation de deux ans qui expirera le 17 janvier 2027.

L'exercice des promesses de vente et d'achat est soumis à des conditions liées à un défaut de liquidité, défini par la survenance de l'un des cas suivants :

- les actions émises par la Société ne sont plus admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext Paris ; ou
- les actions émises par la Société sont admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext Paris mais le volume moyen journalier d'actions de Groupe ETPO échangé au cours des 20 jours de bourse précédant la date à laquelle est appréciée la liquidité est inférieur à 50 actions ordinaires, sur la base des informations publiées par Euronext Paris.

La Promesse d'Achat et la Promesse de Vente pourront être exercées à un prix déterminable, selon une méthode cohérente avec le Prix de la Précédente Offre, suivant l'application d'une formule calculée sur la base (i) du multiple d'EBITDA appliqué à l'Acquisition du Bloc de Contrôle et à la détermination du Prix de la Précédente Offre (tels que ces termes y sont définis), appliqué au dernier EBITDA consolidé en année pleine et (ii) de la trésorerie nette et consolidée du Groupe arrêtée à la date de détermination de l'EBITDA, calculée selon les modalités qui étaient applicables dans le cadre de l'Acquisition du Bloc de Contrôle.

Dans ce cadre, le mécanisme de liquidité précédemment décrit n'a pas pour effet d'avantager certains actionnaires de manière particulière, mais vise uniquement à répondre à un besoin éventuel de liquidité.

Il est également important de souligner que ces dispositifs exposent leurs bénéficiaires à la fois à un potentiel de hausse, en cas d'amélioration des indicateurs opérationnels du Groupe, et à un

risque de baisse si les performances réalisées s'avéraient inférieures aux prévisions. Ces mécanismes ne garantissent donc aucune valeur et ne portent ainsi pas atteinte au principe d'égalité de traitement entre tous les actionnaires du Groupe.

Par ailleurs, nous avons procédé à une analyse de la valeur par action du Groupe qui ressortirait de l'application de la formule, sur la base des comptes 2024 et de la définition des modalités applicables dans le cadre de l'ajustement de la position de trésorerie nette et consolidée du Groupe lors de l'Acquisition du Bloc de Contrôle.

Dans la mesure où les derniers comptes disponibles lors de la période d'exercice des Promesses d'Achat et des Promesses de Vente seront les comptes semestriels 2025 et 2026, ils intégreront les effets de la mise en place progressive de *management fees* par le groupe Spie Batignolles (applicables à partir de l'année 2025).

A ce titre, nous avons retraité l'EBITDA des comptes consolidés au 31 décembre 2024 pour tenir compte des effets de ces *management fees*. Nous précisons que nous avons retenu le montant minimum de *management fees* applicable sur la période dans le cadre du retraitement, ce qui a pour effet de maximiser la valeur par action du Groupe ressortant de notre analyse.

Par ailleurs, s'il s'avère difficile de reproduire ou de traiter à l'identique certains des retraitements mis en œuvre dans le cadre du calcul de la position de trésorerie nette ajustée lors de l'Acquisition du Bloc de Contrôle, dans la mesure où ils sont la conséquence de travaux de *due diligence* financières, nous nous sommes assurés que les *items* concernés correspondaient à des éléments non significatifs aux bornes de la valeur par action du Groupe ou avons retenu des hypothèses simplificatrices dans le cadre de notre analyse.

Il ressort de l'application de la formule, après prise en compte de l'ensemble des éléments susmentionnés, une valeur par action du Groupe inférieure au prix proposé dans le cadre de l'OPR-RO. Par conséquent, le prix par action issu de l'application du mécanisme de liquidité ne soulève pas de remarque particulière de notre part.

Ainsi, le mécanisme de liquidité conclu le 22 janvier 2024 entre l'Initiateur et les bénéficiaires des AGA 2022 et AGA 2023 n'est pas de nature à remettre en cause le caractère équitable de l'Offre d'un point de vue financier.

6 - Analyse des observations écrites d'actionnaires

6.1 - Présentation des arguments développés dans les observations

Nous n'avons pas reçu à la date du présent rapport d'observations écrites de la part d'actionnaires minoritaires.

6.2 - Analyse et appréciation des observations

N'ayant reçu aucune observation écrite d'actionnaires minoritaires, nous n'avons pas eu à analyser et apprécier d'éventuelles observations de leur part.

7 - Conclusion sur le caractère équitable du prix offert

Le tableau ci-dessous présente l'ensemble des résultats obtenus par nous-mêmes et l'Etablissement Présentateur et fait ressortir les primes (+) ou décotes (-) suivantes par rapport aux valeurs résultant des méthodes d'évaluation que nous avons jugées pertinentes :

en €/action	Etablissement Présentateur			Expert Indépendant	Primes (+) / Décotes (-) offerte par le prix d'Offre coupon détaché (71,00€)
	Bas	Valeur centrale coupon détaché de 11,33€	Haut	Valeur centrale coupon détaché de 11,33€	
Méthodes retenues à titre principal :					
Références aux transactions récentes sur le capital*		49,67 €		49,67 €	42,9%
Méthode des flux de trésorerie actualisés	61,80 €	63,38 €	65,22 €	68,80 €	3,2%
Méthode des comparables boursiers	59,00 €		74,14 €	66,20 €	7,3%
Méthodes retenues à titre secondaire :					
Méthodes des transactions comparables	69,18 €		78,89 €	79,02 €	-10,1%
Référence au cours de bourse					
Cours spot (au 21 mai 2025)		56,17 €		56,17 €	26,4%
Cours moyen pondéré 20 jours**		50,72 €		50,72 €	40,0%
Cours moyen pondéré 60 jours**		49,64 €		49,64 €	43,0%
Cours moyen pondéré 120 jours**		48,75 €		48,75 €	45,6%
Cours moyen pondéré 180 jours**		n.a		46,92 €	51,3%
Cours moyen pondéré 250 jours**		47,17 €		47,17 €	50,5%
Méthode écartée :					
Référence à l'Actif Net Comptable au 31 décembre 2024		50,97 €		n.a	n.a

n.a : non applicable

* Acquisition du Bloc de Contrôle, OPAS & Acquisition sur et hors marché (entre juin24 à fév25)

** Calcul des cours moyen pondérés au 21/05/2025

A la date du dépôt du Projet de Note d'Information, l'Initiateur détient 1.150.494 actions du capital du Groupe. En incluant les actions en auto-détention, soit 18.665 actions, l'Initiateur détient 97,43% du capital du Groupe et 97,43% de ses droits de vote.

Cette détention au capital du Groupe par l'Initiateur fait suite à la réalisation de différentes opérations :

- l'Acquisition du Bloc en janvier 2024 auprès de Embregour et de 9 membres de la famille Tardy, représentant au total 754.537 actions, soit 62,88% du capital et des droits de vote théoriques de la Société ;
- l'acquisition de titres résultant de la réalisation de l'OPAS, représentant 358.973 actions, soit 29,91% du capital et des droits de vote théoriques de la Société ;
- l'acquisition de titres sur et hors marché entre le 13 juin 2024 et le 10 février 2025, représentant 36.984 actions, soit 3,08% du capital et des droits de vote théoriques de la Société.

Le 22 mai 2025, l'Initiateur a fait connaître au marché son intention de déposer une Offre Publique de Retrait visant à acquérir l'intégralité des actions du Groupe non détenues directement ou indirectement, représentant 2,57% du capital et 2,57% des droits de vote du Groupe, au prix de 71,00€ par action (coupon détaché) ou 82,33€ par action (coupon attaché).

A l'issue de l'Offre, une procédure de Retrait Obligatoire sera mise en œuvre par l'Initiateur afin de se voir transférer les actions non présentées à l'Offre en contrepartie d'une indemnité de 71,00€ par action (coupon détaché) ou 82,33€ (coupon attaché), égale au Prix d'Offre.

Par ailleurs, cette procédure de retrait obligatoire ne visera pas les actions attribuées gratuitement dont la période de conservation expirera après la date estimée de clôture de l'OPR-RO.

Les actionnaires du Groupe ont donc la possibilité de céder immédiatement dans le cadre de l'Offre l'intégralité de leurs actions au Prix d'Offre, soit 71,00€ (coupon détaché) ou 82,33€ (coupon attaché), ou bien de se faire indemniser au même prix (net de tous frais) dans le cadre de la mise en œuvre par l'Initiateur du Retrait Obligatoire.

Notre analyse de la valeur de l'action du Groupe fait ressortir des valeurs sur une base coupon détaché :

- de 49,67€ pour les références aux transactions récentes sur le capital du Groupe (méthode retenue à titre principal) ;
- de 68,80€ pour la méthode des flux de trésorerie actualisés (méthode retenue à titre principal) ;
- de 66,20€ pour la méthode des comparables boursiers (méthode retenue à titre principal) ;
- de 79,02€ pour la méthode des transactions comparables (méthode retenue à titre secondaire) ;
- comprises entre 49,64€ (cours moyen pondéré 60 jours) et 56,17€ (cours spot au 21 mai 2025) pour la référence aux moyennes de cours de bourse (méthode retenue à titre secondaire).

Le prix offert de 71,00€ par action (coupon détaché) dans le cadre de l'Offre présente :

- une prime de 42,9% sur la valeur ressortant de la méthode des transactions récentes ;
- une prime de 3,2% sur la valeur ressortant de la méthode des flux de trésorerie actualisés ;
- une prime de 7,3% sur la valeur ressortant de la méthode des comparables boursiers ;
- une décote de -10,1% sur la valeur ressortant de la méthode des transactions comparables ;
- une prime comprise entre 26,4% (cours spot au 21 mai 2025) et 43,0% (cours moyen pondéré 60 jours) sur la référence au cours de bourse.

En outre, l'examen des éléments connexes à l'Offre nous permet de conclure que ceux-ci ne sont pas de nature à remettre en cause l'équité du Prix d'Offre.

Par ailleurs, nous rappelons à toute fin utile que les effets des synergies/dissynergies attendues du rapprochement du Groupe et de l'Initiateur sont non significatifs, pour les raisons expliquées en section 3.4. A ce titre, leur absence de chiffrage dans le cadre de la réalisation de la présente Offre n'est pas de nature à remettre en cause l'équité du Prix d'Offre.

En synthèse, l'Offre constitue pour les actionnaires du Groupe une possibilité de bénéficier d'une liquidité immédiate de leur participation à un prix supérieur au prix constaté sur les opérations d'acquisition de blocs par l'Initiateur, et présentant des primes sur les méthodes d'évaluation retenues à titre principal mises en œuvre par nos soins.

Sur la base de l'ensemble de ces éléments d'appréciation, notre opinion est que le prix de 71,00€ par action (coupon détaché) et 82,33€ par action (coupon attaché), proposé par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire, est équitable, du point de vue financier, pour les actionnaires minoritaires de la société Groupe ETPO.

Fait à Levallois-Perret, le 13 juin 2025

L'expert indépendant
Crowe HAF
Membre de Crowe Global



Olivier Grivillers

8 - Annexe – Lettre de mission

Groupe ETPO SA



CROWE HAF

A l'attention de Monsieur Olivier GRIVILLERS

16 rue Camille Pelletan

92300 Levallois-Perret

Nanterre, le 24 avril 2025

Objet : expertise indépendante dans le cadre d'une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire visant les actions de la société Groupe ETPO

Cher Monsieur,

En application du Titre III du Livre II, et plus particulièrement des articles 236-3 et 237-1 et suivants du règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (« **AMF** »), Groupe Spie batignolles, société par actions simplifiée au capital social de 38.810.620 euros, dont le siège social est situé 157 avenue Charles de Gaulle – 92200 Neuilly-sur-Seine, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Nanterre sous le numéro 844 936 781 (« **Groupe Spie batignolles** » ou l'« **Initiateur** »), envisage d'offrir de manière irrévocable aux actionnaires de Groupe ETPO, société anonyme à conseil d'administration au capital social de 24.000.000 euros, dont le siège social est situé 30 avenue du Général Gallieni – 92000 Nanterre, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Nanterre sous le numéro 855 800 413 et dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment C du marché réglementé d'Euronext Paris (« **Euronext Paris** ») sous le code ISIN FR0000066219 - INFE (« **Groupe ETPO** » ou la « **Société** ») afin d'acquérir en numéraire la totalité des actions ordinaires Groupe ETPO (les « **Actions** ») que l'Initiateur ne détient pas encore, en contrepartie d'une indemnité en numéraire égale au Prix de l'Offre, en cours de détermination par l'Initiateur¹ (le « **Prix de l'Offre** »), nette de tous frais, dans le cadre d'une offre publique de retrait (« **Offre Publique de Retrait** ») qui sera immédiatement suivie d'une procédure de retrait obligatoire (le « **Retrait Obligatoire** » et, avec l'Offre Publique de Retrait, l'« **Offre** »).

La Société est la société de tête du groupe E.T.P.O. (le « **Groupe ETPO** »), qui est spécialisé dans le secteur du bâtiment et des travaux publics (BTP) : bâtiments, ouvrages d'art et génie civil, travaux spéciaux, travaux maritimes, fluviaux et sous-marins.

Créée le 23 décembre 1913 par un groupe d'industriels nantais pour réaliser des travaux maritimes et fluviaux en Basse-Loire, Entreprise de Travaux Publics de l'Ouest (ETPO) était contrôlée historiquement par le groupe familial Tardy.

Le 26 février 2024, l'Initiateur a déposé un projet d'offre publique d'achat simplifiée auprès de l'AMF visant l'ensemble des Actions Groupe ETPO (anciennement C.I.F.E.) non détenues par l'Initiateur au prix dividende détaché de 61,0 € par action Groupe ETPO (la « **Précédente Offre** »). La Précédente Offre, déclarée conforme par l'AMF le 26 février 2024, a été ouverte le 21 mars 2024 et s'est clôturée le 4 avril 2024.

¹ L'assemblée générale annuelle des actionnaires de Groupe ETPO devant se réunir le 16 juin 2025 sera appelée à se prononcer sur la distribution d'un dividende de 11,33 euros par action. En cas d'approbation de cette distribution, le Prix de l'Offre sera ajusté d'un montant de 11,33 euros à compter de la date de détachement du dividende prévue avant la fin du mois de juin 2025.



Siège Administratif Holding
Immeuble Armen
2 Impasse Charles Trenet – BP 60358
44803 SAINT-HERBLAIN CEDEX

Tél. + 33 (0) 2 40 44 27 00

S.A. au capital de 24 000 000 € - RC NANTERRE 855 800 413 - SIRET 855 800 413 00061 - Code APE 6420Z

Siège Social
30 avenue Général Gallieni
92000 NANTERRE

À la suite de la Précédente Offre, comme annoncé par un communiqué de presse en date du 8 avril 2024, l'Initiateur détenait, directement et par assimilation, 1.137.555 Actions de la Société, représentant, à cette date, 94,80 % du capital social et des droits de vote de la Société, en tenant compte des 24.045 Actions auto-détenues en propre par la Société et ainsi détenues par assimilation par l'Initiateur, de sorte qu'à la clôture de la Précédente Offre, et à la date des présentes, les actionnaires minoritaires de la Société détenaient et détiennent toujours moins de 10,00 % du capital et des droits de vote de la Société.

En conséquence de diverses acquisitions sur le marché et hors marché après la clôture de la Précédente Offre, l'Initiateur détient désormais, directement, 97,43 %² du capital et des droits de vote de la Société et les actionnaires minoritaires de la Société détiennent toujours moins de 10,00 % de son capital et de ses droits de vote.

Par décision en date du 17 avril 2025, le conseil d'administration de la Société a mis en place en son sein un comité ad hoc (le « **Comité Ad Hoc** ») constitué de trois membres du conseil d'administration de la Société dont deux membres indépendants dont un en assure la Présidence et ayant pour mission de (i) proposer au conseil d'administration de la Société la désignation de l'expert indépendant, (ii) assurer le suivi des travaux de l'expert indépendant et (iii) préparer un projet d'avis motivé concernant le projet d'Offre.

Dans ce contexte, la mission du Comité Ad Hoc vise à proposer au conseil d'administration de la Société la désignation d'un expert indépendant chargé d'établir un rapport sur les conditions financières du projet d'Offre en application des articles 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF, de superviser les travaux dudit expert indépendant et d'émettre une recommandation d'avis motivé sur le projet d'Offre au conseil d'administration de la Société. Elle inclut également l'examen des accords ou éléments susceptibles d'avoir une incidence sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre, le cas échéant.

Dans le cadre de la préparation du projet d'Offre et, sur recommandation du Comité Ad Hoc, le conseil d'administration de la Société a nommé, le 24 avril 2025, le cabinet Crowe HAF, représenté par M. Olivier Grivillers, en qualité d'expert indépendant avec pour mission de préparer un rapport sur les conditions financières de l'Offre (l'« **Expert Indépendant** »).

Cette désignation est intervenue sur le fondement des articles 261-1, I. 1°, 2° et 4° et II. du Règlement général de l'AMF et de son instruction d'application n°2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante, elle-même complétée des recommandations de l'AMF en date du 28 septembre 2006, modifiées les 19 octobre 2006, 27 juillet 2010 et 10 février 2020.

C'est dans ce contexte que nous vous faisons parvenir cet ordre de mission dont le contenu a été validé par le Comité Ad Hoc.

Objectifs et cadre réglementaire de votre mission

Votre mission consistera en la remise d'un rapport d'expertise indépendante, qui comprendra en conclusion une attestation d'équité sur les conditions financières de l'Offre, y compris dans l'hypothèse du retrait obligatoire et répondant aux dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF, des instructions d'application n°2006-07 et n°2006-08 relatives respectivement aux offres publiques d'acquisition et à l'expertise indépendante, ainsi que la recommandation AMF n°2006-15 relative à l'expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières (la « **Mission** »).

² Les 18.665 Actions auto-détenues par la Société sont assimilées aux titres détenus par l'Initiateur en application de l'article L. 233-9 2° du Code de commerce.



Cette expertise indépendante vise à apprécier le Prix de l'Offre qui sera proposé aux actionnaires minoritaires et qui servira dans le cadre du Retrait Obligatoire, et à vous prononcer sur l'équité des conditions financières de l'Offre (incluant le Retrait Obligatoire). Il devra permettre au conseil d'administration de la Société d'apprécier les conditions financières proposées par l'Initiateur afin de rendre un avis motivé.

Plus précisément, votre intervention est requise au titre des dispositions suivantes de l'article 261-1 du Règlement général de l'AMF :

« I. - La société visée par une offre publique d'acquisition désigne un expert indépendant lorsque l'opération est susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein de son conseil d'administration, de son conseil de surveillance ou de l'organe compétent, de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé mentionné à l'article 231-19 ou de mettre en cause l'égalité des actionnaires ou des porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'offre.

Il en est ainsi notamment dans les cas suivants :

1. *Lorsque la société visée est déjà contrôlée au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce, avant le lancement de l'opération, par l'initiateur de l'offre ;*

2. *Lorsque les dirigeants de la société visée ou les personnes qui la contrôlent au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce ont conclu un accord avec l'initiateur de l'offre susceptible d'affecter leur indépendance ;*

(...)

4. *Lorsqu'il existe une ou plusieurs opérations connexes à l'offre susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix ou la parité de l'offre publique considérée ;*

(...)

II. - La société visée désigne également un expert indépendant préalablement à la mise en œuvre d'un retrait obligatoire sous réserve des dispositions de l'article 237-3. »

En effet :

- l'Initiateur détient 97,43 %³ du capital et des droits de vote de la Société et à ce titre contrôle la Société préalablement au lancement de l'Offre ;
- Monsieur Jean-Charles Robin, président de l'Initiateur, est également président du conseil d'administration de la Société et plusieurs membres du conseil d'administration de la Société sont salariés du groupe Spie batignolles ; et
- des accords de liquidité ont été conclus en date du 22 janvier 2024 (i) entre l'Initiateur et les 11 bénéficiaires de 4.159 actions de la Société attribuées gratuitement dans le cadre du plan AGA₂₀₂₂ et (ii) entre l'Initiateur et les 10 bénéficiaires de 5.380 actions de la Société attribuées gratuitement dans le cadre du plan AGA₂₀₂₃.



³ Les 18.665 Actions auto-détenues par la Société sont assimilées aux titres détenus par l'Initiateur en application de l'article L. 233-9 2° du Code de commerce.

Calendrier envisagé de l'opération

Votre Mission s'inscrira dans le calendrier suivant concernant l'Offre :

17 avril 2025	Constitution du Comité Ad Hoc par le conseil d'administration de la Société
24 avril 2025	Désignation de l'Expert Indépendant par le conseil d'administration de la Société, sur proposition du Comité Ad Hoc
22 mai 2025	Dépôt du projet d'Offre et du projet de note d'information relatif à l'Offre
13 juin 2025	Remise du rapport de l'Expert Indépendant et réunion du conseil d'administration de la Société à l'effet d'émettre un avis motivé sur l'Offre
13 juin 2025	Dépôt du projet de note en réponse de la Société relatif à l'Offre
16 juin 2025	Assemblée générale annuelle de la Société
2 juillet 2025	Déclaration de conformité de l'AMF
4 juillet 2025 – 17 juillet 2025	Période d'Offre

Nous avons compris de nos échanges que vous disposiez des ressources nécessaires pour accomplir cette Mission dans les délais impartis, étant précisé que l'article 262-1 II du Règlement général de l'AMF prévoit qu'une fois désigné, l'expert doit disposer d'un délai suffisant pour élaborer son rapport en fonction de la complexité de l'opération et de la qualité de l'information mise à sa disposition et que ce délai ne peut être inférieur à vingt jours de négociation. Ce délai minimum s'entend à compter de la réception de l'ensemble de la documentation nécessaire à l'élaboration de votre rapport. Vous nous avez confirmé lors de nos échanges que vous disposiez d'ores et déjà de l'ensemble de la documentation nécessaire à l'élaboration de votre rapport. En conséquence, le calendrier susvisé est conforme à ce délai.

Diligences à effectuer

Les diligences qui seront mises en œuvre par vos soins en votre qualité d'Expert Indépendant dans le cadre de la Mission comprendront notamment, conformément aux dispositions du Règlement général de l'AMF susvisé et de son instruction d'application n°2006-08 relative à l'expertise indépendante, elle-même complétée de la recommandation de l'AMF 2006-15 :

- des entretiens réguliers avec les équipes de direction la Société et le Comité Ad Hoc ;
- la détermination et la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritères de la Société (analyse du cours de bourse, flux de trésorerie prévisionnels actualisés (DCF), comparables boursiers, transactions comparables, objectifs de cours des analystes, transactions récentes sur le capital de la Société...);
- l'analyse critique du rapport d'évaluation préparé par l'établissement présentateur de l'Offre (ODDO BHF SCA) ;
- l'établissement d'un rapport dont la conclusion sera présentée sous forme d'une attestation d'équité ; et
- la gestion des potentiels échanges que vous pourriez avoir avec les actionnaires minoritaires et l'AMF.



Conflit d'intérêt

Sur la base des informations portées à notre connaissance, nous comprenons que le cabinet CROWE HAF, ainsi que ses associés et notamment Monsieur Olivier Grivillers, sont indépendants au sens des articles 261-1 et suivants du Règlement général de l'AMF et ne se trouvent notamment dans aucun des cas de conflit d'intérêts visés à l'article 1 de l'instruction AMF 2006-08 relative à l'expertise indépendante.

Veuillez agréer, Cher Monsieur, en l'expression de nos salutations distinguées.



Monsieur Olivier TARDY
Directeur Général de Groupe ETPO SA