

PROJET D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT

VISANT LES ACTIONS, LES OBLIGATIONS À OPTION DE REMBOURSEMENT EN NUMÉRAIRE ET/OU EN ACTIONS NOUVELLES ET/OU EXISTANTES VENANT A ECHEANCE LE 1^{ER} JUILLET 2019 (ORNANE 2019), ET LES OBLIGATIONS À OPTION DE REMBOURSEMENT EN NUMÉRAIRE ET/OU EN ACTIONS NOUVELLES ET/OU EXISTANTES VENANT A ECHEANCE LE 1^{ER} JUILLET 2021 (ORNANE 2021) DE LA SOCIÉTÉ



INITIÉE PAR



PRESENTÉE PAR



PROJET DE NOTE EN RÉPONSE ÉTABLI PAR LA SOCIÉTÉ ÉTABLISSEMENTS MAUREL & PROM



Le présent projet de note en réponse a été déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« AMF ») le 2 décembre 2016, conformément aux dispositions des articles 231-19 et 231-26 de son Règlement général.

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'AMF.

Avis Important

En application des articles 231-19 et 261-1 et suivants du Règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet Ledouble, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans le présent projet de note en réponse.

Le présent projet de note en réponse est disponible sur le site internet de la société Etablissements Maurel & Prom (www.maureletprom.fr) ainsi que sur celui de l'AMF (www.amf-france.org) et peut être obtenu sans frais auprès de :

Etablissements Maurel & Prom
51, rue d'Anjou
75008 Paris

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du Règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la société Etablissements Maurel & Prom seront déposées auprès de l'AMF et mises à la disposition du public, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique d'achat, dans les mêmes conditions.

Un communiqué sera publié, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique d'achat, pour informer le public des modalités de mise à disposition de ces informations conformément aux dispositions de l'article 221-3 du Règlement général de l'AMF.

SOMMAIRE

1.	RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE.....	5
2.	CONTEXTE ET MOTIFS DE L'OFFRE	7
2.1	Contexte de l'Offre.....	7
2.2	Actions détenues par l'Initiateur	9
2.3	Rappel des principaux termes de l'Offre	9
2.3.1	Seuil de caducité.....	9
2.3.2	Autorisations réglementaires	9
2.3.3	Ajustement des termes de l'Offre.....	9
2.3.4	Complément de prix éventuel	10
2.3.5	Situation des bénéficiaires d'Actions Gratuites – Mécanisme de liquidité.....	12
3.	AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE	12
4.	INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE	17
5.	INTENTIONS DE LA SOCIÉTÉ RELATIVE AUX ACTIONS AUTO-DÉTENUES OU D'AUTOCONTRÔLE	18
6.	ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRÉCIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE	18
7.	ÉLÉMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE.....	18
7.1	Structure et répartition du capital	18
7.2	Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et au transfert d'actions ou clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce	19
7.2.1	Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et au transfert d'Actions.....	19
7.2.2	Clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce.....	19
7.3	Participations directes et indirectes représentant plus de cinq pourcents du capital et des droits de vote de la Société.....	19
7.4	Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci.....	19
7.5	Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier	20
7.6	Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote... ..	20
7.7	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration et à la modification des statuts de la Société.....	20
7.8	Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres.....	20
7.8.1	Délégations et autorisations financières accordées par l'Assemblée générale des actionnaires	20
7.8.2	Plans d'Actions Gratuites.....	24
7.9	Impact d'un changement de contrôle sur les accords significatifs conclus par la Société.....	25
7.9.1	Contrats de financement.....	25
7.9.2	ORNANE.....	25
7.9.3	Permis, licences et contrats d'association portant sur des actifs en production	27
7.10	Accords prévoyant des indemnités de départ et de licenciement pour les salariés, en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique.....	27

8.	AVIS DU COMITÉ D'ENTREPRISE	28
9.	RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT	28
9.1	Désignation de l'expert indépendant.....	28
9.2	Rapport de l'expert indépendant	28
10.	MODALITÉS DE MISE À DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES À LA SOCIÉTÉ	139
11.	PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITÉ DU PROJET DE NOTE EN RÉPONSE.....	139

1. RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE

En application du titre III du livre II et plus particulièrement des articles 232-1 et suivants du Règlement général de l'AMF, PT. PERTAMINA INTERNASIONAL EKSPLORASI DAN PRODUKSI, société de droit indonésien, domiciliée à Jakarta (Indonésie) et dont le siège social est situé Patra Jasa Office Tower 3A Fl., Jalan Gatot Subroto Kav. 32-34, South Jakarta 12950 (Indonésie), constituée par acte notarié No. 18 en date du 18 novembre 2013 par devant Lenny Janis Ishak, S.H., notaire à Jakarta (Indonésie) (« **PIEP** » ou l'« **Initiateur** »), contrôlée par PT. PERTAMINA (PERSERO), société de droit indonésien, domiciliée à Jakarta (Indonésie) et dont le siège social est situé Jalan Medan Merdeka Timur No. 1A, Jakarta 10110 (Indonésie), constituée par acte notarié No. 20 en date du 17 septembre 2003 par devant Lenny Janis Ishak, S.H., notaire à Jakarta (Indonésie) (« **Pertamina** »), propose de manière irrévocable aux actionnaires ainsi qu'aux porteurs d'ORNANE (tel que ce terme est défini ci-après) de la société Etablissements Maurel & Prom, société anonyme au capital de 150.412.041,01 euros, dont le siège social est situé 51, rue d'Anjou - 75008 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 457 202 331 (« **M&P** » ou la « **Société** »), d'acquérir leurs titres dans les conditions décrites dans le projet de note d'information de l'Initiateur déposé le 2 décembre 2016 auprès de l'AMF (le « **Projet de Note d'Information** ») au prix unitaire de :

- 4,20 euros par action de la Société, assorti d'un éventuel complément de prix de 0,50 euro par action de la Société payable dans les conditions et selon les modalités décrites à la section 2.4 du Projet de Note d'Information et reprises à la section 2.3.4 du présent projet de note en réponse établi par la Société (le « **Projet de Note en Réponse** ») ;
- 17,26 euros par obligation à option de remboursement en numéraire et/ou en actions nouvelles et/ou existantes venant à échéance le 1^{er} juillet 2019, émises par la Société et en circulation (les « **ORNANE 2019** »)¹, augmenté du coupon couru (défini comme le coupon calculé au *pro rata* du nombre de jours écoulés entre (i) la dernière date de détachement du coupon (incluse)² et (ii) la date de règlement-livraison (exclue) des ORNANE 2019 dans le cadre de l'Offre ou, le cas échéant, de l'Offre Réouverte (tels que ces termes sont définis ci-dessous) (ci-après le « **Coupon Couru 2019** »)). Le montant du Coupon Couru 2019 sera calculé conformément aux modalités décrites dans le Contrat d'Emission des ORNANE 2019 ;
- 11,02 euros par obligation à option de remboursement en numéraire et/ou en actions nouvelles et/ou existantes venant à échéance le 1^{er} juillet 2021, émises par la Société et en circulation (les « **ORNANE 2021** »)³, augmenté du coupon couru (défini comme le coupon calculé au *pro rata* du nombre de jours écoulés entre (i) la dernière date de détachement du coupon (incluse)⁴ et (ii) la date de règlement-livraison (exclue) des ORNANE 2021 dans le cadre de l'Offre ou, le cas échéant, de l'Offre Réouverte (ci-après le « **Coupon Couru 2021** »)). Le montant du Coupon Couru 2021 sera calculé conformément aux modalités décrites dans la Note d'Opération ORNANE 2021 ;
(l'« **Offre** »).

Les montants respectifs du Coupon Couru 2019 et du Coupon Couru 2021 seront communiqués au marché dans l'avis de résultat de l'Offre et, le cas échéant, dans l'avis de résultat de l'Offre réouverte en application de l'article 232-4 du Règlement général de

¹ L'émission des ORNANE 2019 a fait l'objet d'un contrat d'émission en date du 6 juin 2014 (le « **Contrat d'Emission des ORNANE 2019** »).

² Etant précisé que les ORNANE 2019 portent intérêt au taux nominal annuel de 1,625 % payable semi-annuellement à terme échu le 1^{er} janvier et le 1^{er} juillet de chaque année (ou le premier jour ouvré suivant si cette date n'est pas un jour ouvré). L'Initiateur indique à titre indicatif, dans le Projet de Note d'Information, qu'à sa connaissance, un coupon de 0,14 euro par ORNANE 2019 sera mis en paiement par la Société le 2 janvier 2017.

³ L'émission des ORNANE 2021 a fait l'objet d'une note d'opération faisant partie du prospectus visé par l'AMF le 12 mai 2015 sous le numéro 15-194 (la « **Note d'Opération ORNANE 2021** »). La Note d'Opération ORNANE 2021 est disponible sur le site internet de l'AMF (www.amf-france.org).

⁴ Etant précisé que les ORNANE 2021 portent intérêt au taux nominal annuel de 2,75 % payable semi-annuellement à terme échu le 1^{er} janvier et le 1^{er} juillet de chaque année (ou le premier jour ouvré suivant si cette date n'est pas un jour ouvré). L'Initiateur indique à titre indicatif, dans le Projet de Note d'Information, qu'à sa connaissance, un coupon de 0,15 euro par ORNANE 2021 sera mis en paiement par la Société le 2 janvier 2017.

l'AMF (l'« **Offre Réouverte** ») diffusés par l'AMF et dans la notice d'Euronext Paris relative au calendrier de règlement – livraison de l'Offre et, le cas échéant, celle de l'Offre Réouverte (soit, selon le calendrier indicatif figurant dans le Projet de Note d'Information, le 25 janvier 2017 pour l'Offre et, le cas échéant, le 14 février 2017 pour l'Offre Réouverte).

Les actions de la Société sont admises aux négociations sur le compartiment B du marché réglementé d'Euronext à Paris (« **Euronext Paris** ») sous le code ISIN FR0000051070, les ORNANE 2019 sont admises aux négociations sur le Marché Libre de la bourse de Francfort (le « **Freiverkehr** ») sous le code ISIN FR0011973577 et les ORNANE 2021 sont admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext à Paris sous le code ISIN FR0012738144.

Conformément aux dispositions de l'article 231-6 du Règlement général de l'AMF et au Projet de Note d'Information, le projet d'Offre porte sur la totalité :

- des actions existantes de la Société non détenues par l'Initiateur (directement ou indirectement, seul ou de concert), soit, à la connaissance de l'Initiateur et à la date du Projet de Note d'Information, 147.424.287 actions de la Société, en ce compris i) les 5.498.180⁵ actions auto-détenues étant précisé que la Société s'est engagée à ne pas les apporter à l'Offre et ii) les 188.291 Actions Gratuites Acquisées (telles que définies à la section 7.8.2 du Projet de Note en Réponse) ;
- des actions de la Société susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre ou, le cas échéant, de l'Offre Réouverte, à raison de l'exercice par les porteurs d'ORNANE 2019 et d'ORNANE 2021 (ensemble, les « **ORNANE** ») de leur droit à l'attribution d'actions de la Société, soit, à la connaissance de l'Initiateur et à la date du Projet de Note d'Information, un nombre maximum de 30.842.977 actions de la Société (dont un maximum de 13.253.175 actions nouvelles au titre des ORNANE 2019 et un maximum de 17.589.802 actions nouvelles au titre des ORNANE 2021)⁶ ;
soit, à la connaissance de l'Initiateur et à la date du Projet de Note d'Information, un nombre total de 178.267.264 actions de la Société visées par le projet d'Offre ;
- des ORNANE 2019 soit, à la connaissance de l'Initiateur et à la date du Projet de Note d'Information, un nombre maximum de 14.658.169 ORNANE 2019 ;
- des ORNANE 2021, soit, à la connaissance de la Société et à la date du Projet de Note d'Information, un nombre maximum de 10.435.571 ORNANE 2021.

Les actions de la Société et les ORNANE sont ensemble désignées les « **Titres** ».

Il est précisé que le projet d'Offre ne vise pas, sous réserve des cas exceptionnels de levée d'indisponibilité prévus par les dispositions légales ou réglementaires applicables (cause d'invalidité et de décès du bénéficiaire), les Actions Gratuites Non Acquisées (telles que définies à la section 7.8.2 du Projet de Note en Réponse) correspondant à des Actions Gratuites (telles que définies à la section 7.8.2 du Projet de Note en Réponse) encore en période d'acquisition à la date de clôture de l'Offre (ou, le cas échéant, de l'Offre Réouverte).

S'agissant des Actions Gratuites Acquisées dont la période de conservation imposée par les dispositions de l'article L. 225-197-1 du Code de commerce n'aura pas expiré pendant la durée de l'Offre et, le cas échéant, de l'Offre Réouverte, celles-ci ne pourront pas être apportées à l'Offre, ou le cas échéant, à l'Offre Réouverte, sauf cas exceptionnels de levée des indisponibilités prévues par les dispositions légales et réglementaires applicables (décès ou invalidité du bénéficiaire).

⁵ Au 31 octobre 2016.

⁶ Sur la base d'une date d'ouverture de l'Offre au 15 décembre 2016 (selon le calendrier indicatif figurant à la section 2.14 du Projet de Note d'Information) et d'un taux de conversion en vigueur de 1 action pour 1 ORNANE 2019 et 1 action pour 1 ORNANE 2021, le nouveau taux de conversion applicable pendant la période d'ajustement en cas d'offre publique serait respectivement de 1,20 et de 1,27.

Il sera proposé aux bénéficiaires d'Actions Gratuites Non Acquises, ainsi qu'aux bénéficiaires d'Actions Gratuites Acquises dont la période de conservation n'aura pas expiré à la date de clôture de l'Offre ou, le cas échéant, de l'Offre Réouverte, et qui ne pourront pas être apportées à l'Offre ou à l'Offre Réouverte, sauf cas légaux ou réglementaires exceptionnels de levée des indisponibilités (décès ou invalidité du bénéficiaire), de bénéficiaire, sous certaines conditions, d'un mécanisme de liquidité (voir section 2.3.5 du Projet de Note en Réponse).

L'Offre est volontaire et est réalisée selon la procédure normale en application des articles 232-1 et suivants du Règlement général de l'AMF.

Le projet d'Offre est présenté par Crédit Agricole Corporate and Investment Bank (« **Crédit Agricole CIB** ») qui garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre conformément aux dispositions de l'article 231-13 du Règlement général de l'AMF, en ce compris le Complément de Prix éventuel (tel que ce terme est défini ci-après), payable dans les conditions décrites à la section 2.3.4 du Projet de Note en Réponse.

Le Projet de Note d'Information précise, à la section 2.9.1, que l'Offre est soumise au seuil de caducité visé à l'article 231-9, I du Règlement général de l'AMF.

Le calendrier indicatif de l'Offre est présenté à la section 2.14 du Projet de Note d'Information.

2. CONTEXTE ET MOTIFS DE L'OFFRE

2.1 Contexte de l'Offre

Pertamina, société nationale pétrolière indonésienne, est la société tête d'un groupe pétrolier intégré employant près de 28.000 personnes à fin 2015, présent dans les secteurs de l'exploration et production (pétrole et gaz), du raffinage, de la distribution et du marketing (produits pétroliers et pétrochimiques), ainsi que dans le développement des biocarburants, de la géothermie et d'autres énergies alternatives et durables.

Pertamina et la société COMPAGNIE DE PARTICIPATIONS COMMERCIALES INDUSTRIELLES ET FINANCIÈRES - PACIFICO, une société anonyme dont le siège social est situé 51 rue d'Anjou - 75008 Paris (France), immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 362 500 274 (« **Pacifico** ») ont conclu le 31 juillet 2016 un contrat d'acquisition (le « **Contrat d'Acquisition** ») en vue de l'acquisition par Pertamina (directement ou indirectement) de l'intégralité des 47.916.026 actions de la Société détenues par Pacifico et représentant 24,53 % du capital de la Société (l'« **Acquisition de Bloc** ») pour un prix de 4,20 euros par action de la Société, assorti d'un complément de prix égal à 0,50 euro par action de la Société payable si, entre le 1^{er} janvier 2017 (inclus) et le 31 décembre 2017 (inclus), le Prix du Brent (tel que ce terme est défini à la section 2.3.4 du Projet de Note en Réponse) est supérieur à 65 US dollars durant l'ensemble des jours de cotation sur une période de 90 jours calendaires consécutifs.

Pertamina et Pacifico ont publié le 1^{er} août 2016 un communiqué de presse commun annonçant la conclusion du Contrat d'Acquisition et l'engagement de Pertamina de déposer, sous réserve d'une recommandation positive du Conseil d'administration de la Société, une offre publique volontaire portant sur l'ensemble des Titres, aux mêmes conditions financières que celles offertes à Pacifico. La Société a également publié cette information par voie de communiqué de presse en date du 1^{er} août 2016 disponible sur son site internet (www.maureletprom.fr).

Le 24 août 2016, le Conseil d'administration de la Société a indiqué, à l'unanimité des membres participant au vote de la délibération, accueillir favorablement le projet d'Offre et a fait part de son intention de recommander aux porteurs de Titres d'apporter leurs Titres à l'Offre dans le cadre de l'avis motivé qu'il devra émettre conformément à la réglementation boursière, sous réserve de l'obtention d'un avis favorable de l'expert indépendant, conformément aux dispositions de l'article 261-1 I, 2°, 4° et 5° du Règlement général de l'AMF. Le Conseil d'administration de la Société a, à cet égard, désigné le cabinet Ledouble en tant qu'expert indépendant lors de la séance du 24 août 2016.

Après réalisation des conditions suspensives relatives à l'Acquisition de Bloc, l'acquisition par PIEP des 47.916.026 actions de la Société détenues par Pacifico a été réalisée le 25 août 2016. En outre, le même jour, la Société, PIEP et Pertamina ont conclu un accord relatif à une offre publique portant sur les Titres (*Tender Offer Agreement*) prévoyant notamment :

- les termes et conditions dans lesquelles l'Initiateur s'est engagé à procéder à l'acquisition des Titres au moyen d'une offre publique d'achat volontaire ;
- l'engagement pour le Conseil d'administration de la Société de recommander l'Offre dans un délai de trois jours ouvrés à compter de la réception d'une attestation d'équité émise par un expert indépendant attestant que l'Offre est équitable pour les porteurs de Titres ;
- des engagements de la Société en matière de gouvernance avec la faculté pour l'Initiateur, en cas de succès de l'Offre, de désigner la totalité des membres du Conseil d'administration de la Société (à l'exception des membres indépendants) afin de refléter le nouvel actionariat éventuel de la Société ;
- des engagements de conduite des activités de la Société dans le cours normal des affaires pendant la durée du *Tender Offer Agreement* ;
- des engagements de l'Initiateur et de la Société de coopérer et de faire les efforts commercialement raisonnables à l'effet d'obtenir, dès que possible et en tout état de cause à compter du dépôt de l'Offre et jusqu'au règlement-livraison de l'Offre, l'accord de tiers requis selon une appréciation commune et de bonne foi de la Société et de l'Initiateur en application de la mise en œuvre, au titre de l'Offre, de clauses de changement de contrôle figurant dans des contrats conclus par la Société (et notamment les contrats de financement) ou au titre des permis ou autorisations ;
- l'engagement pour la Société de ne pas solliciter de projet d'acquisition autre que l'Offre, étant toutefois précisé qu'en cas d'offre concurrente mieux-disante initiée par un tiers (et non sollicitée à l'initiative de la Société ou de ses conseils), le Conseil d'administration de la Société pourra recommander cette offre et mettre fin au *Tender Offer Agreement*, sous réserve que l'Initiateur, informé de cette offre par la Société, ne fasse pas, dans les trois jours ouvrés suivant cette information, de proposition de nature à modifier la recommandation envisagée par la Société sur l'offre concurrente ;
- l'engagement pour l'Initiateur de mettre en place un mécanisme de liquidité des Actions Gratuites pour les bénéficiaires de ces titres selon des modalités devant être discutées de bonne foi ;
- un engagement de la Société et de ses filiales de ne pas (i) apporter les actions d'autocontrôle à l'Offre ni (ii) transférer les actions d'autocontrôle à des tiers, sauf exceptions prévues dans le *Tender Offer Agreement*.

Il est en tant que de besoin précisé que le 24 août 2016, Pertamina a cédé l'intégralité de ses droits et obligations au titre du Contrat d'Acquisition à sa filiale PIEP, Pertamina restant solidairement tenue avec PIEP du respect de ses obligations au titre du Contrat d'Acquisition et du *Tender Offer Agreement*.

A la suite de la remise du rapport de l'expert indépendant attestant que l'Offre est équitable pour les porteurs de Titres, le Conseil d'administration de la Société, dans sa réunion du 2 décembre 2016, a considéré que l'Offre est dans l'intérêt de la Société, de ses porteurs de Titres et de ses salariés et a émis un avis motivé recommandant aux porteurs de Titres de les apporter à l'Offre (voir section 3 du Projet de Note en Réponse).

Au regard de ce qui précède et en application du *Tender Offer Agreement*, PIEP a déposé auprès de l'AMF le 2 décembre 2016 un projet d'Offre visant l'acquisition des Titres aux prix indiqués à la section 1 du Projet de Note en Réponse et selon les modalités décrites dans le Projet de Note d'Information. Les principaux termes de l'Offre sont décrits à la section 2.3 ci-dessous du Projet de Note en Réponse.

2.2 Actions détenues par l'Initiateur

A la connaissance de la Société, à la date du Projet de Note en Réponse, l'Initiateur détient 47.916.026 actions de la Société représentant 24,53 % du capital de la Société à la suite de la réalisation de l'Acquisition de Bloc le 25 août 2016 (laquelle a fait l'objet de déclarations de franchissements de seuils légaux et statutaires, ainsi que d'une déclaration d'intention, selon les modalités et dans les délais prévus par les dispositions légales, réglementaires et statutaires applicables). Ces déclarations de franchissements de seuils légaux et d'intention ont fait l'objet d'un avis publié par l'AMF, le 30 août 2016, sous le numéro 216C1940.

2.3 Rappel des principaux termes de l'Offre

2.3.1 Seuil de caducité

Le Projet de Note d'Information indique qu'en application des dispositions de l'article 231-9, I du Règlement général de l'AMF, l'Offre sera caduque si à la date de sa clôture, l'Initiateur ne détient pas, seul ou de concert, un nombre d'actions de la Société représentant une fraction du capital ou des droits de vote supérieure à 50 % (le « **Seuil de Caducité** »). La détermination de ce Seuil de Caducité suit les règles fixées à l'article 234-1 du Règlement général de l'AMF.

L'atteinte du Seuil de Caducité ne sera pas connue avant la publication par l'AMF du résultat définitif de l'Offre, qui interviendra après la clôture de cette dernière.

Si le Seuil de Caducité n'est pas atteint, l'Offre n'aura pas de suite positive, et les Titres apportés à l'Offre seront restitués à leurs propriétaires, sans qu'aucun intérêt, indemnité ou autre paiement ne soit dû auxdits propriétaires.

2.3.2 Autorisations réglementaires

Le 9 août 2016, le Ministère français de l'Economie, de l'Industrie et du Numérique a confirmé que l'activité de la Société ne relève pas du régime de l'autorisation préalable prévu par les articles L. 151-3 et R. 153-1 et suivants du Code monétaire et financier.

L'Offre a été approuvée par les autorités de la concurrence du Gabon le 10 août 2016.

Le ministre gabonais du Développement Durable, de l'Economie, de la Promotion des Investissements et de la Prospective a autorisé par arrêté n°0035/MDDEPIP en date du 18 août 2016, l'investissement de PIEP au Gabon (par l'Acquisition de Bloc et par l'Offre) conformément au décret n°0673/PR/MECIT du 16 mai 2011 portant application de la charte des investissements aux investissements étrangers en République Gabonaise.

La *Namibian Competition Commission*, autorité de la concurrence namibienne, a autorisé, en application du Chapitre 4 du *Competition Act* 2003, l'Offre par décision en date du 13 octobre 2016.

La *Fair Competition Commission*, autorité de la concurrence tanzanienne, a autorisé, en application de la Section 11 du *Fair Competition Act* 2003, l'Offre par décision en date du 28 novembre 2016.

2.3.3 Ajustement des termes de l'Offre

Le Projet de Note d'Information indique que dans l'hypothèse où, entre d'une part, la date de dépôt de l'Offre (incluse), et d'autre part, la date de règlement-livraison de l'Offre ou, le cas échéant, de l'Offre Réouverte (exclue), la Société procéderait (ce qui n'est pas prévu selon le Projet de Note d'Information) à une Distribution (tel que ce terme est défini ci-après), sous quelque forme que ce soit, dont la date de référence à laquelle il faut être actionnaire pour y avoir droit est fixée avant la date de règlement-livraison de l'Offre ou, le cas échéant, de l'Offre Réouverte, le prix d'Offre par action sera ajusté en conséquence pour tenir compte de cette

Distribution. Il est précisé qu'une Distribution par la Société n'affectera pas le montant dû par l'Initiateur au titre du Complément de Prix éventuel.

S'agissant des prix d'Offre respectifs par ORNANE 2019 et par ORNANE 2021, ils seraient, le cas échéant, ajustés pour tenir compte de l'ajustement des taux de conversion respectifs des ORNANE 2019 et des ORNANE 2021 en cas de Distribution conformément aux stipulations de leur contrat d'émission respectif.

Pour les besoins de la présente section 2.3.3 du Projet de Note en Réponse, le terme « Distribution » signifie le montant par action de toute distribution, de quelque nature que ce soit, d'un dividende, d'un acompte sur dividende, de réserves ou de primes par la Société, ou de tout amortissement ou toute réduction par la Société de son capital ou rachat de ses propres actions pour un prix par action supérieur au prix d'Offre par action.

Dans l'éventualité où les modalités des ORNANE seraient modifiées par leur masse des porteurs respectives avant la date de règlement-livraison de l'Offre ou, le cas échéant, de l'Offre Réouverte, les prix d'Offre par ORNANE seraient le cas échéant ajustés.

Tout ajustement du prix d'Offre par action et le cas échéant des prix d'Offre par ORNANE fera l'objet de la diffusion d'un communiqué de presse par l'Initiateur qui sera soumis à l'accord préalable de l'AMF.

2.3.4 Complément de prix éventuel

(A) **Montant et conditions du paiement du Complément de Prix**

En plus du prix offert par Titre dans les conditions décrites à la section 1 du Projet de Note d'Information et rappelées à la section 1 du Projet de Note en Réponse, le Projet de Note d'Information indique que l'Initiateur s'engage à verser dans le cadre de l'Offre (et, le cas échéant, de l'Offre Réouverte) un complément de prix de 0,50 euro par action de la Société apportée (le « **Complément de Prix** ») si, entre le 1^{er} janvier 2017 (inclus) et le 31 décembre 2017 (inclus), le Prix du Brent est supérieur à 65 US dollars par baril durant l'ensemble des jours de cotation sur une période de 90 jours calendaires consécutifs (la « **Condition** »).

Le paiement du Complément de Prix ne pourra intervenir qu'une seule fois. En l'absence de réalisation de la Condition, aucun Complément de Prix ne sera dû.

Le « **Prix du Brent** » signifie, pour un jour de cotation donné, le prix de référence (en US dollars) des contrats à terme (futures) ICE Brent Crude (*spot*) tel que publié pour chaque jour de cotation par ICE (www.theice.com) pour le contrat ayant la date d'expiration la plus proche suivant la date d'observation (*i.e.*, en cas d'observation au jour de la date d'expiration d'un contrat, le contrat du mois suivant sera utilisé).

Si un Prix du Brent publié est corrigé par ICE dans les 30 jours suivant sa publication, le Prix du Brent corrigé devra être utilisé.

Si lors d'un jour de cotation, le Prix du Brent n'est pas publié alors qu'il était prévu qu'il le soit, le Prix du Brent devra être fixé en utilisant le premier prix publié entre (i) le Prix du Brent publié en retard et correspondant à ce jour et (ii) le Prix du Brent correspondant à un jour ultérieur. Si l'absence de publication du Prix du Brent dure deux jours de cotation ou plus, l'Agent de Calcul (tel que ce terme est défini ci-après) et PIEP devront discuter de bonne foi des ajustements appropriés à ces termes afin de refléter au mieux l'accord initial.

Si, à tout moment, le Prix du Brent venait à ne plus être publié par ICE, alors le Prix du Brent devra être calculé en utilisant une source agréée par l'Agent de Calcul et PIEP comme étant la référence la plus adéquate telle

qu'adoptée sur les marchés de dérivés OTC des contrats à terme ICE Brent Crude.

BNP Commodities a été mandaté par PIEP afin d'agir comme agent de calcul (l' « **Agent de Calcul** ») pour constater la réalisation de la Condition, le cas échéant.

(B) **Bénéficiaires du Complément de Prix**

Selon le Projet de Note d'Information, sous réserve de la réalisation de la Condition, seuls les actionnaires de la Société qui auront apporté leurs actions de la Société à l'Offre (ou, le cas échéant, à l'Offre Réouverte) bénéficieront du Complément de Prix. En revanche, les actionnaires n'ayant pas apporté leurs actions de la Société à l'Offre (ou, le cas échéant, à l'Offre Réouverte) n'auront pas droit au Complément de Prix.

Les actionnaires de la Société qui transféreraient leurs actions de la Société autrement que dans le cadre d'un apport à l'Offre (ou, le cas échéant, à l'Offre Réouverte), notamment par cession d'actions de la Société sur le marché ou hors marché, ne bénéficieraient pas du Complément de Prix.

Le montant du Complément de Prix par action de la Société dû, le cas échéant, aux actionnaires de la Société ayant apporté leurs actions à l'Offre (ou, le cas échéant, à l'Offre Réouverte) sera égal au montant du Complément de Prix par action de la Société dû à Pacífico au titre du Contrat d'Acquisition.

(C) **Modalités de paiement du Complément de Prix**

CACEIS Corporate Trust (14, rue Rouget de Lisle – 92130 Issy-les-Moulineaux) a été désigné par PIEP en qualité d'agent centralisateur (l' « **Agent Centralisateur** ») pour procéder, le cas échéant, au paiement du Complément de Prix.

Au vu des résultats de l'Offre (et, le cas échéant, de l'Offre Réouverte), l'Agent Centralisateur livrera aux intermédiaires financiers, pour le compte de leurs clients ayant apporté leurs actions de la Société à l'Offre (ou, le cas échéant, à l'Offre Réouverte) et bénéficiaires du Complément de Prix, en même temps qu'Euronext leur créditera le produit de cession des actions de la Société apportées à l'Offre, les droits à Complément de Prix, à raison d'un droit à Complément de Prix par action de la Société apportée à l'Offre (ou, le cas échéant, l'Offre Réouverte).

Les intermédiaires financiers inscriront les droits à Complément de Prix aux compte-titres de leurs clients en même temps qu'ils leur régleront le prix de l'Offre (hors Complément de Prix) pour chaque action de la Société apportée.

Le droit à Complément de Prix, qui ne sera pas cessible et non admis aux négociations, transférable dans des cas limités (succession ou donation), sera admis aux opérations d'Euroclear France.

Dans les 40 jours de bourse suivant la réalisation de la Condition, l'Initiateur informera par voie d'un avis financier les bénéficiaires du Complément de Prix (c'est-à-dire (i) les actionnaires de la Société qui auront apporté leurs actions de la Société à l'Offre (ou, le cas échéant, à l'Offre Réouverte) ou (ii) leurs ayants-droit) de la réalisation de la Condition.

Le Complément de Prix sera payé, le cas échéant, dans les 45 jours de bourse suivant la réalisation de la Condition. Sous réserve de la réception préalable des fonds à verser au titre du Complément de Prix, l'Agent Centralisateur, agissant pour le compte de l'Initiateur, versera, à la date de paiement mentionnée dans l'avis financier, le Complément de Prix aux intermédiaires teneurs de compte des bénéficiaires du Complément de Prix,

conformément aux modalités qui seront décrites dans une note circulaire adressée par l'Agent Centralisateur aux intermédiaires financiers via Euroclear France.

L'Agent Centralisateur conservera les fonds non affectés et les tiendra à la disposition des bénéficiaires du Complément de Prix et à celle de leurs ayants-droit pendant une période de 10 ans suivant la date de paiement mentionnée dans l'avis financier, puis les versera à la Caisse des Dépôts et Consignations qui les conservera pendant un délai de 20 ans. Ces fonds ne porteront pas intérêt.

2.3.5 Situation des bénéficiaires d'Actions Gratuites – Mécanisme de liquidité

Le Projet de Note d'Information indique que l'Initiateur proposera aux bénéficiaires d'Actions Gratuites Non Acquises, ainsi qu'aux bénéficiaires d'Actions Gratuites Acquises dont la période de conservation n'aura pas expiré à la date de clôture de l'Offre ou, le cas échéant, de l'Offre Réouverte, et qui ne pourront pas être apportées à l'Offre ou à l'Offre Réouverte, sauf cas légaux ou réglementaires exceptionnels de levée des indisponibilités (décès ou invalidité du bénéficiaire), de bénéficiaire, sous certaines conditions, d'un mécanisme de liquidité.

Au terme de ce mécanisme de liquidité, l'Initiateur devra, à tout moment durant deux fenêtres de six mois débutant respectivement, à la date d'expiration de la période de conservation fiscale des Actions Gratuites émises au titre d'un plan donné et au premier anniversaire de cette date (chacune de ces périodes, une « **Fenêtre de Liquidité** »), acquérir auprès de chaque bénéficiaire ayant conclu ledit contrat et qui en ferait la demande, la totalité des Actions Gratuites qu'il détient au titre de ce plan. Par ailleurs, chaque bénéficiaire d'un plan donné ayant conclu le contrat de liquidité devra, à tout moment durant deux périodes de six mois à compter du premier jour suivant la date d'expiration de chaque Fenêtre de Liquidité, à la demande de l'Initiateur, céder à ce dernier la totalité des Actions Gratuites qu'il détient au titre de ce plan.

Le prix d'achat par Action Gratuite sera déterminé sur la base d'un multiple induit par l'Offre de 11,9 fois l'excédent brut d'exploitation consolidé de la Société au titre de l'exercice précédant la date d'exercice des promesses susvisées, (i) minoré de la dette financière nette consolidée dudit exercice, (ii) divisé par le nombre total d'actions de la Société sur une base entièrement diluée, aboutissant à ce jour au prix d'Offre (hors Complément de Prix).

Les promesses susvisées ne pourront être exercées qu'en cas de constatation préalable d'une liquidité réduite des actions de la Société.

3. AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIÉTÉ

Il est rappelé que conformément à la recommandation 19 du Code AFEP-MEDEF auquel la Société se réfère et aux stipulations de l'article 4 du règlement intérieur du Conseil d'administration, tout administrateur doit faire part au Conseil d'administration de toute situation de conflit d'intérêt existant ou même potentiel, notamment en raison des fonctions qu'il exerce dans une autre société, prendre en conséquence toutes mesures appropriées (notamment concernant l'information dont peuvent disposer les administrateurs) et s'abstenir de participer au vote de la délibération correspondante. Jean-François Hénin a indiqué, lors de la réunion du Conseil d'administration de la Société du 24 août 2016, que compte tenu de l'Acquisition de Bloc, il s'abstiendrait de participer aux délibérations et au vote des délibérations ayant un lien direct ou indirect avec l'Acquisition de Bloc et l'Offre.

Il convient également de noter que depuis cette date, Emmanuel de Marion de Glatigny a démissionné de ses fonctions d'administrateur et que Denie Samuel Tampubolon a été coopté en cette qualité, avec effet au 25 août 2016, et ce pour la durée restant à courir du mandat de son prédécesseur, soit jusqu'à l'issue de l'assemblée générale des actionnaires appelée à

statuer sur les comptes de l'exercice de la Société clos le 31 décembre 2018. Denie Samuel Tampubolon a également indiqué, lors de la réunion du Conseil d'administration en date du 14 octobre 2016, qu'il s'abstiendrait de participer aux délibérations et au vote des délibérations ayant un lien direct ou indirect avec l'Offre compte tenu de ses liens avec l'Initiateur.

Conformément aux meilleures pratiques de gouvernance ainsi qu'à la recommandation AMF n°2006-15, le Conseil d'administration, lors de sa réunion du 24 août 2016, a mis en place un comité d'administrateurs investi des missions décrites dans ladite recommandation et composé uniquement d'administrateurs indépendants (le « **Comité des Indépendants** »). Au sein de la Société, l'indépendance s'analyse au regard des critères prévus dans le Règlement intérieur de la Société reprenant ceux du Code AFEP-MEDEF. A la date du Conseil d'administration du 24 août 2016, la Société comptait sept administrateurs indépendants sur neuf administrateurs, à savoir Gérard Andreck, Xavier Blandin, Nathalie Delapalme, Carole Delorme d'Armaillé, Eloi Duverger, Roman Gozalo et François Raudot Genet de Chatenay. Tous les administrateurs indépendants de la Société sont membres du Comité des Indépendants. La composition du Comité des Indépendants est demeurée inchangée depuis cette date. Le Comité des Indépendants a retenu Natixis comme conseil.

Conformément aux dispositions des articles 231-19 et 261-1 I, 2°, 4° et 5° du Règlement général de l'AMF, le Conseil d'administration de la Société s'est réuni le 2 décembre 2016 afin d'examiner notamment le projet d'Offre et de se prononcer, par avis motivé, sur l'intérêt de l'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses porteurs d'ORNANE ainsi que ses salariés.

L'ensemble des membres présents ou représentés du Conseil d'administration de la Société, à l'exception de Jean-François Hénin et de Denie Samuel Tampubolon, pour les raisons évoquées ci-dessus, participaient à la délibération du Conseil d'administration et au vote de ladite délibération ayant pour objet de se prononcer, par avis motivé, sur l'intérêt de l'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses porteurs d'ORNANE ainsi que ses salariés. Les administrateurs ont désigné le vice – président du Conseil d'administration, Gérard Andreck, en qualité de président de séance. Le cabinet Ledouble en sa qualité d'expert indépendant, désigné par le Conseil d'administration, sur recommandation du Comité des Indépendants, lors de sa séance du 24 août 2016, était présent.

Un extrait du procès-verbal de la réunion du Conseil d'administration du 2 décembre 2016 contenant la délibération relative à l'avis motivé du Conseil d'administration est reproduit ci-dessous.

« Le président de séance rappelle que le Conseil est réuni afin d'examiner le projet d'Offre et, comme cela avait été effectué lors de la réunion du Conseil du 14 octobre 2016, il rappelle également le contexte dans lequel s'inscrit l'examen du projet d'Offre par le Conseil.

*Il est rappelé qu'à la suite de la conclusion du contrat d'acquisition conclu le 31 juillet 2016 entre Pertamina et Pacifico en vue de l'acquisition par Pertamina (directement ou indirectement) de l'intégralité des 47.916.026 actions détenues par Pacifico et représentant 24,53 % du capital de la Société pour un prix de 4,20 euros par action de la Société, assorti d'un complément de prix égal à 0,50 euro par action de la Société si, entre le 1^{er} janvier 2017 (inclus) et le 31 décembre 2017 (inclus), le prix du Brent est supérieur à 65 US dollars durant l'ensemble des jours de cotation sur une période de 90 jours calendaires consécutifs (l'« **Acquisition de Bloc** »), Pertamina s'est engagée à déposer, sous réserve d'une recommandation positive du Conseil après obtention du rapport de l'expert indépendant, une offre publique d'achat volontaire portant sur l'ensemble des titres de la Société, aux mêmes conditions financières que celles offertes à Pacifico. Cet engagement figure dans le Tender Offer Agreement (tel que défini ci-dessous).*

*Le Conseil, lors de sa réunion du 24 août 2016, a indiqué, à l'unanimité des membres participant au vote de la délibération, accueillir favorablement le projet d'Offre et a autorisé la signature de l'accord relatif à l'offre publique (le « **Tender Offer Agreement** »). En effet, lors de ce Conseil, les administrateurs ont décidé, à l'unanimité des membres participant au vote de la délibération et après avoir pris connaissance des prix proposés dans le cadre de l'Offre pour les porteurs de titres, du projet industriel pour la Société ainsi que des intentions de PIEP en matière d'emploi, de recommander l'Offre à ses actionnaires et à ses porteurs d'ORNANE,*

sous réserve que l'expert indépendant émette une attestation indiquant que l'Offre est équitable pour les porteurs de titres de la Société.

Le Conseil, lors de la réunion du 24 août 2016, a, conformément aux meilleures pratiques de gouvernance ainsi qu'à la recommandation de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») n°2006-15, mis en place un comité d'administrateurs investi des missions décrites dans ladite recommandation et composé uniquement d'administrateurs indépendants (le « **Comité des Indépendants** »). Au sein de la Société, l'indépendance s'analyse au regard des critères prévus dans le Règlement intérieur de la Société reprenant ceux du Code AFEP-MEDEF. A la date du Conseil du 24 août 2016, la Société comptait sept administrateurs indépendants sur neuf administrateurs, à savoir Gérard Andreck, Xavier Blandin, Nathalie Delapalme, Carole Delorme d'Armaillé, Eloi Duverger, Roman Gozalo et François Raudot Genet de Chatenay. Tous les administrateurs indépendants de la Société sont membres du Comité des Indépendants. La composition du Comité des Indépendants est demeurée inchangée à la date de la présente réunion.

Il est enfin rappelé que la réalisation définitive de l'Acquisition de Bloc au profit de PIEP (après satisfaction de l'ensemble des conditions suspensives y afférentes) ainsi que la signature du Tender Offer Agreement sont intervenues le 25 août 2016.

Le président de séance rappelle qu'il appartient au Conseil, en application de l'article 231-19, 4° du règlement général de l'AMF, de statuer formellement aux fins de se prononcer, par avis motivé, sur l'intérêt de l'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses porteurs d'ORNANE ainsi que ses salariés, étant précisé qu'en application des stipulations du Règlement intérieur de la Société et du Code AFEP-MEDEF auquel la Société se réfère, Jean-François Hénin et Denie Samuel Tampubolon ne prennent pas part à la délibération et au vote de la présente délibération.

Les membres du Conseil examinent ensuite les documents essentiels en lien avec l'Offre et listés ci-dessous qui leur ont été communiqués préalablement à la présente réunion, à savoir :

- le projet de note d'information de l'Initiateur comportant, entre autres, les motifs de l'Offre, les intentions de l'Initiateur, les accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue, ainsi que les caractéristiques de l'Offre et les titres visés (le « **Projet de Note d'Information** ») ;
- le projet de note en réponse de la Société ;
- le projet de document intitulé « Informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société » (le « **DAI** ») ;
- la recommandation du Comité des Indépendants sur l'Offre ;
- le rapport de l'expert indépendant désigné par la Société ; et
- le projet de communiqué de mise à disposition du projet de note en réponse de la Société ainsi que le projet de communiqué relatif à l'avis du Conseil d'administration sur l'Offre.

Le président de séance rappelle à cet égard que, conformément aux dispositions des articles 261-1 et suivants du Règlement général de l'AMF, et notamment de l'article 261-1 I, 2°, 4° et 5° du règlement général de l'AMF, le cabinet Ledouble, représenté par Olivier Cretté et Agnès Piniot, a été désigné en qualité d'expert indépendant par le Conseil, sur recommandation du Comité des Indépendants, lors de sa réunion du 24 août 2016 (l'« **Expert Indépendant** »). La mission de l'Expert Indépendant a porté sur l'appréciation du caractère équitable des prix d'Offre pour les porteurs de titres de la Société.

Le Conseil examine ensuite les conditions de l'Offre telles que décrites dans le Projet de Note d'Information, et plus précisément l'impact de l'Offre sur la Société, ses actionnaires et ses porteurs d'ORNANE ainsi que ses salariés.

- Sur les conséquences pour la Société

Le Conseil constate, selon les informations mentionnées dans le Projet de Note d'Information, que l'Initiateur souhaite, dans le cadre de son plan de développement stratégique, accroître ses activités hors de son marché domestique, notamment par l'acquisition d'actifs d'exploration et de production sur le continent Africain et, qu'à l'issue de l'Offre, il est indiqué

que la Société poursuivra ses activités tout en servant de plateforme au développement de la stratégie internationale des activités amont de Pertamina et de PIEP. Le Projet de Note d'Information mentionne également que l'Offre permettra à la Société de s'adosser à une société industrielle d'Etat en croissance soutenue et de bénéficier de ressources nécessaires à son développement, dans un contexte de prix bas des matières premières. Il est rappelé à cet égard que la Société avait indiqué, lors de la fusion avec MPI, que celle-ci avait notamment pour objet de permettre à l'ensemble fusionné, dans un contexte de prix bas des matières premières, de jouer un rôle actif dans le remodelage du secteur des hydrocarbures et que des réflexions étaient en cours à cette époque afin d'identifier des partenaires éventuels avec lesquels construire un groupe plus important et plus diversifié. Le Conseil constate, qu'au regard des intentions de l'Initiateur figurant dans le Projet de Note d'Information, l'Offre s'inscrit dans le cadre de cette stratégie annoncée de la Société et répond aux objectifs fixés par le Conseil lors de la fusion.

Il est également relevé, dans le Projet de Note d'Information, que :

- l'Initiateur n'envisage pas de procéder à une fusion-absorption de la Société et il n'anticipe aucune synergie significative de coûts ni de revenus, dont la matérialisation serait identifiable ou chiffrable à la date du Projet de Note d'Information ; et
- l'Initiateur n'a pas l'intention de demander à l'AMF la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire portant sur les actions non apportées à l'Offre, ni de demander à Euronext Paris la radiation de la cote des actions de la Société, étant précisé qu'il se réserve la possibilité de demander la radiation des ORNANE 2019 du Freiverkehr et/ou des ORNANE 2021 du marché Euronext à Paris.

Le Conseil note que l'Initiateur détient déjà, conformément aux stipulations du Tender Offer Agreement, un siège au Conseil et qu'il envisage, en cas de succès de l'Offre, de désigner la totalité des membres du Conseil (à l'exception des membres indépendants), comme prévu dans le Tender Offer Agreement, afin de refléter, le cas échéant, le nouvel actionnariat de la Société.

Il est ensuite constaté que l'Initiateur se réserve la possibilité de modifier la politique de distribution de dividendes de la Société à l'issue de l'Offre, en fonction notamment de sa capacité financière et des besoins de trésorerie exigés par ses projets de développement. Il se réserve en outre la possibilité de continuer à ne pas distribuer de dividendes afin de laisser à la Société plus de moyens pour assurer son développement.

Enfin, le Conseil constate que l'Offre n'est pas assortie d'un seuil de caducité plus important que celui fixé par la réglementation applicable. Ainsi, conformément à l'article 231-9, I, 1° du Règlement général de l'AMF, l'Offre sera caduque si l'Initiateur ne détient pas un nombre d'actions représentant une fraction du capital ou des droits de vote supérieure à 50 %.

- Sur les conséquences pour les salariés

Le Conseil prend acte des intentions de l'Initiateur vis-à-vis des salariés, pour les douze prochains mois, telles que présentées dans le Projet de Note d'Information. Il est noté que l'Initiateur indique que l'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et du développement de la Société et que, de ce fait, l'Offre ne devrait pas avoir d'incidence particulière sur la politique poursuivie par la Société en matière d'effectifs et de gestion des ressources humaines.

Le Conseil constate que l'Initiateur proposera un mécanisme de liquidité aux bénéficiaires d'actions gratuites en période d'acquisition et celles dont la période de conservation n'aura pas expiré à la date de clôture de l'Offre ou, le cas échéant, de l'Offre Réouverte, sauf cas exceptionnels de levée des indisponibilités prévues par les dispositions légales et réglementaires applicables (décès ou invalidité du bénéficiaire), contre un prix déterminé sur la base d'un multiple induit par l'Offre, étant précisé que les actions gratuites qui seront cédées en application du mécanisme de liquidité ne seront pas éligibles au complément de prix de 0,50 euro par action. Il constate également que l'Initiateur proposera un dispositif additionnel de « rétention et d'incitation », tel que prévu dans le Tender Offer Agreement, dont les termes et conditions sont actuellement en cours de réflexion et de discussion.

• Sur les conséquences pour les actionnaires et les porteurs d'ORNANE de la Société

Aux termes du Projet de Note d'Information, il ressort que :

- l'Initiateur propose aux détenteurs de titres de la Société qui apporteront leurs titres à l'Offre une liquidité immédiate sur l'intégralité de leur détention ;
- le prix par action proposé aux actionnaires dans le cadre de l'Offre est identique à celui offert à Pacifico pour la cession de sa participation de 24,53 % du capital de la Société annoncée le 1^{er} août 2016, soit 4,20 euros assorti d'un complément de prix égal à 0,50 euro par action payable si, entre le 1^{er} janvier 2017 (inclus) et le 31 décembre 2017 (inclus), le prix du Brent est supérieur à 65 US dollars durant l'ensemble des jours de cotation sur une période de 90 jours calendaires consécutifs. Le prix de 4,20 euros par action fait ressortir une prime de 47 % par rapport au cours de l'action de la Société à la date de clôture de la séance de bourse du 29 juillet 2016, avant la suspension de cours intervenue le 1^{er} août 2016 et l'annonce de la signature du contrat d'acquisition et de l'intention de Pertamina de déposer l'Offre ;
- le prix par ORNANE 2019 proposé est de 17,26 euros, augmenté du coupon couru. Le prix de l'Offre par ORNANE 2019 (pied de coupon) offre une prime de 52,9 % par rapport au cours des ORNANE 2019 à la date de clôture de la séance de bourse du 29 juillet 2016, avant la suspension de cours intervenue le 1^{er} août 2016 et l'annonce de la signature du contrat d'acquisition et de l'intention de Pertamina de déposer l'Offre ;
- le prix par ORNANE 2021 proposé est de 11,02 euros, augmenté du coupon couru. Le prix de l'Offre par ORNANE 2021 (pied de coupon) offre une prime de 63,6 % par rapport au cours des ORNANE 2021 à la date de clôture de la séance de bourse du 29 juillet 2016, avant la suspension de cours intervenue le 1^{er} août 2016 et l'annonce de la signature du contrat d'acquisition et de l'intention de Pertamina de déposer l'Offre.

Le président de séance rappelle ensuite les conclusions préliminaires du Comité des Indépendants qui ont été présentées au Conseil lors de sa réunion du 14 octobre 2016.

Le Conseil prend ensuite connaissance du rapport de l'Expert Indépendant.

Les conclusions de l'Expert Indépendant sont les suivantes :

« A l'issue de nos travaux de valorisation de l'Action et des ORNANES, nous sommes d'avis que, dans les conditions de marché actuelles, et dans le contexte de l'Offre à caractère volontaire :

- le Prix d'Offre de l'Action de 4,20 € et le Prix d'Offre de l'Action avec Complément de Prix de 4,70 € sont compatibles avec les valeurs ressortant de notre évaluation multicritère, pour un actionnaire souhaitant bénéficier de la liquidité qui lui est proposée, dans le contexte d'une offre volontaire ;
- le Prix d'Offre des ORNANES 2019 de 17,26 € et le Prix d'Offre des ORNANES 2021 de 11,02 € augmentés respectivement du coupon couru 2019 et du coupon couru 2021 restituent à leur porteurs la contrepartie de leur souscription ainsi que le rendement prévu à l'émission ;
- les Accords connexes ne sont pas de nature à préjudicier aux intérêts des actionnaires et des porteurs d'ORNANES apportant leurs titres à l'Offre.

En conséquence, nous attestons que :

- le Prix d'Offre de l'Action de 4,20 € et le Prix d'Offre de l'Action avec Complément de Prix de 4,70 € sont équitables d'un point de vue financier pour les actionnaires concernés par l'Offre ;
- le Prix d'Offre des ORNANES 2019 de 17,26 € et le Prix d'Offre des ORNANES 2021 de 11,02 € augmentés respectivement du coupon couru 2019 et du coupon couru 2021 sont équitables d'un point de vue financier pour les porteurs d'ORNANES concernés par l'Offre. »

Le Conseil prend acte des conclusions de l'Expert Indépendant sur le prix d'Offre par action et par ORNANE et donne la parole au président du Comité des Indépendants.

Le président du Comité des Indépendants rappelle que le Comité des Indépendants a notamment pu constater que le prix d'Offre par action (4,20 euros avec un complément de prix potentiel de 0,50 euro par action basé sur l'évolution du prix du baril de Brent) est compris dans la fourchette de l'Expert Indépendant. Le Comité des Indépendants, au regard de ses travaux et après avoir pris connaissance (i) des conclusions du rapport de l'Expert Indépendant qui mentionne que le prix d'Offre par action et par ORNANE est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires concernés par l'Offre de même que pour les porteurs d'ORNANE, dans les conditions de marché actuelles et (ii) de la dernière version du Projet de Note d'Information en sa possession, a considéré à l'unanimité, lors de sa réunion du 2 décembre 2016, que l'Offre est dans l'intérêt de la Société, de ses actionnaires et de ses porteurs d'ORNANE et de ses salariés et a décidé, à l'unanimité, de recommander au Conseil d'émettre un avis favorable sur l'Offre telle que décrite dans le Projet de Note d'Information.

Un débat s'installe entre les administrateurs.

- Conclusion

Le Conseil, connaissance prise des termes de l'Offre, des motifs et des intentions de l'Initiateur indiqués dans le Projet de Note d'Information, du rapport de l'Expert Indépendant, du projet de note en réponse de la Société, du projet de DAI et des projets de communiqués, après en avoir délibéré et sur recommandation du Comité des Indépendants, estime que l'Offre est dans l'intérêt de la Société, de ses actionnaires et de ses porteurs d'ORNANE ainsi que de ses salariés et décide à l'unanimité des membres participant au vote de la délibération :

- d'approuver l'Offre telle que décrite dans le Projet de Note d'Information et de recommander aux actionnaires et aux porteurs d'ORNANE d'apporter leurs titres à l'Offre ;
- conformément aux stipulations du Tender Offer Agreement, de ne pas apporter à l'Offre les actions auto-détenues par la Société ;
- d'approuver les projets (i) de note en réponse de la Société et de DAI (la « **Documentation d'Offre** ») et (ii) communiqués de mise à disposition du projet de note en réponse de la Société et relatif à l'avis du Conseil d'administration sur l'Offre qui lui ont été communiqués et de donner tous pouvoirs au Directeur Général, avec faculté de subdélégation à toute personne de son choix, à l'effet :
 - o de finaliser la Documentation d'Offre ;
 - o de signer et déposer auprès de l'AMF la Documentation d'Offre ;
 - o de signer toutes attestations requises dans le cadre de l'Offre ; et
 - o plus généralement de faire tout ce qui sera nécessaire pour la bonne réalisation de l'Offre, notamment conclure et signer, au nom et pour le compte de la Société, toutes opérations et documents nécessaires et afférents à la réalisation de l'Offre. »

4. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE

Il est rappelé que (i) les actions détenues par Jean-François Hénin, par l'intermédiaire de Pacifico, ont fait l'objet de l'Acquisition de Bloc et (ii) Denie Samuel Tampubolon ne détient pas d'actions de la Société à titre personnel.

A l'exception des deux administrateurs susmentionnés, tous les autres membres du Conseil d'administration de la Société détenant plus de 500 actions de la Société ont indiqué leur intention d'apporter à l'Offre les actions qu'ils détiennent, à l'exception de celles conservées conformément au règlement intérieur de la Société.

5. **INTENTIONS DE LA SOCIÉTÉ RELATIVE AUX ACTIONS AUTO-DÉTENUES OU D'AUTOCONTRÔLE**

Conformément aux stipulations du *Tender Offer Agreement* décrit à la section 2.1 du Projet de Note en Réponse, la Société a décidé de ne pas apporter à l'Offre les actions auto-détenues par la Société, soit 5.498.180 actions auto-détenues au 31 octobre 2016.

6. **ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRÉCIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE**

A l'exception du Contrat d'Acquisition et du *Tender Offer Agreement* décrit à la section 2.1 ci-dessus du Projet de Note en Réponse, la Société n'a pas connaissance, à la date du Projet de Note en Réponse, d'accords susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre.

7. **ÉLÉMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE**

7.1 **Structure et répartition du capital**

Au 31 octobre 2016, à la connaissance de la Société, le capital social de la Société s'élevait à 150.412.041,01 euros, divisé en 195.340.313 actions ordinaires de soixante-dix-sept centimes (0,77) d'euro de valeur nominale chacune, représentant 198.618.762 droits de vote.

A la connaissance de la Société, selon les dernières informations disponibles et sur la base des déclarations de franchissements de seuils reçues par la Société, le capital et les droits de vote de la Société se répartissent comme suit au 31 octobre 2016 :

	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote théoriques*	% des droits de vote théoriques*
Initiateur	47.916.026	24,53	47.916.026	24,12
Macif	14.255.700	7,30	14.255.700	7,18
Etablissements Maurel & Prom (auto-détention)	5.498.180	2,81	5.498.180	2,77
Salariés	1.329.912	0,68	1.930.397	0,97
Public et divers	126.340.495	64,68	129.018.459	64,96
TOTAL	195.340.313	100,00	198.618.762	100,00

* Sur la base du nombre de droits de vote théoriques (calculé sur la base de l'ensemble des actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les actions auto-détenues et privées de droits de vote, conformément aux dispositions de l'article 223-11 du Règlement général de l'AMF) au 31 octobre 2016 tel que publié par la Société sur son site internet le 16 novembre 2016, soit 198.618.762.

A l'exception des plans d'Actions Gratuites (telles que définies à la section 7.8.2 du Projet de Note en Réponse) et des ORNANE, il n'existe, à la date du Projet de Note en Réponse, aucun droit, titre de capital ou instrument financier pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société.

7.2 Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et au transfert d'actions ou clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce

7.2.1 Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et au transfert d'Actions

L'article 12 des statuts de la Société prévoit que la transmission des actions est libre et aucune limitation des transferts d'actions n'est stipulée.

L'article 10.1 des statuts de la Société stipule que toute personne, physique ou morale, qui, agissant seule ou de concert, vient à détenir, directement ou indirectement, un nombre d'actions représentant une proportion du capital ou des droits de vote supérieure ou égale à deux pourcents, ou à un multiple de deux pourcents, tant qu'elle ne détiendra pas, seule ou de concert, un nombre total d'actions représentant plus de deux tiers du capital et des droits de vote de la Société, doit informer la Société du nombre total d'actions et de titres donnant accès au capital de la Société qu'elle possède par lettre recommandée avec demande d'avis de réception adressée au siège social, dans un délai de cinq jours de bourse à compter du franchissement du ou desdits seuil(s) de participation. Cette déclaration est également prévue, comme indiqué à l'article 10.3 des statuts de la Société, dans le même délai et selon les mêmes modalités, en cas de franchissement à la baisse des seuils mentionnés ci-dessus.

Il est précisé, à l'article 10.4 des statuts de la Société, que pour la détermination des pourcentages de détention mentionnés ci-dessus, il devra être tenu compte des actions et des droits de vote détenus ainsi que, même si la personne concernée ne détient pas elle-même des actions ou des droits de vote par ailleurs, des actions et des droits de vote assimilés au sens de l'article L. 233-9 du Code de commerce, lesquels sont rapportés au nombre total d'actions composant le capital social de la Société et au nombre total de droits de vote attachés à ces actions. Le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de l'ensemble des actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les actions privées de droit de vote.

A défaut d'avoir été déclarées conformément aux modalités de l'article 10.1 des statuts de la Société, les actions excédant la fraction qui aurait dû être déclarée sont privées du droit de vote pour toute assemblée générale d'actionnaires qui se tiendrait jusqu'à l'expiration d'un délai de deux ans suivant la date de régularisation de la notification si, à l'occasion d'une assemblée, un ou plusieurs actionnaires détenant ensemble deux pourcents au moins du capital ou des droits de vote de la Société en font la demande, consignée dans le procès-verbal de l'assemblée générale, lors de cette assemblée.

7.2.2 Clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce

Néant.

7.3 Participations directes et indirectes représentant plus de cinq pourcents du capital et des droits de vote de la Société

En dehors de ceux mentionnés à la section 7.1 ci-dessus, la Société n'a pas connaissance d'actionnaires détenant plus de cinq pourcents de son capital ou de ses droits de vote à la date du Projet de Note en Réponse.

7.4 Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci

L'article 11.7 des statuts de la Société stipule qu'un droit de vote double est conféré aux actions entièrement libérées pour lesquelles il sera justifié d'une inscription nominative dans les registres de la Société depuis quatre ans au moins à compter de la date à laquelle elles sont entièrement libérées, sans interruption, au nom du même actionnaire.

Les articles 11.8 à 11.10 des statuts de la Société prévoient qu'en cas d'augmentation de capital par incorporation de réserves, bénéfiques ou primes d'émission, le droit de vote double est conféré, dès leur émission, aux actions nominatives attribuées gratuitement à un actionnaire à raison d'actions anciennes bénéficiant de ce droit. Le droit de vote double cesse de plein droit pour toute action ayant fait l'objet d'une conversion au porteur ou d'un transfert. Il est cependant précisé que tout transfert du nominatif au nominatif par suite de succession *ab intestat* ou testamentaire ou de partage de communauté de bien ou de société d'acquêts entre époux n'interrompra pas le délai de quatre ans susmentionné ou conserva le droit acquis.

L'article 30.1 des statuts de la Société stipule que sous réserve du droit de vote double prévu à l'article 11.7 des statuts de la Société, tout actionnaire dispose d'autant de droits de vote qu'il possède ou représente d'actions.

7.5 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier

Au 31 octobre 2016, le FCPE actions Etablissements Maurel & Prom détient 565.876 actions de la Société, représentant 0,29 % du capital de la Société. Il est géré par la société de gestion Eres Gestion.

Le FCPE actions Etablissements Maurel & Prom est géré par un Conseil de surveillance qui est désigné paritairement et qui doit se réunir pour se prononcer sur l'apport des actions de la Société détenues par le FCPE actions Etablissements Maurel & Prom à l'Offre.

7.6 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote

A la date du Projet de Note en Réponse et à l'exception du *Tender Offer Agreement* ainsi que du mécanisme de liquidité qui sera offert aux bénéficiaires d'Actions Gratuites concernées (voir section 2.3.5 du Projet de Note en Réponse), la Société n'a connaissance d'aucun accord d'actionnaires en vigueur à ce jour pouvant entraîner des restrictions au transfert d'actions de la Société et à l'exercice des droits de vote.

7.7 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration et à la modification des statuts de la Société

A l'exception de la limite d'âge de (i) 75 ans imposée par les statuts au Président du Conseil d'administration (article 17.2 des statuts de la Société) et (ii) 70 ans imposée par les statuts au Directeur Général et, le cas échéant, au Directeur Général Délégué (articles 22.3 et 23.5 des statuts de la Société), aucune clause statutaire ne prévoit de dispositions différentes de celles prévues par la loi en ce qui concerne la nomination et le remplacement des membres du Conseil d'administration ou la modification des statuts.

S'agissant de la composition du Conseil d'administration, il est précisé que le *Tender Offer Agreement* prévoit qu'en cas de succès de l'Offre, l'Initiateur a l'intention de faire en sorte que la composition du Conseil d'administration de la Société soit modifiée afin de refléter le nouvel actionnariat de la Société (voir section 2.1 du Projet de Note en Réponse).

7.8 Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres

7.8.1 Délégations et autorisations financières accordées par l'Assemblée générale des actionnaires

En dehors des pouvoirs généraux prévus par la loi et les statuts, le Conseil d'administration dispose d'autorisations et de délégations financières accordées par les Assemblées générales du 18 juin 2015 et du 15 juin 2016. Ces autorisations et délégations financières sont décrites dans le tableau ci-dessous :

LE PRÉSENT PROJET DE NOTE EN RÉPONSE RESTE SOUMIS À L'EXAMEN DE L'AMF

Date de l'Assemblée générale	Résolution	Nature de l'autorisation ou de la délégation	Plafond en euros	Durée de l'autorisation/délégation	Commentaire
15 juin 2016	10 ^{ème}	Autorisation du Conseil d'administration à l'effet d'acheter, de conserver ou de transférer des actions de la Société	<ul style="list-style-type: none"> 10 % du capital social à quelque moment que ce soit (ce pourcentage s'appliquant à un capital ajusté en fonction des opérations l'affectant postérieurement à la présente assemblée générale) ou 5 % en cas d'acquisition des actions en vue de leur conservation et leur remise ultérieure en paiement ou en échange dans le cadre d'opération de fusion, de scission, d'apport ou de croissance externe. Impossibilité pour la Société de détenir plus de 10 % de son capital social. <u>Prix maximum d'achat</u> : 6 € par action. <u>Montant maximum du programme de rachat d'actions</u> : 117.204.186 € 	18 mois, soit jusqu'au 15 décembre 2017.	<p>Autorisation mise en œuvre dans le cadre du contrat de liquidité.</p> <p>Autorisation non utilisable en période d'offre publique.</p> <p>Contrat de liquidité suspendu le 2 décembre 2016</p>
15 juin 2016	11 ^{ème}	Délégation de compétence au Conseil d'administration à l'effet d'émettre des actions de la Société ou des valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société ou de l'une de ses filiales et/ou donnant droit à l'attribution de titres de créance, avec maintien du DPS.	<p><u>Plafond capital :</u></p> <ul style="list-style-type: none"> Montant nominal maximal des augmentations de capital : 75 M€. Montant s'imputant sur le plafond global des augmentations de capital de 75 M€ (le « Plafond Global (Capital) »). <p><u>Plafond dette :</u></p> <ul style="list-style-type: none"> Montant nominal total des titres de créance pouvant être émis : 600M€. Montant s'imputant sur le plafond global des émissions de titres de créance de 600 M€ (le « Plafond Global (Dette) »). 	26 mois, soit jusqu'au 15 août 2018.	<p>Délégation non utilisable en période d'offre publique.</p> <p>Délégation non utilisée à ce jour.</p>
15 juin 2016	12 ^{ème}	Délégation de compétence au Conseil d'administration à l'effet d'émettre des actions de la Société ou des valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société ou de l'une de ses filiales et/ou donnant droit à l'attribution de titres de créance dans le cadre d'offres au public, avec suppression du DPS.	<p><u>Plafond capital :</u></p> <ul style="list-style-type: none"> Montant nominal maximal des augmentations de capital : 45 M€ (dans la limite légale de 20 % par an du capital social apprécié au jour de la décision du Conseil d'administration), Plafond de 45 M€ commun aux émissions avec suppression du DPS (offres au public et placement privé) et sans DPS (rémunération des apports, OPE ou non). Montant s'imputant sur le Plafond Global (Capital). <p><u>Plafond dette :</u></p> <ul style="list-style-type: none"> Montant nominal total des titres de créance pouvant être émis : 350M€. Plafond de 350 M€ commun aux émissions avec suppression du DPS (offres au public et placement privé) et sans DPS (rémunération des apports, OPE ou non). Montant s'imputant sur le Plafond Global (Dette). 	26 mois, soit jusqu'au 15 août 2018.	<p>Délégation non utilisable en période d'offre publique.</p> <p>Délégation non utilisée à ce jour.</p>
15 juin 2016	13 ^{ème}	Délégation de compétence au Conseil d'administration à l'effet d'émettre des actions de la Société ou des valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société ou de l'une de ses filiales et/ou donnant droit à l'attribution de titres de créance	<p><u>Plafond capital :</u></p> <ul style="list-style-type: none"> Montant nominal maximal des augmentations de capital : 45 M€, Plafond de 45 M€ commun aux émissions avec suppression du DPS (offres au public et placement privé) et sans DPS (rémunération des apports, OPE ou non). 	26 mois, soit jusqu'au 15 août 2018.	<p>Délégation non utilisable en période d'offre publique.</p> <p>Délégation non utilisée à ce jour.</p>

LE PRÉSENT PROJET DE NOTE EN RÉPONSE RESTE SOUMIS À L'EXAMEN DE L'AMF

Date de l'Assemblée générale	Résolution	Nature de l'autorisation ou de la délégation	Plafond en euros	Durée de l'autorisation/délégation	Commentaire
		par placement privé visé à l'article L. 411-2 II du Code monétaire et financier, avec suppression du DPS.	<ul style="list-style-type: none"> Montant s'imputant sur le Plafond Global (Capital). <u>Plafond dette :</u> <ul style="list-style-type: none"> Montant nominal total des titres de créance pouvant être émis : 350M€. Plafond de 350 M€ commun aux émissions avec suppression du DPS (offres au public et placement privé) et sans DPS (rémunération des apports, OPE ou non). Montant s'imputant sur le Plafond Global (Dette). 		
15 juin 2016	14 ^{ème}	Autorisation au Conseil d'administration à l'effet de fixer le prix d'émission selon les modalités fixées par l'assemblée générale en cas d'émission d'actions ou de valeurs mobilières donnant accès au capital et/ou donnant droit à l'attribution de titres de créance, avec suppression du DPS.	<u>Plafond capital :</u> <ul style="list-style-type: none"> 10 % du capital par an (apprécié au jour de la décision du Conseil d'administration d'utiliser l'autorisation). Plafond s'imputant sur le plafond de la résolution en vertu de laquelle l'émission est décidée (émissions avec suppression du DPS par offres au public et/ou par placement privé). <u>Plafond dette :</u> <ul style="list-style-type: none"> Plafond s'imputant sur le plafond de la résolution en vertu de laquelle l'émission est décidée (émissions avec suppression du DPS par offres au public et/ou par placement privé). 	26 mois, soit jusqu'au 15 août 2018.	<p>Autorisation non utilisable en période d'offre publique.</p> <p>Autorisation non utilisée à ce jour.</p>
15 juin 2016	15 ^{ème}	Autorisation au Conseil d'administration à l'effet d'augmenter le nombre de titres à émettre, en cas d'augmentation de capital avec ou sans suppression du DPS.	<ul style="list-style-type: none"> Limite de 15 % de l'émission initiale (dans les 30 jours de l'émission initiale et dans les mêmes conditions que l'émission initiale, sous réserve des plafonds en vertu de laquelle l'émission est décidée). Concerne les quatre résolutions décrites ci-dessus. 	26 mois, soit jusqu'au 15 août 2018.	<p>Autorisation non utilisable en période d'offre publique.</p> <p>Autorisation non utilisée à ce jour.</p>
15 juin 2016	16 ^{ème}	Délégation de compétence au Conseil d'administration à l'effet d'émettre des actions de la Société ou des valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société et/ou donnant droit à l'attribution de titres de créance en cas d'offre publique d'échange initiée par la Société, sans DPS	<u>Plafond capital :</u> <ul style="list-style-type: none"> Montant nominal maximal des augmentations de capital : 45 M€, Plafond de 45 M€ commun aux émissions avec suppression du DPS (offres au public et placement privé) et sans DPS (rémunération des apports, OPE ou non). Montant s'imputant sur le Plafond Global (Capital). <u>Plafond dette :</u> <ul style="list-style-type: none"> Montant nominal total des titres de créance pouvant être émis : 350M€. Plafond de 350 M€ commun aux émissions avec suppression du DPS (offres au public et placement privé) et sans DPS (rémunération des apports, OPE ou non). Montant s'imputant sur le Plafond Global (Dette). 	26 mois, soit jusqu'au 15 août 2018.	<p>Délégation non utilisable en période d'offre publique.</p> <p>Délégation non utilisée à ce jour.</p>
15 juin 2016	17 ^{ème}	Délégation de pouvoirs au Conseil d'administration à l'effet d'émettre des actions de la Société ou des valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société et/ou donnant droit à l'attribution de titres de créance en vue de rémunérer des apports en nature consentis à la Société,	<u>Plafond capital :</u> <ul style="list-style-type: none"> Montant nominal maximal des augmentations de capital : 45 M€ (dans la limite légale de 10 % du capital apprécié au jour de la décision du Conseil d'administration d'utiliser la délégation), Plafond de 45 M€ commun aux émissions avec suppression du DPS 	26 mois, soit jusqu'au 15 août 2018.	<p>Délégation non utilisable en période d'offre publique.</p> <p>Délégation non utilisée à ce jour.</p>

LE PRÉSENT PROJET DE NOTE EN RÉPONSE RESTE SOUMIS À L'EXAMEN DE L'AMF

Date de l'Assemblée générale	Résolution	Nature de l'autorisation ou de la délégation	Plafond en euros	Durée de l'autorisation/délégation	Commentaire
		sans DPS.	<p>(offres au public et placement privé) et sans DPS (rémunération des apports, OPE ou non).</p> <ul style="list-style-type: none"> Montant s'imputant sur le Plafond Global (Capital). <p><u>Plafond dette :</u></p> <ul style="list-style-type: none"> Montant nominal total des titres de créance pouvant être émis : 350M€. Plafond de 350 M€ commun aux émissions avec suppression du DPS (offres au public et placement privé) et sans DPS (rémunération des apports, OPE ou non). Montant s'imputant sur le Plafond Global (Dette). 		
15 juin 2016	18 ^{ème}	Délégation de compétence au Conseil d'administration à l'effet d'augmenter le capital de la Société par incorporation de réserves, bénéfices, primes ou autres sommes dont la capitalisation serait admise.	<p><u>Plafond capital :</u></p> <ul style="list-style-type: none"> Montant nominal maximal égal au montant global des sommes pouvant être incorporées au capital en application de la législation et de la réglementation en vigueur. <p><u>Plafond dette :</u></p> <ul style="list-style-type: none"> N/A 	26 mois, soit jusqu'au 15 août 2018.	<p>Délégation non utilisable en période d'offre publique.</p> <p>Délégation non utilisée à ce jour.</p>
15 juin 2016	19 ^{ème}	Autorisation au Conseil d'administration d'attribuer gratuitement des actions de la Société de la Société au profit de salariés et/ou de mandataires sociaux de la Société et de ses filiales, emportant renonciation des actionnaires à leur DPS.	<p><u>Plafond capital :</u></p> <ul style="list-style-type: none"> Nombre total d'actions ordinaires attribuées gratuitement : 1 % du capital de la Société (tel qu'existant à la date de la décision de leur attribution par le Conseil d'administration). Pourcentage maximum attribuable aux mandataires sociaux : 0,30 %. <p><u>Plafond dette :</u></p> <p>N/A</p>	38 mois, soit jusqu'au 15 août 2019.	Autorisation non utilisée à ce jour.
15 juin 2016	20 ^{ème}	Délégation de compétence au Conseil d'administration à l'effet de procéder à des augmentations de capital réservées aux salariés adhérant au plan d'épargne entreprise de la Société, avec suppression du DPS.	<p><u>Plafond capital :</u></p> <ul style="list-style-type: none"> Montant nominal maximal des augmentations de capital : 1M€ <p><u>Plafond dette :</u></p> <p>N/A</p>	26 mois, soit jusqu'au 15 août 2018.	Délégation non utilisée à ce jour
15 juin 2016	21 ^{ème}	Autorisation au Conseil d'administration à l'effet de réduire le capital social par annulation d'actions.	<p><u>Limite :</u> 10 % du capital de la Société, par période de 24 mois.</p>	18 mois, soit jusqu'au 15 décembre 2017.	Autorisation non utilisée à ce jour.
18 juin 2015	22 ^{ème}	Autorisation au Conseil d'administration d'attribuer gratuitement des actions de préférence de la Société au profit de salariés et/ou de mandataires sociaux de la Société et de ses filiales, emportant renonciation des actionnaires à leur DPS.	<p><u>Nombre total d'actions de préférence pouvant être attribuées :</u> 0,2 % du capital de la Société (tel qu'existant à la date de la décision de leur attribution par le Conseil d'administration).</p> <p><u>Nombre total d'actions ordinaires pouvant être créées en cas de conversion des actions de préférence :</u> 2 % du capital social de la Société (tel qu'existant à la date de la décision de leur attribution par le conseil d'administration).</p>	38 mois soit jusqu'au 18 août 2018.	Autorisation non utilisée à ce jour.

7.8.2 Plans d'Actions Gratuites

A la date du Projet de Note en Réponse, les plans d'attribution d'actions gratuites (les « **Actions Gratuites** ») décrits ci-dessous sont mis en œuvre au sein de la Société. Il est également rappelé que dans le cadre de la fusion entre la Société et MPI réalisée le 17 décembre 2015, la Société avait repris les engagements de MPI en matière d'attribution gratuite d'actions. Ainsi, les 45.000 actions gratuites MPI (les « **AGA MPI** ») attribuées définitivement le 20 juin 2015 et dont la période de conservation s'étendait jusqu'au 20 juin 2017 ont été échangées, sur la base de la parité d'échange retenue dans le cadre de la fusion (1 action de la Société contre 1,5 action MPI), contre 30.000 actions de la Société. Ces actions restent notamment soumises à la période de conservation résiduelle des AGA MPI qui est fixée jusqu'au 20 juin 2017.

Le tableau ci-dessous résume les principales caractéristiques des Actions Gratuites dont les périodes d'acquisition ou de conservation sont en cours à la date du Projet de Note en Réponse :

	Plan 2012	AGA MPI	Plan 2013	Plan 2014	Plan 2016
Date d'attribution	21/12/2012	20/06/2013	30/08/2013	28/03/2014	25/02/2016 ⁷
Nombre d'actions gratuites attribuées	72.451	30.000	34.000	51.840	1.080.600
Nombre d'attributaires	35	1	3	17	36
Date d'acquisition	21/12/2014	20/06/2015	30/08/2015	28/03/2016	25/02/2017
Date de disponibilité	21/12/2016	20/06/2017	30/08/2017	28/03/2018	25/02/2018

Parmi les Actions Gratuites, seules les 1.080.600 Actions Gratuites issues du plan 2016 seront en période d'acquisition à la date de clôture de l'Offre (et de l'Offre Réouverte, le cas échéant) (les « **Actions Gratuites Non Acquises** »).

Les Actions Gratuites issues des plans 2012, 2013 et 2014 ainsi que les AGA MPI, portant sur un nombre total de 188.291 Actions Gratuites (les « **Actions Gratuites Acquises** ») sont en période de conservation, étant précisé que la période de conservation de 72.451 Actions Gratuites issues du plan 2012 devrait expirer pendant la durée de l'Offre.

Il sera proposé aux bénéficiaires d'Actions Gratuites Non Acquises, ainsi qu'aux bénéficiaires d'Actions Gratuites Acquises dont la période de conservation n'aura pas expiré à la date de clôture de l'Offre ou, le cas échéant, de l'Offre Réouverte, et qui ne pourront pas être apportées à l'Offre ou à l'Offre Réouverte, sauf cas légaux

⁷ Ces attributions sont soumises à des conditions de présence et, s'agissant de l'attribution réalisée au profit du Directeur Général, à des conditions de performance. Pour le plan 2016, il est précisé qu'en cas de prise de contrôle hostile de la Société (soit toute opération ayant pour conséquence d'entraîner un changement de contrôle au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce dès lors que l'opération n'aura pas reçu l'avis favorable du Conseil d'administration), le bénéficiaire des droits à Actions Gratuites se verra attribuer les actions correspondantes au nombre de droits à Actions Gratuites attribués sans qu'aucune condition de performance ou de présence ne soit requise pour l'ensemble des droits à Actions Gratuites attribués.

ou réglementaires exceptionnels de levée des indisponibilités (décès ou invalidité du bénéficiaire), d'un mécanisme de liquidité (voir section 2.3.5 du Projet de Note en Réponse).

7.9 Impact d'un changement de contrôle sur les accords significatifs conclus par la Société

7.9.1 Contrats de financement

Conformément aux stipulations de l'article 7.2 du contrat de crédit sous forme de *Revolving Credit Facility* en date du 18 décembre 2014 (le « **RCF** ») d'un montant maximum de 650.000.000 dollars US, dans le cas où une ou plusieurs personnes agissant de concert viendraient à acquérir le contrôle de la Société au sens du RCF⁸ (le « **Changement de Contrôle RCF** »), les prêteurs peuvent décider d'annuler les engagements de crédit qu'ils ont consentis à la Société et exiger le remboursement anticipé immédiat (en capital et en intérêts) des sommes restant dues.

7.9.2 ORNANE

(A) Remboursement anticipé en espèces au gré des titulaires d'ORNANE 2019 et d'ORNANE 2021 en cas de changement de contrôle de la Société

Conformément aux stipulations (i) de l'article 9.5 du Contrat d'Emission des ORNANE 2019 et (ii) de l'article 4.9.5 de la Note d'Opération ORNANE 2021, dans le cas où une ou plusieurs personnes physiques ou morales, agissant seules ou de concert viendraient à acquérir le contrôle de la Société au sens des contrats d'émission des ORNANE⁹ (le « **Changement de Contrôle ORNANE** »), les titulaires pourront demander, à leur gré, le remboursement anticipé en espèces de tout ou partie des ORNANE 2019 et des ORNANE 2021 dont ils sont propriétaires. Dans ce cas, les ORNANE 2019 et les ORNANE 2021 seront remboursées au pair majoré des intérêts courus depuis la dernière date de paiement des intérêts jusqu'à la date fixée pour le remboursement anticipé.

L'Offre entraînera, en cas de suite positive, un Changement de Contrôle ORNANE au plus tard, le cas échéant, à la date de règlement-livraison de l'Offre.

En conséquence, en cas de suite positive de l'Offre, la Société en informera les porteurs d'ORNANE, par un avis diffusé par la Société sur son site internet (www.maureletprom.fr) au plus tard dans les 30 jours calendaires qui suivent le Changement de Contrôle ORNANE. Cet avis rappellera aux porteurs d'ORNANE la faculté qui leur est offerte de demander le remboursement anticipé de leurs ORNANE, et indiquera (i) la date fixée pour le remboursement anticipé, laquelle devra être comprise entre le 25^{ème} et le 30^{ème} jour ouvré suivant la date de diffusion de l'avis par la Société, (ii) le

⁸ Le Changement de Contrôle RCF signifie : « (A) une personne ou un groupe de personnes détient le « contrôle » de la Société si : (1) cette personne ou ce groupe de personnes agissant de concert (dans chaque cas, que ce soit directement ou indirectement et par la détention du capital social, l'exercice de droits de vote, la détention de leur participation ou la gestion de leurs droits, contrats ou autrement) a le pouvoir de : (a) de voter, ou de contrôler plus de 50 % du nombre maximum de voix pouvant être exprimées à une assemblée générale de la Société (ou 40 % si aucun autre actionnaire ne détient plus de droits de vote que cette personne ou ce groupe); ou (b) nommer et/ou révoquer tout ou la majorité des membres du conseil d'administration ou d'un autre organe de direction de la Société ; ou (c) contrôler les décisions de la Société ou sa politique de gestion ; ou (2) cette personne ou ce groupe de personnes agissant de concert détient effectivement plus de 50 % du capital social émis de la Société (ou 40 % si aucun autre actionnaire ne détient plus de droits de vote que cette personne ou ce groupe) ; et (B) « action de concert » a le sens donné à ce terme dans les articles L. 233-10 et L. 233-10-1 du Code de commerce. »

⁹ Aux termes des contrats d'émission des ORNANE, la notion de « contrôle » signifie le fait d'acquérir (directement ou indirectement par l'intermédiaire de sociétés elles-mêmes contrôlées par la ou les personnes concernées) (a) la majorité des droits de vote attachés aux actions ou (b) plus de 40 % de ces droits de vote si aucun autre actionnaire de la Société, agissant seul ou de concert, ne détient (directement ou indirectement par l'intermédiaire de sociétés contrôlées par cet ou ces actionnaire(s)) un pourcentage des droits de vote supérieur à celui ainsi détenu.

montant du remboursement et (iii) la période, d'au moins 15 jours ouvrés, à compter de la date de diffusion de l'avis par la Société, au cours de laquelle les demandes de remboursement anticipé des ORNANE et les ORNANE correspondantes devront parvenir à l'agent centralisateur. Les porteurs d'ORNANE devront en faire la demande à l'intermédiaire financier auprès duquel leurs ORNANE sont inscrites en compte. Toute demande de remboursement sera irrévocable à compter de sa réception par l'intermédiaire financier concerné. Les demandes et les ORNANE correspondantes devront parvenir à l'agent centralisateur au plus tard le cinquième jour ouvré précédant la date de remboursement anticipé.

Dans cette hypothèse, les ORNANE seront remboursées à un prix égal au pair majoré des intérêts courus depuis la dernière date de paiement d'intérêts jusqu'à la date fixée pour le remboursement anticipé.

(B) Ajustement temporaire du taux de conversion des ORNANE 2019 et des ORNANE 2021 en période d'offre publique

Conformément aux stipulations (i) de l'article 15.7.3 du Contrat d'Emission des ORNANE 2019 et (ii) de l'article 4.17.7 (3) de la Note d'Opération ORNANE 2021, le taux de conversion des ORNANE 2019 et le taux de conversion des ORNANE 2021 font l'objet d'un ajustement temporaire dans l'éventualité où une offre publique visant les actions de la Société serait susceptible d'entraîner un Changement de Contrôle ORNANE et ladite offre serait déclarée conforme par l'AMF.

Ainsi, dans l'hypothèse où les conditions susmentionnées seraient remplies, entre (et y compris) le premier jour au cours duquel les actions de la Société peuvent être apportées à l'Offre et, dans la mesure où l'Offre est conditionnelle :

- en cas de constatation par l'AMF que l'Offre a une suite positive : la date qui sera de 15 jours ouvrés après la date de publication par l'AMF du résultat de l'Offre ou, si l'Offre est réouverte, la date qui sera de 15 jours ouvrés après la date de publication par l'AMF du résultat de l'Offre réouverte ; ou
- en cas de constatation par l'AMF que l'Offre est sans suite : la date de publication par l'AMF du résultat de l'Offre ; ou
- en cas de renonciation à l'Offre par l'Initiateur : la date à laquelle cette renonciation est publiée,

le taux de conversion des ORNANE 2019 et le taux de conversion des ORNANE 2021 temporairement ajustés seraient, pour chaque ORNANE, égaux au ratio calculé par l'agent de calcul conformément aux stipulations prévues par (i) l'article 15.7.3 du Contrat d'Emission des ORNANE 2019 et (ii) de l'article 4.17.7 (3) de la Note d'Opération ORNANE 2021. Pour bénéficiaire de ce taux temporairement ajusté, le droit à l'attribution d'actions devra être exercé dans la période susmentionnée.

Sur la base d'une date d'ouverture de l'Offre au 15 décembre 2016 (selon le calendrier indicatif figurant à la section 2.14 du Projet de Note d'Information) et d'un taux de conversion en vigueur de 1 action pour 1 ORNANE 2019 et 1 action pour 1 ORNANE 2021, les nouveaux taux de conversion applicables pendant la période d'ajustement en cas d'offre publique seraient respectivement de 1,20 et de 1,27.

Il est également rappelé que les ORNANE 2019 et les ORNANE 2021 ne pourront donner lieu qu'à la livraison d'un nombre entier d'actions de la Société. Le règlement des rompus des ORNANE 2019 et des ORNANE

2021 est précisé respectivement aux articles 15.9 du Contrat d'Emission des ORNANE 2019 et 4.17.9 de la Note d'Opération ORNANE 2021.

En cas d'ajustement, la Société en informera les porteurs d'ORNANE par un avis diffusé par la Société sur son site Internet (www.maureletprom.fr) au plus tard dans les cinq jours ouvrés qui suivent la prise d'effet de l'ajustement.

(C) **Remboursement anticipé au gré de la Société**

Conformément aux stipulations (i) de l'article 9.3 (2) du Contrat d'Emission des ORNANE 2019 et (ii) de l'article 4.9.3 (2) de la Note d'Opération ORNANE 2021, la Société pourra, à son gré, à tout moment, sous réserve d'un préavis d'au moins 45 jours calendaires, rembourser au pair majoré des intérêts courus depuis la dernière date de paiement d'intérêts jusqu'à la date fixée pour le remboursement anticipé :

- la totalité des ORNANE 2019 restant en circulation si leur nombre est inférieur à 10 % du nombre d'ORNANE 2019 initialement émises ;
- la totalité des ORNANE 2021 restant en circulation si leur nombre est inférieur à 15 % du nombre d'ORNANE 2021 initialement émises.

7.9.3 **Permis, licences et contrats d'association portant sur des actifs en production**

Le ministre gabonais du Développement Durable, de l'Economie, de la Promotion des Investissements et de la Prospective a autorisé par arrêté n°0035/MDDEPIP en date du 18 août 2016, l'investissement de PIEP au Gabon (par l'Acquisition de Bloc et par l'Offre) conformément au décret n°0673/PR/MECIT du 16 mai 2011 portant application de la charte des investissements aux investissements étrangers en République Gabonaise.

Un droit de préemption a été consenti, en cas de changement de contrôle de la Société, aux parties au contrat d'association conclu en 2002 notamment entre la Société et Petroquest International Limited sur l'actif en production Bigwa Rufiji Mafia.

A l'exception de ce qui précède et des permis détenus par le groupe Etablissements Maurel & Prom en Tanzanie, pour lesquels l'autorisation du ministre Tanzanien de l'Energie et des Minéraux est requise, la Société ne détient, à sa connaissance, aucun permis, licence ou contrat d'association significatif portant sur des actifs en production et prenant fin en cas de changement de contrôle de la Société.

7.10 **Accords prévoyant des indemnités de départ et de licenciement pour les salariés, en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique**

Certains salariés du Groupe¹⁰ bénéficient d'une indemnité de licenciement due, selon les contrats de travail concernés, (i) en cas de rupture du contrat à l'initiative de la Société, sauf pour faute grave ou lourde, à tout moment, ou dans certains contrats de travail, dans les 24 mois suivant un changement de contrôle résultant d'une offre publique d'achat, ou (ii) en cas de licenciement, sauf pour faute lourde, à tout moment, ou dans certains contrats de travail, dans les 18 mois suivant un changement de contrôle résultant d'une offre publique d'achat ou une modification significative de la participation de Pacifico, ou (iii) en cas de modifications substantielles des fonctions du salarié entraînant un départ contraint du salarié, ou (iv) en cas d'évolution pouvant conduire à la remise en cause de la situation du salarié au sein du Groupe du fait de la Société et dans les 12 ou 18 mois (selon les contrats de travail) suivant un changement de contrôle résultant d'une offre publique d'achat ou d'une modification significative de la participation de Pacifico.

¹⁰ Y compris le Directeur Général au titre de son contrat de travail de directeur administratif et financier suspendu pendant toute la durée de ses fonctions de Directeur Général de la Société.

Cette indemnité contractuelle forfaitaire de licenciement (dont le montant varie, selon les contrats de travail concernés) entre 18 mois et 36 mois de salaire brut, est calculée sur la base de la moyenne mensuelle des salaires bruts reçus pendant 12 mois (ou 18 mois selon les contrats de travail concernés) précédant la rupture du contrat de travail. Cette indemnité s'ajouterait, en fonction des contrats de travail, (i) soit aux indemnités conventionnelles et légales dues au moment de la rupture du contrat de travail, (ii) soit aux indemnités de préavis et de congés payés mais comprendrait dans ce dernier cas l'indemnité de licenciement prévue par la convention collective. Certains contrats de travail prévoient par ailleurs le maintien des actions gratuites attribuées malgré le départ du salarié de la Société.

8. AVIS DU COMITÉ D'ENTREPRISE

Néant.

Il est rappelé, pour information, que la Société ne remplissant pas les conditions de seuils prévus par les articles L. 2322-1 et L. 2322-2 du Code du travail, celle-ci n'est pas soumise à l'obligation de mettre en place un comité d'entreprise.

9. RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT

9.1 Désignation de l'expert indépendant

Comme indiqué à la section 3 du Projet de Note en Réponse, et conformément aux meilleures pratiques de gouvernance ainsi qu'à la recommandation AMF n°2006-15, le Conseil d'administration de la Société, lors de sa réunion du 24 août 2016, a mis en place un Comité des Indépendants.

Conformément aux dispositions de l'article 261-1 I, 2°, 4° et 5° du Règlement général de l'AMF, le Conseil d'administration de la Société, lors de sa réunion du 24 août 2016 et sur recommandation du Comité des Indépendants, a désigné le cabinet Ledouble (représenté par Olivier Cretté et Agnès Piniot) en qualité d'expert indépendant, avec pour mission de se prononcer sur le caractère équitable des prix d'Offre pour les porteurs de Titres.

9.2 Rapport de l'expert indépendant

Ledouble

MAUREL & PROM
OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT
ATTESTATION D'ÉQUITÉ

Ledouble SAS - 15, rue d'Astorg - 75008 PARIS
Tél. 01 43 12 84 85 - Fax 01 43 12 84 86 - E-mail info@ledouble.fr

Société d'expertise comptable et de commissariat aux comptes - Inscrite au Tableau de l'Ordre des experts-comptables
et à la Compagnie des commissaires aux comptes de Paris
Société par actions simplifiée au capital de 503 320 € - RCS PARIS B 392 702 023 TVA intracommunautaire FR 50 392 702 023

1. INTRODUCTION

Ledouble SAS (« **Ledouble** ») a été nommé par le Conseil d'Administration de la société Établissements Maurel & Prom (« **Maurel & Prom** », « **M&P** », la « **Société** » ou la « **Cible** ») en date du 24 août 2016, en tant qu'expert indépendant dans le cadre du projet d'Offre Publique d'Achat (l'« **Offre** ») qui serait initiée sur les actions ainsi que sur les Obligations à option de Remboursement en Numéraire et/ou en Actions Nouvelles et/ou Existantes venant à échéance le 1^{er} juillet 2019 (« **ORNANES 2019** ») et le 1^{er} juillet 2021 (« **ORNANES 2021** ») de Maurel & Prom par la société PT Pertamina (Persero) (« **Pertamina** ») *via* PT Pertamina Internasional Eksplorasi dan Produksi (« **PIEP** » ou l'« **Initiateur** »).

L'Offre fait suite à la cession à PIEP par la société Pacifico (le « **Cédant** ») de l'intégralité de sa participation¹ dans le capital de la Société (la « **Cession de Bloc** »). La Cession de Bloc et l'Offre qui en découle selon la procédure normale en vertu du règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (« **AMF** »)² constituent ci-après « **l'Opération** ».

Cette mission d'expertise indépendante (la « **Mission** ») consiste à nous prononcer sur le caractère équitable, pour les actionnaires et les porteurs d'ORNANES 2019 et d'ORNANES 2021 dont les titres sont visés par l'Offre, des prix d'offre respectivement de :

- **4,20 €** par action (le « **Prix d'Offre de l'Action** ») assorti d'un complément de prix de **0,50 €** par action (le « **Complément de Prix** ») si, entre le 1^{er} janvier 2017 (inclus) et le 31 décembre 2017 (inclus), le « **Prix du Brent** » tel que défini dans l'analyse du Complément de Prix (§ 5) est supérieur à **65 \$** par baril durant l'ensemble des jours de cotation sur une période de 90 jours calendaires consécutifs (la « **Condition** ») ;

¹ Représentant au total **24,53%** du capital de la Société.

² Conformément à l'article 232-1 du règlement général de l'AMF : « *Lorsque l'initiateur agissant seul ou de concert détient moins de la moitié du capital ou des droits de vote de la société visée, seule la procédure normale d'offre est applicable* ».

- **17,26 €** par ORNANE 2019 (pied de coupon) augmenté du coupon couru 2019³ (le « **Prix d’Offre des ORNANES 2019** ») ;
- **11,02 €** par ORNANE 2021 (pied de coupon) augmenté du coupon couru 2021⁴ (le « **Prix d’Offre des ORNANES 2021** »).

1.1. Cadre réglementaire de l’intervention de Ledouble

Cette désignation et le présent rapport entrent dans le cadre de l’article 261-1.I⁵ 2°, 4° et 5° du règlement général de l’AMF et de son instruction d’application n°2006-08⁶, elle-même complétée de la recommandation AMF n°2006-15⁷.

Le présent rapport d’expertise indépendante (le « **Rapport** ») s’entend au sens de l’article 262-1.I⁸ du règlement général de l’AMF.

³ Coupon couru 2019 calculé au taux de **1,625%** et au *pro rata* du nombre de jours écoulés entre la dernière date de détachement du coupon et la date de règlement-livraison des ORNANES 2019 dans le cadre de l’Offre ou, le cas échéant, de la réouverture de l’Offre (§ 2.2).

⁴ Coupon couru 2021 calculé au taux de **2,75%** et au *pro rata* du nombre de jours écoulés entre la dernière date de détachement du coupon et la date de règlement-livraison des ORNANES 2021 dans le cadre de l’Offre ou, le cas échéant, de la réouverture de l’Offre (§ 2.2).

⁵ Extrait concerné de l’article 261-1 I du règlement général de l’AMF :

« 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 nature à nuire à l’objectivité de l’avis motivé [...] 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 :

[...]

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 ;

5° Lorsque l’offre porte sur des instruments financiers de catégories différentes et est libellée à des conditions de prix susceptibles de porter atteinte à l’égalité entre les actionnaires ou les porteurs des instruments financiers qui font l’objet de l’offre ;

[...] ».

⁶ Instruction AMF n°2006-08. « Expertise indépendante ». [[En ligne](#)].

⁷ Recommandation AMF n°2006-15. « Expertise indépendante dans le cadre d’opérations financières ». [[En ligne](#)].

⁸ Extrait de l’article 262-1.I : « *L’expert indépendant établit un rapport sur les conditions financières de l’offre ou de l’opération dont le contenu est précisé par une instruction de l’AMF. Ce rapport contient notamment la déclaration d’indépendance ..., une description des diligences effectuées et une évaluation de la société concernée. La conclusion du rapport est présentée sous la forme d’une attestation d’équité* ».

1.2. Indépendance et compétence de Ledouble

Ledouble est indépendant de Maurel & Prom⁹, de l'Initiateur, du Cédant, ainsi que de leurs conseils respectifs¹⁰ (« les « **Conseils** ») et de Crédit Agricole Corporate & Investment Bank (« **CA-CIB** »), conseil financier de Pertamina et établissement présentateur de l'Offre (l'« **Établissement présentateur** ») ; plus particulièrement :

- Ledouble n'a aucun lien juridique ou financier avec Maurel & Prom ou Pertamina ;
- nous ne nous trouvons dans aucune des situations de conflit d'intérêts au sens des articles 261-4 du règlement général de l'AMF et de l'article 1 de l'instruction AMF n° 2006-08 ; à titre informatif, figure en **annexe 6** la liste des expertises et analyses financières indépendantes réalisées par Ledouble au cours des dernières années, avec l'indication des établissements présentateurs des opérations concernées¹¹ ;
- nous considérons que la Mission ne nous conduit pas à intervenir de façon récurrente avec les Conseils, l'Établissement présentateur ou au sein du même groupe¹².

Conformément à l'article 261-4 du règlement général de l'AMF, nous attestons donc de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu avec les personnes concernées par l'Offre et leurs Conseils, susceptible d'affecter notre indépendance et l'objectivité de notre jugement lors de l'exercice de la Mission ; nous avons donc été en mesure d'accomplir la Mission en toute indépendance.

Les compétences de l'équipe qui a réalisé l'expertise sont mentionnées en **annexe 5**.

⁹ À toutes fins utiles, nous rappelons que nous avons été nommés expert indépendant en 2011 par le Conseil d'Administration de la Société, sur une base volontaire, aux fins de l'assister dans la valorisation des actions Maurel & Prom International (« **MPI** »), ex-Maurel & Prom Nigeria, pour les besoins de l'admission des actions MPI aux négociations sur le marché réglementé de NYSE Euronext à Paris, concomitante à la distribution aux actionnaires de Maurel & Prom de la totalité des actions de MPI. Cette opération a donné lieu à l'émission d'un prospectus visé par l'AMF le 4 novembre 2011 sous le numéro 11.511. [[En ligne](#)].

¹⁰ **Herbert Smith Freehills**, conseil juridique de Maurel & Prom ; **Natixis**, conseil financier du Comité des administrateurs indépendants de la Société ; **BNP Paribas**, conseil financier de Maurel & Prom ; **Hogan Lovells**, conseil juridique de Pertamina ; **Ernst & Young**, conseil financier et fiscal de Pertamina ; **Wood Mackenzie**, conseil technique et commercial de Pertamina ; **BCTG**, conseil juridique du Cédant ; les Conseils que nous avons contactés et/ou rencontrés durant la Mission sont recensés en **annexe 3**.

¹¹ Cette déclaration d'indépendance vaut pour l'ensemble des personnes ayant participé à la Mission au sein de Ledouble, dont les profils figurent en **annexe 5**.

¹² Au sens de l'article 261-4.I du règlement général de l'AMF.

1.3. Diligences effectuées

Nous avons effectué nos diligences conformément aux dispositions des articles 262-1 et suivants du règlement général de l'AMF, de l'instruction AMF n°2006-08 relative à l'expertise indépendante, et de la recommandation AMF n°2006-15 sur l'expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières (§ 1.1).

Le programme de travail mis en œuvre et le montant des honoraires perçus dans le cadre de la Mission sont indiqués en **annexe 1** et le calendrier d'intervention en **annexe 2**.

La base documentaire ayant servi de support à nos travaux figure en **annexe 4**.

Nos diligences ont consisté :

- à prendre connaissance du contexte de l'Opération, du profil de l'Initiateur et de Pertamina, de l'activité et de l'environnement de la Société et de ses filiales (le « **Groupe** ») ;
- au terme d'un diagnostic à partir de ces informations, en une valorisation multicritère de Maurel & Prom ainsi qu'en une analyse des primes induites par le Prix d'Offre de l'Action, le Prix d'Offre de l'Action avec Complément de Prix, le Prix d'Offre des ORNANES 2019 et le Prix d'Offre des ORNANES 2021 (ensemble les « **Prix d'Offre** »), sur les différents résultats de l'évaluation, respectivement du titre Maurel & Prom (l' « **Action** »), des ORNANES 2019 et des ORNANES 2021 (ensemble les « **ORNANES** »).

Ces diligences ont été conduites parallèlement aux entretiens que nous avons eus avec le management de la Société (la « **Direction** »), les membres¹³ du Comité des administrateurs indépendants (le « **Comité des Indépendants** ») en charge de la supervision de nos travaux, ainsi que des représentants de l'Initiateur, du Cédant, des Conseils, de l'Établissement présentateur¹⁴ et de la société Seplat¹⁵. Elles ont porté notamment sur :

- une documentation générale et les informations les plus récentes disponibles sur le marché de l'extraction et de la production pétrolière et gazière caractérisant les activités du Groupe ;

¹³ Le Comité des Indépendants est formé des 7 administrateurs indépendants sur les 9 administrateurs que compte la Société : M. Roman Gozalo, Président du Comité des Indépendants, M. Gérard Andreck, M. Xavier Blandin, Mme Nathalie Delapalme, Mme Carole Delorme d'Armaillé, M. Eloi Duverger, M. François Raudot Genet de Chatenay.

¹⁴ La liste de nos contacts figure en **annexe 3**.

¹⁵ Seplat Petroleum Development Company Plc (« **Seplat** »), dont Maurel & Prom détient désormais **21,37%** du capital, à l'issue de la fusion intervenue en 2015 entre Maurel & Prom et MPI, qui détenait avant cette fusion une participation de 21,76% dans Seplat.

- la documentation juridique¹⁶ relative à l'Opération ainsi que les accords connexes¹⁷ à l'Offre (les « **Accords connexes** ») ;
- les informations communiquées, dans le cadre d'une *data room* et d'échanges de questions / réponses, par Maurel & Prom à Pertamina et ses Conseils pour la mise en œuvre de leurs travaux de *due diligence* ;
- les informations disponibles sur le site de Maurel & Prom¹⁸, de Seplat¹⁹, de Deep Well Oil & Gas^{20 21} et de Pertamina²² ;
- le document de référence 2015 (« **DdR 2015** ») et le rapport semestriel au 30 juin 2016 (« **Rapport semestriel 2016** ») de Maurel & Prom ainsi que la documentation interne²³ afférente aux comptes consolidés de la Société au titre de l'exercice clos le 31 décembre 2015 et du premier semestre 2016 ;
- l'analyse au 31 décembre 2015 et au 30 juin 2016 de la structure d'endettement du Groupe, des provisions pour risques et charges et des instruments dilutifs sur le capital de la Société ;
- les données budgétaires 2016 au niveau du Groupe et, en l'absence de données prévisionnelles consolidées, les plans d'affaires à moyen terme des activités d'exploitation pétrolière du Groupe au Gabon (le « **Business Plan Ezanga** ») et gazière en Tanzanie (le « **Business Plan Mnazi Bay** »), ainsi que des autres activités (le « **Business Plan Autres Activités** ») que nous avons intégrés dans nos modèles de valorisation ;
- les références d'évaluation internes à la Société, notamment sur les réserves pétrolières et gazières dont elle assure, directement et indirectement l'exploitation, ainsi que les rapports d'expertise et les contrats y afférents ;
- l'appréciation du potentiel de valorisation des réserves de pétrole et de gaz exploitées par le Groupe respectivement au Gabon et en Tanzanie en lien avec les derniers profils de production ;

¹⁶ *Share Purchase Agreement* conclu le 31 juillet 2016 entre Pacifico et Pertamina concernant Maurel & Prom et *Tender Offer Agreement* conclu le 25 août 2016 entre Maurel & Prom, Pertamina et PIEP.

¹⁷ Mécanisme de liquidité d'actions gratuites au bénéfice de certains salariés et mandataires sociaux de Maurel & Prom.

¹⁸ En particulier à la rubrique « Relations Investisseurs ». [[En ligne](#)].

¹⁹ En particulier à la rubrique « Investor Centre ». [[En ligne](#)].

²⁰ Société dans laquelle Maurel & Prom détient une participation minoritaire.

²¹ En particulier à la rubrique « Investors ». [[En ligne](#)].

²² En particulier à la rubrique « Investor Relations ». [[En ligne](#)].

²³ En particulier le fichier détaillant l'ensemble des éléments constitutifs des comptes consolidés et permettant d'isoler les actifs et passifs rattachés aux activités de production de pétrole au Gabon et de gaz en Tanzanie, pour les besoins de la réévaluation de l'actif net consolidé à laquelle nous avons procédé au 30 juin 2016 (§ 4.4).

- l'appréciation du potentiel de valorisation des investissements consacrés par le Groupe à l'exploration ; nous avons notamment échangé sur ces aspects avec la direction technique du Groupe en présence des ingénieurs *Reservoir* de Natixis²⁴ ;
- l'examen de la situation comptable et financière au 31 décembre 2015, au 30 juin 2016 et au 30 septembre 2016 de Seplat ;
- l'appréciation du potentiel de valorisation des réserves de pétrole et de gaz exploitées par Seplat, au travers des informations publiques au 30 juin 2016 complétées par nos entretiens avec la Direction de Seplat et de Maurel & Prom, ainsi que la documentation mise à notre disposition par le Groupe et BNP Paribas²⁵ concernant respectivement le niveau de ces réserves et les profils de production des puits les plus anciens²⁶ connus lors de la fusion entre Maurel & Prom et MPI ;
- la revue de l'historique des cours de bourse pondérés par les volumes de l'Action ainsi que des événements et des communiqués de la Société permettant d'en interpréter l'évolution jusqu'à l'annonce de l'Opération ;
- les notes d'analystes récentes, antérieures et postérieures à l'annonce de l'Opération, disponibles sur Maurel & Prom et Seplat ;
- des extractions de nos bases de données²⁷, relatives notamment au Groupe ainsi qu'au consensus sur l'évolution à moyen terme du cours du *Brent* et de la parité euro / dollar ;
- l'appréciation du Complément de Prix au vu de la probabilité que la Condition soit satisfaite ;
- l'appréciation du Prix d'Offre de l'Action au regard (i) de la valorisation multicritère de l'Action ainsi que de l'analyse de sensibilité des résultats de cette valorisation à la variation des principaux paramètres d'évaluation, dont le Prix du *Brent* qui à terme conditionne l'octroi du Complément de Prix, et (ii) de la valorisation probabiliste de ce Complément de Prix ;
- la revue de l'historique du cours des ORNANEs et l'appréciation du Prix d'Offre des ORNANEs 2019 et du Prix d'Offre des ORNANEs 2021 au regard de notre valorisation multicritère de ces instruments ;

²⁴ En sa qualité de conseil du Comité des Indépendants.

²⁵ En sa qualité de conseil financier de la Société.

²⁶ Puits dont l'acquisition est intervenue antérieurement à 2015.

²⁷ Dont *Bloomberg* (consensus d'un panel d'analystes sur le cours du *Brent* et la parité EUR/USD, paramètres financiers, références boursières), *Thomson One* (notes d'analystes), *Mergermarket* (comparables transactionnels).

- la revue des délibérations du Conseil d'Administration de la Société (le « **Conseil d'Administration** ») et des décisions prises en assemblée générale par les actionnaires, antérieurement à l'annonce et dans le cadre de l'Opération ;
- l'historique des manifestations d'intérêt exprimées au cours des dernières années (2013 à 2016) par des investisseurs en vue de l'acquisition de tout ou partie des actifs du Groupe ;
- l'examen des hypothèses de valorisation retenues récemment par la Société dans la perspective de l'élargissement de son portefeuille d'actifs ;
- la documentation complémentaire, de nature juridique, fiscale, comptable et financière de la Société et de certaines filiales au titre des deux derniers exercices clos (2014 et 2015) et de l'exercice en cours (2016) qui s'est avérée utile à nos travaux ;
- les projets de notes d'information de l'Initiateur et en réponse de la Société qui seront soumis à l'AMF en vue de l'obtention de la décision de conformité du projet d'Offre ;
- la revue des travaux de l'Établissement présentateur et la comparaison avec notre évaluation multicritère de l'Action et des ORNANES.

1.4. Affirmations obtenues et limites de la Mission

Nous avons obtenu des confirmations auprès de la Direction et de l'Initiateur²⁸ sur les éléments significatifs que nous avons exploités dans le cadre de la Mission.

Conformément à la pratique usuelle en matière d'expertise indépendante, nos travaux n'avaient pas pour objet de valider les informations historiques et prévisionnelles qui nous ont été communiquées, et dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence. À cet égard, nous avons considéré que l'ensemble des informations qui nous ont été communiquées par nos interlocuteurs était fiable et transmis de bonne foi.

Le Rapport n'a pas valeur de recommandation à la réalisation de l'Offre.

L'expert indépendant ne peut être tenu responsable du contenu intégral de la note d'information dans laquelle est inséré son rapport, qui seul engage sa responsabilité.

²⁸ Sans avoir pu disposer du modèle financier complet de Pertamina, nous avons néanmoins obtenu des précisions de sa part sur le processus de négociation du Prix d'Offre de l'Action, sur les principaux paramètres opérationnels et financiers pris en compte dans le cadre de sa fixation, ainsi que sur les modalités d'intégration de Maurel & Prom au sein de Pertamina.

1.5. Plan du Rapport

Nous présentons successivement :

- la structure, les objectifs ainsi que le périmètre de l'Opération (§ 2) ;
- l'activité et l'environnement de Maurel & Prom (§ 3) ;
- notre évaluation multicritère de l'Action (§ 4) ;
- notre évaluation probabiliste du Complément de Prix (§ 5) ;
- la synthèse de nos travaux sur l'évaluation multicritère de l'Action et l'analyse des primes extériorisées par le Prix d'Offre de l'Action (§ 6) ;
- notre évaluation multicritère des ORNANES et l'analyse des primes extériorisées par le Prix d'Offre des ORNANES 2019 et le Prix d'Offre des ORNANES 2021 (§ 7) ;
- la revue des éléments de valorisation de l'Établissement présentateur (§ 8) ;
- notre appréciation du contenu des Accords connexes (§ 9).

La conclusion du Rapport constitue en soi l'attestation d'équité pour les actionnaires et les porteurs d'ORNANES de Maurel & Prom visés par l'Offre (§ 10).

1.6. Conventions de présentation

Les montants et devises présentés dans le Rapport sont susceptibles d'être exprimés en :

- euros (€ ou EUR) ou dollars (\$) ou USD) ;
- milliers d'euros (K€) ou milliers de dollars (K\$) ;
- millions d'euros (M€) ou millions de dollars (M\$) ;
- milliards d'euros (Md€) ou milliards de dollars (Md\$).

Les renvois entre parties et chapitres du Rapport sont matérialisés entre parenthèses par le signe §. Les écarts susceptibles d'être relevés dans les contrôles arithmétiques sont imputables aux arrondis.

Les liens hypertexte [[En ligne](#)] peuvent être activés dans la version électronique du Rapport.

1.7. Glossaire

Les acronymes, abréviations et synonymes suivants sont utilisés dans le Rapport :

b ou bbl	Baril
b/j	Barils par jour
bep	Barils équivalent pétrole
bep/j	Barils équivalent pétrole par jour
<i>Brent</i>	Qualité d'huile de Mer du Nord
C1, C2, C3	Ressources contingentes
2C	Ressources C1 et C2
CEPP	Contrat d'Exploration et de Partage de Production
CPP	Contrat de Partage de Production
Gpc	Milliards de pieds cubes
Huile	Pétrole
Kb	Milliers de barils
Kb/j	Milliers de barils par jour
Kbep/j	Milliers de barils équivalent pétrole par jour
Kpc	Milliers de pieds cube
Mb	Millions de barils
Mb/j	Millions de barils par jour
Mbep	Millions de barils équivalent pétrole
Mpc	Millions de pieds cube
n.a. / n.c.	Non applicable / Non communiqué
OML	<i>Oil Mining Licence</i>
OPL	<i>Oil Prospecting Licence</i>
P1	Réserves prouvées
P2	Réserves probables
2P	Réserves P1 et P2
P3	Réserves possibles
pc	Pieds cubes
pc/j	Pieds cubes par jour
Rig	Appareil de forage
WI	<i>Working Interest</i>

2. PRÉSENTATION DE L'OPÉRATION

2.1. Sociétés prenant part à l'Opération

2.1.1. Cible

Maurel & Prom est une société anonyme au capital de 150.412.041,01 €, sise 51, rue d'Anjou à Paris (75008), et immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris²⁹. La Présidence du Conseil d'Administration et la Direction générale de la Société sont assurées respectivement par M. Jean-François Hénin et M. Michel Hochard³⁰.

Maurel & Prom exerce ses activités d'exploration et de production pétrolière et gazière essentiellement *onshore* au travers de ses filiales opérationnelles³¹ couvrant géographiquement l'Afrique, l'Amérique latine, l'Amérique du Nord, le Moyen-Orient et l'Asie, ainsi que l'Europe (§ 3.6) ; le pétrole et le gaz sont produits par le Groupe respectivement au Gabon et en Tanzanie.

La Société détient en outre 21,37% du capital de Seplat³², un des opérateurs nigériens *leaders* dans l'exploitation et l'exploration³³ de réserves de pétrole et de gaz. Cette détention directe de Maurel & Prom dans le capital Seplat résulte de la fusion par voie d'absorption (la « **Fusion** ») intervenue en décembre 2015 entre Maurel & Prom et sa filiale MPI³⁴ qui portait auparavant cette participation. La Fusion, opérée sur la base d'une parité de **1 action Maurel & Prom** contre **1,5 action MPI**, a donné lieu à l'émission d'un prospectus enregistré par l'AMF³⁵.

Le Groupe dispose à fin juin 2016 d'un effectif de l'ordre de 520 personnes, principalement affecté en Afrique (90%³⁶).

Les actions composant le capital de Maurel & Prom, au nombre de 195.340.313 actions ordinaires d'une valeur nominale unitaire de 0,77 €, sont admises aux négociations sur

²⁹ Sous le numéro 457 202 331 RCS Paris.

³⁰ M. Michel Hochard est également membre du conseil d'administration de Seplat.

³¹ Source : DdR 2015, pp. 166-167. [\[En ligne\]](#).

³² La société Seplat est depuis 2014 cotée à Londres (*London Stock Exchange*) et à Lagos (*Nigeria Stock Exchange*).

³³ *Oil Mining Licenses* (« OML ») et *Oil Prospecting Licenses* (« OPL »).

³⁴ Maurel & Prom International, ex-Maurel & Prom Nigeria, dont les titres avaient été admis aux négociations en 2011 sur le marché réglementé NYSE Euronext Paris, concomitamment à la distribution aux actionnaires de Maurel & Prom de la totalité des actions de MPI.

³⁵ Document établi à l'occasion de la fusion par voie d'absorption de MPI par Établissements Maurel & Prom, enregistré par l'AMF le 13 novembre 2015 sous le numéro E.15-078. [\[En ligne\]](#).

³⁶ *Versus* 8% en Europe et 2% en Amérique Latine.

le marché Euronext Paris (compartiment B³⁷). Le nombre de droits de vote s'établit à 193.120.582³⁸ (§ 2.3).

Les ORNANES 2019 et les ORNANES 2021 sont admises aux négociations respectivement sur le marché libre de la bourse de Francfort³⁹ (« *Freiverkehr* ») et sur le marché Euronext Paris⁴⁰.

2.1.2. Initiateur

PIEP est une société à responsabilité limitée (*limited liability company*) de droit indonésien, domiciliée à Jakarta et contrôlée par **Pertamina**, opérateur étatique⁴¹ et *leader* en Indonésie⁴² dans le secteur de l'énergie, entre autres⁴³ l'exploration et la production de pétrole et de gaz ; à l'international, Pertamina est présente notamment en Algérie et en Malaisie.

À titre indicatif, Pertamina a réalisé en 2015 un chiffre d'affaires de l'ordre de 40 Md\$ au titre de ses activités opérationnelles⁴⁴, et affiche un excédent brut d'exploitation de 5 Md\$ ainsi qu'un résultat opérationnel de 3 Md\$.

2.1.3. Cédant

Pacifico⁴⁵, société holding et actionnaire de référence de Maurel & Prom jusqu'à la Cession de Bloc, est une société anonyme, sise 51, rue d'Anjou à Paris (75008), et immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris⁴⁶ ; M. Jean-François Henin en est actionnaire et Président du directoire.

2.2. Structure et objectifs de l'Opération

L'Offre s'inscrit dans le prolongement de la Cession de Bloc ayant porté sur 47.916.026 actions, soit **24,53%** du capital de la Société ; le communiqué commun de Pacifico⁴⁷ et

³⁷ Sous le code ISIN FR0000051070, mnémonique MAU. [[En ligne](#)].

³⁸ Hors droits de vote théoriques attachés aux actions auto-détenues.

³⁹ Sous le code ISIN FR0011973577. [[En ligne](#)].

⁴⁰ Sous le code ISIN FR0012738144. [[En ligne](#)].

⁴¹ Le capital de Pertamina est intégralement détenu par l'État indonésien.

⁴² Pertamina fournit l'énergie nécessaire à plus de 250 millions d'habitants à travers l'archipel indonésien, et dispose d'un effectif de plus de 42.500 personnes.

⁴³ Au-delà de l'exploration et la production pétrolière et gazière, les activités de Pertamina s'étendent au raffinage, à la distribution et au marketing de produits pétroliers et pétrochimiques, ainsi qu'au développement de biocarburants, à la géothermie et à d'autres énergies alternatives et durables.

⁴⁴ *i.e.* hors subventions gouvernementales.

⁴⁵ Compagnie de Participations Commerciales Industrielles et Financières - Pacifico.

⁴⁶ Sous le numéro 362 500 274 RCS Paris.

⁴⁷ « Accord entre Pacifico et Pertamina ». [[En ligne](#)].

Pertamina⁴⁸ sur l'Opération en date du 1^{er} août 2016 a été suivi du communiqué commun de Pertamina⁴⁹ et Maurel & Prom⁵⁰ sur la finalisation de la Cession de Bloc en date du 25 août 2016, suite à la levée des conditions suspensives. Un communiqué conjoint de Maurel & Prom et PIEP⁵¹ en date du 3 novembre 2016 a confirmé l'intention de l'Initiateur de déposer un projet d'offre publique volontaire, dans l'attente de l'autorisation requise au titre du contrôle des concentrations en Tanzanie (§ 2.8).

Les principales dispositions relatives à la Cession de Bloc et à l'Offre subséquente sont consignées respectivement dans le *Share Purchase Agreement* (« **SPA** ») en date du 31 juillet 2016 conclu entre Pacifico et Pertamina concernant Maurel & Prom, d'une part, et le *Tender Offer Agreement* (« **TOA** ») en date du 25 août 2016 conclu entre Maurel & Prom, Pertamina et PIEP, d'autre part :

- le Prix de la Cession de Bloc s'établit à **4,20 €** par action ;
- l'Offre, qui porte sur l'Action et les ORNANES⁵² de la Société, est conditionnée au dépassement du seuil de caducité de 50% du capital ou des droits de vote de la Société ; elle valorise le Groupe à près de 800 M€⁵³ ;
- l'Offre est susceptible d'être réouverte en application de l'article 232-4 du règlement général de l'AMF⁵⁴ (l' « **Offre Réouverte** ») ;
- le Prix d'Offre de l'Action, identique au Prix de la Cession de Bloc, s'établit à **4,20 €**, étant stipulé que le Complément de Prix, égal à **0,50 €** par action, serait payable à la Condition que le Prix du *Brent*⁵⁵ dépasse **65 \$** durant l'ensemble des jours de cotation sur une période de 90 jours calendaires consécutifs entre le 1^{er} janvier 2017 (inclus) et le 31 décembre 2017 (inclus) ;

⁴⁸ « *Pertamina Acquires Maurel & Prom's Share* ». [\[En ligne\]](#).

⁴⁹ « *Joint Statement Pertamina and Pacifico on Maurel and Prom* ». [\[En ligne\]](#).

⁵⁰ « Finalisation de la cession par Pacifico de la totalité de sa participation dans Maurel & Prom ». [\[En ligne\]](#).

⁵¹ « Confirmation par PIEP de son intention de déposer un projet d'offre publique volontaire ». [\[En ligne\]](#).

⁵² Les ORNANES, comportant deux souches d'émission, ont fait l'objet :

- en ce qui concerne les ORNANES 2019, d'un contrat d'émission réservée à des investisseurs qualifiés, en date du 6 juin 2014 ;
- en ce qui concerne les ORNANES 2021, d'un contrat d'émission réservée à des investisseurs qualifiés ayant fait l'objet d'une note d'opération visée par l'Autorité des Marchés Financiers le 12 mai 2015 sous le numéro 15-194. [\[En ligne\]](#).

⁵³ Sur une base diluée.

⁵⁴ Conformément aux dispositions de l'article 232-4 du règlement général de l'AMF : « *Sauf si elle ne connaît pas une suite positive, toute offre réalisée selon la procédure normale est réouverte dans les dix jours de négociation suivant la publication du résultat définitif. La garantie du caractère irrévocable des engagements de l'initiateur, mentionnée à l'article 231-13, concerne également la réouverture de l'offre. L'AMF publie le calendrier de réouverture de l'offre qui dure au moins dix jours de négociation. [...]* ».

⁵⁵ Le Prix du *Brent* correspond, pour un jour de cotation donné, au prix de référence exprimé en USD, des contrats à terme (*futures*) ICE Brent Crude (*spot*) tel que publié pour chaque jour de cotation par ICE pour le contrat ayant la date d'expiration la plus proche suivant la date d'observation.

- le Prix d'Offre des ORNANEs 2019 s'établit à **17,26 €** (pied de coupon) augmenté du coupon couru 2019⁵⁶ ;
- le Prix d'Offre des ORNANEs 2021 s'établit à **11,02 €** (pied de coupon) augmenté du coupon couru 2021⁵⁷.

Pour mémoire, le Prix d'Offre de l'Action serait ajusté pour tenir compte, le cas échéant, de l'incidence par action d'une distribution de dividendes, d'acompte sur dividende, de réserve ou de primes⁵⁸ (la « **Distribution** »), dont la date de référence à laquelle il faut être actionnaire pour y avoir droit serait fixée avant la date de règlement-livraison de l'Offre ou de l'Offre Réouverte ; la Distribution serait toutefois sans incidence sur le Complément de Prix. Parallèlement, le Prix d'Offre des ORNANEs 2019 et le Prix d'Offre des ORNANEs 2021 seraient ajustés pour tenir compte, le cas échéant, de l'incidence de la Distribution sur leurs taux de conversion, conformément aux dispositions de leur contrat d'émission.

2.3. Répartition du capital et des droits de vote

À la date la plus récente, les actions et droits de vote⁵⁹ de Maurel & Prom se répartissent comme suit :

	Nombre d'actions	Capital (%)	Nombre de droits de vote	Droits de vote (%)
Initiateur	47 916 026	24,5%	47 916 026	24,1%
<i>Macif</i>	14 255 700	7,3%	14 255 700	7,2%
<i>Public et divers (dont salariés)</i>	127 670 407	65,4%	130 948 856	65,9%
Autres actionnaires	141 926 107	72,7%	145 204 556	73,1%
Actions auto-détenues	5 498 180	2,8%	5 498 180	2,8%
Total	195 340 313	100,0%	198 618 762	100,0%

⁵⁶ Coupon couru 2019 calculé au taux de **1,625%** et au *prorata* du nombre de jours écoulés entre la dernière date de détachement du coupon et la date de règlement-livraison des ORNANEs 2019 dans le cadre de l'Offre ou, le cas échéant, de la réouverture de l'Offre.

⁵⁷ Coupon couru 2021 calculé au taux de **2,75%** et au *prorata* du nombre de jours écoulés entre la dernière date de détachement du coupon et la date de règlement-livraison des ORNANEs 2021 dans le cadre de l'Offre ou, le cas échéant, de la réouverture de l'Offre.

⁵⁸ Ou de tout amortissement ou toute réduction par la Société de son capital ou rachat de ses propres actions pour un prix par action supérieur au Prix d'Offre de l'Action.

⁵⁹ Droits de vote théoriques, conformément à l'article 223-11, 2^{ème} alinéa du règlement général de l'AMF (nombre de droits de vote : 193.120.582 (§ 2.1.1) + nombre de droits de vote théoriques afférents aux actions auto-détenues : 5.498.180 = 198.618.762) ; nous nous référons aux informations relatives au nombre total de droits de vote et d'actions composant le capital de la Société au 31 octobre 2016, publiées le 16 novembre 2016. [[En ligne](#)].

Pour mémoire, le nombre d'actions auto-détenues au 30 juin 2016 s'établit à 5.535.418 (§ 4.1.2).

2.4. Périmètre de l'Offre

Lors de la Fusion, la Société a repris les engagements de MPI en ce qui concerne l'attribution gratuite d'actions. 45.000 actions gratuites de MPI (« **AGA MPI** »), attribuées définitivement le 20 juin 2015 et dont la période de conservation s'étendait jusqu'au 20 juin 2017 ont ainsi été soumises à la parité d'échange de 1 action Maurel & Prom contre 1,5 action MPI (§ 2.1.1), contre 30.000 actions Maurel & Prom ; ces actions sont soumises à la période de conservation des AGA MPI susmentionnées.

Par ailleurs, la Société a mis en place plusieurs programmes d'actions gratuites au bénéfice de certains salariés et mandataires sociaux (les « **Actions Gratuites** »), dont les périodes de conservation (Plan 2012, Plan 2013, Plan 2014 totalisant **158.291** actions) ou d'acquisition (Plan 2016 portant sur **1.080.600** actions) sont en cours⁶⁰ :

	Plan 2012	Plan 2013	Plan 2014	Plan 2016
Date d'attribution	21-déc.-12	30-août-13	28-mars-14	25-févr.-16
Nombre d'actions gratuites attribuées	72 451	34 000	51 840	1 080 600
Nombre d'attributaires	35	3	17	36
Date d'acquisition	21-déc.-14	30-août-15	28-mars-16	25-févr.-17
Date de disponibilité	21-déc.-16	30-août-17	28-mars-18	25-févr.-18

En définitive, le nombre d'actions en période de conservation à la date de clôture de l'Offre, ou le cas échéant de l'Offre Réouverte, s'établirait à **188.291 actions**⁶¹ (les « **Actions Gratuites Acquisées**⁶² ») ; le nombre d'actions en période d'acquisition à la date de clôture de l'Offre, ou le cas échéant de l'Offre Réouverte (les « **Actions Gratuites Non Acquisées**⁶³ »), s'établit à **1.080.600 actions**.

L'Offre porte en conséquence sur :

- 147.424.287⁶⁴ actions non détenues par l'Initiateur à l'issue de la Cession de Bloc, en ce comprises les 5.498.180 actions auto-détenues que la Société s'est engagée à ne pas apporter à l'Offre (§ 2.3) et les 188.291 Actions Gratuites Acquisées bénéficiant d'un dispositif de liquidité (§ 9.2) ;

⁶⁰ Source : DdR 2015, p. 120. [\[En ligne\]](#).

⁶¹ AGA MPI : 30.000 actions + Plan 2012, Plan 2013 et Plan 2014 : 158.291 actions ; les Actions Gratuites du Plan 2012 sont toutefois susceptibles d'expirer pendant la période d'Offre.

⁶² Les Actions Gratuites Acquisées sont comprises dans le nombre d'actions en circulation (§ 2.3).

⁶³ Les Actions Gratuites Non Acquisées sont, par définition, exclues du nombre d'actions en circulation (§ 2.3).

⁶⁴ Nombre d'actions en circulation : 195.340.313 – Nombre d'actions détenues par l'Initiateur : 47.916.026 (§ 2.3).

- un nombre maximum de 30.842.977⁶⁵ 66 actions susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre ou, le cas échéant, de l'Offre Réouverte, à raison de l'exercice par les porteurs d'ORNANES de leur droit à l'attribution d'actions de la Société ;
- un nombre maximum de 14.658.169 ORNANES 2019 (§ 7) ;
- un nombre maximum de 10.435.571 ORNANES 2021 (§ 7).

2.5. Intentions de l'Initiateur

L'Initiateur a fait part de son intention de maintenir l'admission des actions de la Société aux négociations sur Euronext Paris et de faire de Maurel & Prom la plateforme de son développement international, tout en diversifiant géographiquement ses actifs⁶⁷.

L'Initiateur se réserve la possibilité de demander à l'autorité compétente la radiation des ORNANES dans le cadre des règles de marché d'Euronext et/ou du *Freiverkehr* (§ 2.1.1)

2.6. Financement de l'Opération

L'Opération sera financée en fonds propres par l'Initiateur.

2.7. Accords connexes à l'Opération

L'Opération est assortie d'Accords connexes, liés au mécanisme de liquidité bénéficiant aux titulaires d'Actions Gratuites Acquises au titre du Plan 2012, du Plan 2013, du Plan 2014 et des engagements repris par Maurel & Prom concernant les AGA MPI, ainsi qu'aux titulaires d'Actions Gratuites Non Acquises au titre du Plan 2016 (§ 2.4), décrit et analysé *infra* (§ 9.2) ; ce mécanisme de liquidité, prévu dans le TOA, est à relier aux dates de disponibilité des titres concernés, postérieures ou susceptibles de l'être, à la date de la clôture de l'Offre ou, le cas échéant, de l'Offre Réouverte.

2.8. Autorisations réglementaires

L'Offre a fait l'objet de plusieurs demandes d'autorisations réglementaires relatives dans le projet de note d'information de l'Initiateur, dont celle des autorités de la concurrence au Gabon et en Tanzanie.

⁶⁵ Après application du taux de conversion ajusté des ORNANES en cas d'offre publique : **1,20** action pour 1 ORNANE 2019 et **1,27** action pour 1 ORNANE 2021 (§ 7.3).

⁶⁶ Dont un nombre maximum de 13.253.175 actions nouvelles au titre des ORNANES 2019 et un nombre maximum de 17.589.802 actions nouvelles au titre des ORNANES 2021.

⁶⁷ Notamment en Afrique, où Pertamina est à ce jour moins présent qu'en Asie (§ 2.1.2).

3. PRÉSENTATION DE MAUREL & PROM⁶⁸

Nous nous sommes attachés, préalablement à l'évaluation multicritère de l'Action (§ 4), du Complément de Prix (§ 5) et des ORNANES (§ 6), à établir un diagnostic à partir d'informations sectorielles, de marché et financières, afin de dégager les principales forces et faiblesses du Groupe ainsi que les opportunités et menaces auxquelles il est confronté sur son marché.

3.1. Caractéristiques du marché pétrolier

Le marché pétrolier affiche depuis 2014 une tendance baissière très marquée. Au cours du second semestre 2014, le cours du baril de pétrole s'est effondré de près de 50 %, passant de 113 \$/b fin juin 2014 à 58 \$/b fin décembre 2014 ; cette tendance s'est poursuivie en 2015, jusqu'à 38 \$/b fin décembre 2015, avant de s'inverser quelque peu durant le premier semestre 2016, au terme duquel le cours a atteint 50 \$/b. Les causes de cette chute sont multiples :

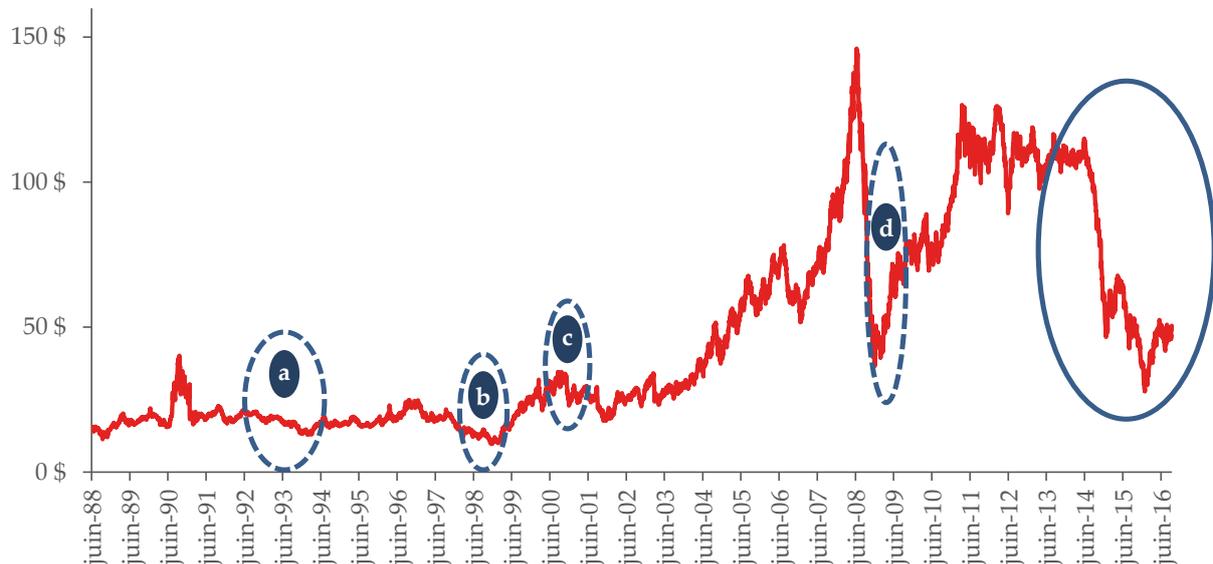
- surplus de production au niveau mondial et volonté pour l'OPEP⁶⁹ de regagner des parts de marché (représentant 40 % de la production mondiale) ;
- ralentissement de la demande mondiale, plus particulièrement en Chine ;
- refus de l'Arabie Saoudite d'assumer son rôle de « *swing producer* » *i.e.* de régulateur du marché ayant la capacité d'influer sur le prix du baril *via* son niveau de production.

Dans la perspective historique des 30 dernières années, l'industrie pétrolière a déjà été touchée par différents chocs ayant poussé le cartel pétrolier à des baisses de production dans le but de contrôler le prix du pétrole, au rythme des crises qui se sont succédé depuis les années 80, et ce avec des effets relativement contrastés :

⁶⁸ Principales sources d'informations : entretiens avec la Direction et le Conseil du Comité des Indépendants ; DdR 2015 ; Rapport semestriel 2016 ; notes de *brokers* concernant Maurel & Prom et Seplat ; sites d'informations de Maurel & Prom et Seplat ; *Management Presentation*, 28 June 2016 ; *Management Presentation*, April 2016 ; Présentation du Groupe, mars 2016 ; revue de presse en **annexe 4**.

⁶⁹ Organisation de Pays Exportateurs de Pétrole regroupant 14 pays d'Afrique (Algérie, Angola, Gabon, Lybie, Nigeria), d'Amérique du Sud (Équateur, Vénézuéla), du Moyen-Orient (Arabie-Saoudite, Émirats Arabes Unis, Irak, Iran, Koweït, Qatar), et d'Asie du Sud-Est (Indonésie).

Evolution historique du Brent



Années	Evénements	Actions mises en place par l'OPEP et effets sur le cours du pétrole
a 1992/1994	Période de récession économique	Stabilisation de la production => baisse du Brent de 20 \$ à 13 \$ d'octobre 1992 à février 1994
b 1998/1999	Crise financière asiatique	Diminution de la production de 11 % de mars 1998 à décembre 1999 => baisse du Brent de 15 \$ à 10 \$ de mars 1998 à février 1999 avant un redressement du cours qui atteint 25\$ en décembre 1999
c 2001/2002	Bulle internet	Réduction de la production de 13 % de janvier 2001 à avril 2002 => baisse du Brent de 25 \$ à 18 \$ de janvier 2001 à décembre 2001 avant un redressement du cours qui atteint 25\$ en mars 2002
d 2008/2009	Crise financière mondiale	Baisse de la production de 9 % de septembre 2008 à avril 2009 => baisse du Brent de 60 \$ à environ 35 \$ d'octobre 2008 à décembre 2008 avant un redressement du cours qui atteint 80\$ fin 2009

Deux constats généraux se dégagent très schématiquement de ces événements :

- les baisses successives de production de l'OPEP ont rarement conduit à une forte hausse du cours du pétrole sur le court terme, et se sont même souvent traduites par l'effet inverse ;
- la situation actuelle illustre visiblement un décalage par rapport aux niveaux élevés du cours du baril observés avant l'effet baissier de la crise financière de 2008 et leur reprise jusqu'à la fin du premier semestre 2014.

En particulier, l'OPEP, et notamment l'Arabie Saoudite, a pratiqué une politique de saturation des volumes afin de protéger ses parts de marché. Jusqu'à récemment, l'Arabie Saoudite refusait de réduire sa production. La levée graduelle des sanctions internationales depuis la signature de l'accord sur le nucléaire en juillet 2015 devrait permettre à l'Iran d'augmenter sa production de pétrole et de revenir sur la scène internationale pour s'affirmer comme un acteur clé au Moyen-Orient. L'arrivée imminente de l'Iran sur le marché a finalement poussé l'Arabie Saoudite à accepter des concessions sur ses niveaux de production.

Le 28 septembre 2016 s'est tenue une réunion extraordinaire de l'OPEP esquissant les orientations futures du marché et les actions à mener. Les pays membres du cartel sont parvenus à un accord de principe sur un niveau de production ramené dans une fourchette comprise entre 32,5 Mb/j et 33 Mb/j, en vue de faire remonter les cours du pétrole ; cet accord, qui vient d'être ratifié lors de la réunion des membres de l'OPEP qui s'est tenue à Vienne le 30 novembre 2016, porte sur une baisse volumétrique de 1,2 Mb/j, à laquelle l'Arabie Saoudite contribuerait à hauteur de 0,5 Mb/j, portant en définitive le niveau de production à 32,5 Mb/j.

À l'annonce de l'accord précité, le cours du *Brent* s'est apprécié de +8 % en repassant au-dessus de 50 \$, ce qui ne préjuge toutefois pas des effets à plus long terme de cet accord. Les analystes restent prudents quant à leurs prévisions, estimant que plusieurs incertitudes demeurent ; notamment :

- l'accord ne sera effectif que début 2017 ;
- l'attentisme reste de mise en ce qui concerne les positions des pays non membres⁷⁰ de l'OPEP.

⁷⁰ La Russie, après avoir fait part, par la voix de son Président, avant la réunion des membres de l'OPEP du 30 novembre 2016, de son intention de rallier les décisions prises par le cartel, s'est déclarée prête à diminuer sa production de 300.000 b/j, soit la moitié de la réduction demandée aux pays non membres de l'OPEP.

3.2. Positionnement de Maurel & Prom sur son secteur

La forte baisse du cours du baril de pétrole, amorcée en 2014 (§ 3.1), a directement affecté les revenus des compagnies pétrolières, les incitant à mettre en œuvre des plans de réduction de leurs coûts opérationnels et à restreindre leurs investissements, notamment dans le domaine de l'exploration. En conséquence, le Groupe, à l'image des autres acteurs du marché, a été contraint d'adapter son organisation pour résister aux tensions du marché. Les projets d'exploration, dans les conditions actuelles de marché, ont été réduits au minimum requis contractuellement.

Bénéficiant de l'expérience de son *management* dont attestent la stratégie d'implantation menée depuis plus d'une décennie en Afrique et l'anticipation des risques spécifiques à ce continent (§ 3.6) ainsi que d'une structure organisationnelle souple, le Groupe, souvent présenté comme une *junior* pétrolière, représente dans le secteur une alternative aux *majors*.

3.3. Portefeuille d'actifs du Groupe

Le Groupe dispose des actifs de production et d'exploration suivants, en tant qu'opérateur⁷¹ ou partenaire⁷² :

Pays	Description
 Gabon	Licences de production et d'exploration de pétrole Ezanga : 6 100 km ² - En production Kari : 2 659 km ² - En exploration. <i>Données sismiques disponibles</i> Nyanga Mayombe : 2 831 km ² - En exploration. <i>Données sismiques disponibles</i>
 Tanzanie	Licences de production et d'exploration de gaz Mnazi Bay : 756 km ² - En production . Ouverture des deux premiers puits qui approvisionneront en gaz le centre de traitement de Madimba Bigwa - Rujifi/Mafia : 12 025 km ² - En exploration. <i>Données sismiques disponibles</i>
 Namibie	Licences d'exploration de pétrole et de gaz Licence 0044 : 5 122 km ² - <i>Données sismiques disponibles</i> Licence 0045 : 17 133 km ² - <i>Données sismiques disponibles</i>
 Colombie	Licences d'exploration de pétrole (exploration en sommeil ou abandonnée) Muisca : 2 320 km ² COR-15 : 1 194 km ² SN-11 : 633 km ² Licence en appréciation CPO-17 : 2 104 km ²
 Canada	Licences d'exploration et en appréciation Anticosti : 6 195,6 km ² - Suite à une campagne de sondages stratigraphiques ayant atteint ses objectifs, Anticosti a indiqué avoir amorcé le travail permettant de franchir les étapes réglementaires afin d'obtenir le certificat d'autorisation environnementale nécessaire aux opérations de forages d'exploration Sawn Lake : 31 km ² (12 permis) - Le test pilote du procédé SAGD (<i>Steam Assisted Gravity Drainage</i>), réalisé en vue d'évaluer la faisabilité technique et commerciale de ce projet de production de bitume par injection de vapeur, s'est poursuivi en 2015. Malgré de bons résultats et au regard de la dégradation des conditions de marché, le projet a été mis en sommeil en attendant une viabilité économique Gaspésie : 1 892 km ² (13 permis) - Pas d'investissement
 Myanmar	Licence d'exploration Bloc M2 : 9 652 km ² - Forage d'un puits mettant en évidence des volumes significatifs de gaz. Le puits n'a pas été testé et a été bouché compte tenu des hautes pressions rencontrées lors du forage (conditions géologiques spécifiques) Aucun investissement significatif n'est prévu en attente du renouvellement de la période d'exploration (septembre 2016) ; pas de tests programmé ni de prévisions d'investissement
 Italie	Aucun projet en cours Fiume Tellaro : 750 km ² . Gisement de gaz repéré en 2013

⁷¹ Par exemple : Ezanga (production et exploration) ; Tanzanie (production et exploration) ; Namibie (exploration), Colombie (exploration : SN-11).

⁷² Source : DdR 2015, pp. 8-9. [\[En ligne\]](#).

3.3.1. Production⁷³

A la production historique de pétrole au Gabon sur le champ d'Ezanga, dans le cadre du partage du permis d'exploitation entre Maurel & Prom (80%), la République gabonaise (12,5%) et Tullow (7,5%), est venue s'ajouter en 2015, avec l'ouverture du champ de Mnazi Bay, une production de gaz en Tanzanie, dans le cadre d'un contrat de partage de production à proportion de 48,06% pour Maurel & Prom, 31,94% pour Wentworth et 20% pour la compagnie nationale Tanzania Petroleum Development Corporation (TPDC); la production est essentiellement destinée à la centrale de Madimba, le solde étant destiné à la centrale de Mtwara.

Les revenus tirés du gaz, dans le contexte actuel, tendent à moduler la volatilité des cours du pétrole, dans la mesure où les prix de vente du pétrole, par nature variables, sont dépendants du marché international, tandis que les prix de vente du gaz sont fixés à long terme et contractuellement.

Les rendements de la production pétrolière au Gabon ont été améliorés par la technique d'injection d'eau, qui se révèle, dans les conditions de marché actuelles, plus rentable à terme que le forage de nouveaux puits, dans un contexte où l'exploration a été réduite *a minima*.

3.3.2. Exploration

La baisse des cours du pétrole a provoqué l'abandon définitif (Congo, Mozambique, Pérou, Syrie) ou le report (Canada⁷⁴ et Birmanie⁷⁵, Colombie⁷⁶) des programmes de travaux d'exploration⁷⁷, ainsi que la mise en sommeil de l'activité de forage (exercée

⁷³ Les pourcentages de partage des permis d'exploitation et de production, qui ont évolué historiquement, sont exprimés à ce jour.

⁷⁴ Dans l'attente d'une viabilité économique de l'exploration au Canada, Maurel & Prom a effectué des démarches en Alberta (*Sawn Lake*) et au Québec (*Anticosti*) en vue de l'obtention des permis de développement pour des puits horizontaux et des certificats d'autorisation environnementale pour la réalisation de forages. La Société évoque à ce titre dans la présentation de ses activités d'*upsides* au Canada, sous réserve d'amélioration des conditions économiques. Pour autant, et indépendamment des problématiques environnementales, la reprise de l'exploration dans ces zones nécessitera d'importants moyens, dont la mise en œuvre ne peut être envisagée que dans des conditions économiques différentes de celles prévalant à ce jour.

⁷⁵ Au même titre que le Canada (*Sawn Lake* et *Anticosti*), la Birmanie (Myanmar) est incluse dans l'ex-périmètre Saint-Aubin Énergie, où aucun gisement n'est encore exploité; d'après les informations dont nous disposons, les profils géologiques au Myanmar se caractérisent par leur complexité, et nonobstant la présence de volumes de gaz révélée par le forage d'un puits, ce dernier a été bouché en raison des pressions élevées qui ont été constatées.

⁷⁶ Aucun puits d'exploration n'a été entrepris en Colombie en 2015.

⁷⁷ Les volumes d'investissements consacrés à l'exploration en Italie et en Namibie sont relativement faibles (§ 3.7.2.1); le traitement des données collectées est en cours en ce qui concerne la Namibie;

au sein du Groupe par la filiale Caroil, prestataire de services pour le compte d'entreprises du secteur pétrolier et minier). Le Groupe a ainsi déprécié à fin 2015 près de deux tiers⁷⁸ de ses investissements d'exploration en dehors des zones exploitées à Ezanga et Mnazi Bay, et a réduit son programme d'exploration aux seuls engagements contractuels⁷⁹ ; les activités de Caroil, structurellement non contributives aux résultats du Groupe⁸⁰, sont valorisées comptablement à la valeur de revente des *rigs* de forage (§ 3.7.2.1).

3.3.3. Participation de la Société dans Seplat

L'historique de la participation de Maurel & Prom dans Seplat date de la création même de cette société :

- **2009** : Création de Seplat par Maurel & Prom (45%), Shebah Petroleum (33%) et Platform Petroleum Joint Venture (22%) ;
- **2010** : Acquisition de 45% d'intérêt dans les OML *onshore* 4, 38, et 41 dont Seplat devient l'opérateur ;
- **2012** : Contrat conclu avec Shell pour l'évacuation du pétrole ;
- **2013** : Négociation sur l'acquisition de 40% d'intérêt dans l'OML 53 et de 22,5% dans l'OML 55 ; Newton Energy, une filiale de Seplat, conclut un accord avec Pillar Oil pour acquérir une participation de 40% dans le champ Umuseti / Igbuku (OPL 283) ;
- **2014** : Cotation de Seplat sur le *London Stock Exchange* et le *Nigerian Stock Exchange* ;
- **2015** : Seplat annonce l'acquisition effective de la participation de 40% dans l'OML 53 et de 22,5% dans l'OML 55.

l'exploration en Italie s'est heurtée à la non-obtention d'autorisations administratives.

⁷⁸ Environ 120 M€.

⁷⁹ Environ 15 M€ au budget 2016, soit une diminution de 46% par rapport à 2015 ; Source : DdR 2015, p. 30. [\[En ligne\]](#).

⁸⁰ Les pertes opérationnelles de Caroil et les dépréciations récurrentes des actifs de forage contribuent négativement au résultat opérationnel du Groupe (à concurrence de 40,5 M€ sur un chiffre d'affaires de 20,7 M€ en 2015 et de 13,3 M€ sur un chiffre d'affaires de 45,3 M€ en 2014) ; Source : DdR 2015, pp. 202-203. [\[En ligne\]](#).

Ledouble

Maurel & Prom accède donc indirectement à des ressources pétrolières et gazières *via* sa participation de 21,37% au capital de Seplat, un des principaux opérateurs nationaux dans le delta du Niger ; les actifs de Seplat se rapportent à 6 licences⁸¹ comprenant des champs développés en production, des champs découverts mais non développés et un pipeline⁸² :

Blocs	Opérateur	Surface (km2)	Intérêt de Seplat
OML 4, 38 et 41	Seplat	2652	45,0%
OPL 283	Pillar Oil	1226	40,0%
OML 53	Seplat	1585	40,0%
OML 55	Seplat	840	22,5%

En raison de la préexistence d'installations développées par Shell⁸³, les capacités de traitement du gaz ont pu être développées par Seplat à des coûts moindres que ceux engagés par Maurel & Prom en Tanzanie ; l'amélioration de l'interconnexion entre les champs est également de nature à optimiser le processus de production.

La participation dans Seplat était détenue par MPI avant la Fusion, laquelle a inversé le *spin-off* en date de 2011, sur les activités exercées par Maurel & Prom dans le delta du Niger (§ 2.1.1).

3.4. Réserves pétrolières et gazières et production

Les réserves d'hydrocarbures sont usuellement classées en fonction de leur probabilité de récupération, en 3 catégories :

Catégories de réserves	Probabilité de récupération
Réserves P1 ou prouvées	90%
Réserves P2 ou probables	50%
Réserves P3 ou possibles	10%

⁸¹ OML 4, 38 et 41 ; OPL 283 ; OML 53 (depuis 2015) ; OML 55 (depuis 2015).

⁸² D'une capacité de 144.000 b/j.

⁸³ Seplat a conclu en 2012 avec SPDC (Shell) un accord concernant l'évacuation par oléoduc du pétrole.

Ledouble

Les réserves P1 et P2 (« 2P ») dont dispose le Groupe en propre⁸⁴, estimées annuellement à dire d'experts⁸⁵, s'établissent à fin 2015 à 204,9 Mbep⁸⁶, dont 159,5 Mb⁸⁷ de pétrole au Gabon et 272,5 Gpc⁸⁸ = 45,4 Mbep de gaz en Tanzanie :

Au 1 ^{er} janvier 2016 (Mbep)	Gabon	Tanzanie	Total
P1 + P2	159,5	45,4	204,9
P1	126,6	26,9	153,5
P2	32,9	18,5	51,4

Les réserves de pétrole et de gaz P3, qui représentent au cas d'espèce une fraction relativement faible des réserves (moins du quart⁸⁹), sont considérées comme non exploitables en l'état, compte tenu de leur faible probabilité de récupération et des investissements qui seraient nécessaires à leur exploitation :

Pour mémoire, les réserves 2P dont dispose en propre Seplat s'établissent à fin 2015 à 480 Mbep⁹⁰, dont 209 Mb de pétrole et 1.573 Gpc = 271 Mbep de gaz ; elles excluent par construction les ressources contingentes (C1 à C2 ou « 2C »), qui s'établissent à 98 Mbep, dont 57 Mb de pétrole et 239 Gpc = 41 Mbep de gaz ; ces ressources 2C, par nature, sont difficilement valorisables :

Au 1 ^{er} janvier 2016 (Mbep)	2P		2C	
	Pétrole	Gaz	Pétrole	Gaz
OML 4, 38 et 41	137	136	53	16
OPL 283 (Pillar)	9	14	-	-
OML 53	46	92	4	25
OML 55	17	30	-	-
Total	209	271	57	41

⁸⁴ Working Interest, sous déduction des royalties (§ 3.5.1 et § 3.5.2).

⁸⁵ La certification des niveaux de réserves par les experts se fonde sur leurs propres analyses et les données techniques communiquées par la Direction.

⁸⁶ Réserves 2P après royalties.

⁸⁷ Réserves évaluées par DeGolyer and MacNaughton à fin 2015.

⁸⁸ Réserves évaluées par RPS Energy à fin 2015.

⁸⁹ 19% pour Ezanga et 34% pour Mnazi Bay.

⁹⁰ Réserves 2P en WI.

3.5. Organisation industrielle et commerciale

Les activités déployées par le Groupe, pour l'essentiel, sont encadrées :

- au Gabon, par un contrat d'exploration et de partage de production à Ezanga⁹¹ (« **CEPP** ») ; l'intégralité de la production pétrolière du Groupe au Gabon est vendue⁹² à SOCAP, société du groupe Total ;
- en Tanzanie, sur le site de Mnazi Bay⁹³, par un double dispositif contractuel comprenant un contrat d'exploration et de partage de production (« **CPP** ») et le contrat principal de commercialisation de gaz (« *Gas Sale Agreement* » ou « **GSA** ») auprès de la compagnie nationale Tanzania Petroleum Development Corporation (« **TPDC** »). En définitive, les livraisons de gaz en Tanzanie dépendent *de facto* de la demande de TPDC⁹⁴ ; la clause de *Take or Pay*, non encore activée, permettra de réguler le revenu de l'opérateur à l'horizon du contrat, en fonction de l'évolution des besoins exprimés par le client.

3.5.1. CEPP (Gabon)

Le principe de partage de production repose sur un modèle économique usuellement employé dans le secteur pétrolier, intégrant les conditions réglementaires et contractuelles ; en l'occurrence :

- Durée du contrat de 20 ans à compter du 1^{er} janvier 2014, renouvelable sur une même durée ;
- Redevances de 7% au cours des 5 premières années (2014 à 2018) et de 12% au-delà ;
- *Cost Oil* permettant à l'exploitant de se rembourser, en bénéficiant d'une part plus importante de la production, des dépenses d'exploration et de développement qu'il a engagées⁹⁵, jusqu'à hauteur de ses dépenses propres réputées récupérables aux termes du CEPP, et de la quote-part des sommes dues par l'État partenaire, et ce dans la limite d'un *Cost Stop* de 70% ;

⁹¹ Les sites de Kari et de Nyanga-Mayombé restent au stade de l'exploration (§ 3.3).

⁹² Aux termes d'un contrat d'une durée décennale signé en 2008, et amendé par voie d'avenants en 2009 et 2015.

⁹³ Le site de Bigwa-Rufiji/Mafia est actuellement en exploration.

⁹⁴ Contrairement à l'industrie du pétrole, l'enjeu commercial de l'industrie du gaz réside prioritairement dans la prospection de clients potentiels en amont de la commercialisation.

⁹⁵ Le *Cost Pool* décompte à date l'ensemble des dépenses engagées qui n'ont pas été récupérées.

- *Profit Oil* permettant à l'exploitant de répartir le solde des revenus sous déduction du *Cost Oil* entre l'État gabonais au titre de la fiscalité due et les partenaires du CEPP ; cette répartition est conditionnée par le volume de production journalière de l'année considérée.

3.5.2. CPP et GSA (Tanzanie)

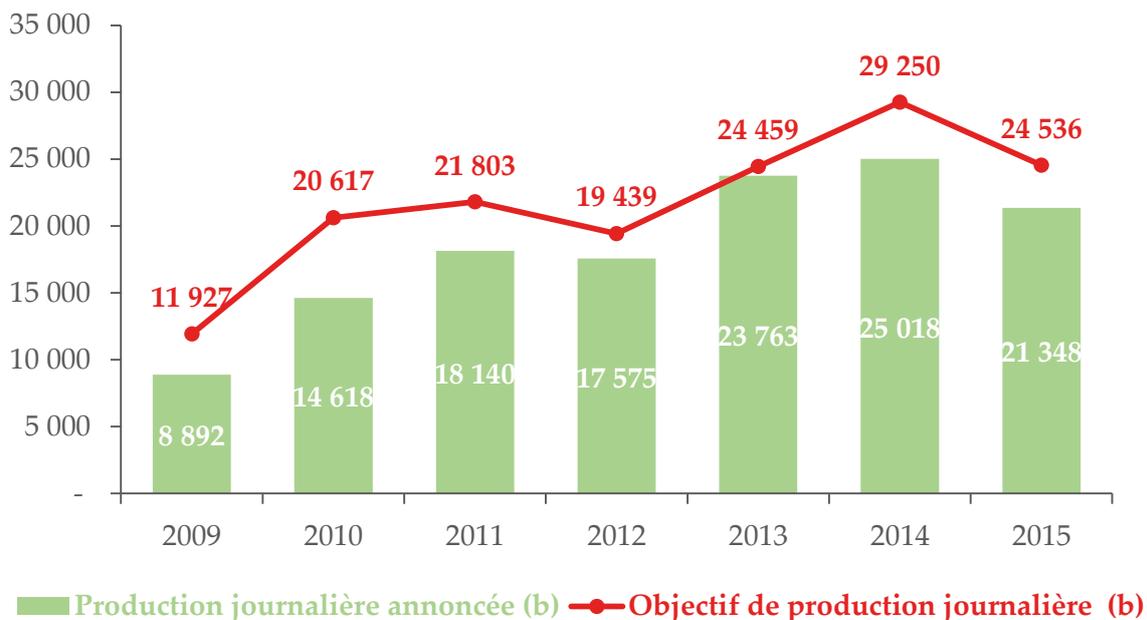
Le CPP suit schématiquement des règles de fonctionnement similaires à celles régissant le CEPP ; les redevances (12,5%) sont prises en charge par TPDC.

Le GSA, signé en 2014 avec TPDC, indépendamment de la durée contractuelle d'exploitation conférée par la licence, est borné par le *cut-off* économique marquant le point mort en-deçà duquel l'exploitation devient structurellement déficitaire. Le prix du gaz est fixé contractuellement et indexé pluri-annuellement sur l'inflation ; il subit la majoration de charges réglementaires et de charges fiscales répercutées au client TPDC.

3.5.3. Aléas inhérents à la production pétrolière

L'évolution pluriannuelle de la production de pétrole du Groupe, ramenée à une base journalière, met en évidence les difficultés à atteindre les objectifs de production journalière :

Objectifs de production journalière *versus* production journalière effective



Les incidents sur les installations d'évacuation peuvent provoquer des décalages temporels dans la mise en œuvre des programmes de production, se répercutant sur la situation financière. Les activités pétrolières de Maurel & Prom au Gabon ont été notamment affectées en septembre 2015 par l'arrêt complet durant une quinzaine de jours de la production d'huile, suite à la notification d'une situation de force majeure sur l'oléoduc d'évacuation, qui a obéré la capacité du Groupe à atteindre les niveaux *minima* de production prévus dans les conditions d'emprunt bancaire, et a conduit à l'obtention d'un *waiwer* (§ 3.7.2.7). En octobre 2016, la production au Gabon a accusé en outre une baisse provoquée par une grève générale.

La production a également été sujette en 2015 à des arrêts temporaires nécessités par l'installation de nouvelles capacités de traitement et d'injection d'eau (§ 3.3.1).

Dans un registre identique, les résultats de Seplat ont subi l'arrêt du terminal d'exportation, opéré par Shell, depuis mi-février 2015⁹⁶, à la suite d'attaques⁹⁷ sur ces installations ; cette situation a nécessité le recours à des moyens d'évacuation de substitution (location de barges de transport).

3.6. Facteurs historiques de croissance et de développement de Maurel & Prom⁹⁸

Depuis la fin des années 90, le développement du Groupe est le fruit de la conjonction d'une croissance organique et, au rythme des découvertes de champs pétroliers, d'une recherche d'optimisation du portefeuille d'actifs, centré sur l'Afrique avec un transfert progressif d'activités du Congo au Gabon :

- **1998-1999** : entrée au Congo ; recentrage stratégique autour des activités d'exploration et de production d'hydrocarbures ; acquisition des premiers permis ;
- **2000** : démarrage de la production sur le champ de Kouakouala au Congo ;
- **2001** : découverte du gisement de M'Boundi au Congo ;
- **2002** : introduction de Maurel & Prom sur le marché NYSE Euronext ; acquisition d'une participation (WI) dans le champ de Kouilou au Congo ;
- **2003** : création de la filiale de forage Caroil ; démarrage de la production sur le champ de M'Boundi au Congo ;

⁹⁶ Le terminal d'exportation, bien que de nouveau en état de fonctionnement, n'a pas encore été remis en service.

⁹⁷ Les attaques d'infrastructures pétrolières au Nigeria sont fréquentes ; les interruptions de production qui s'ensuivent, estimées à environ 50 jours par an, ont depuis plusieurs années tendance à s'intensifier.

⁹⁸ Source : DdR 2015, p. 7. [\[En ligne\]](#) ; *Management presentation*, 28 June 2016.

Ledouble

- **2004** : vente partielle du champ de M'Boundi ;
- **2005** : entrée en Tanzanie, au Gabon, en Colombie et au Venezuela (Hocol), au Pérou et en Sicile ;
- **2006-2007** : découverte du champ Onal au Gabon ; découverte de gisements de gaz en Tanzanie ; vente de M'Boundi, de Kouilou et de Kouakouala au Congo ; diversification géographique des activités de Caroil ;
- **2008-2009** : acquisition de licences d'exploration en Colombie et en Tanzanie ; découverte du champ d'Omko au Gabon et de Ocelote en Colombie ; vente de Hocol ; démarrage de la production à Onal et Omko au Gabon ; acquisition d'actifs en Tanzanie et au Mozambique auprès d'Artumas ;
- **2010** : entrée au Nigeria avec la création de Maurel & Prom Nigeria (devenu MPI) ; acquisition d'une participation (45%) dans Seplat par MPI ;
- **2011** : cession d'activités de Maurel & Prom, dont Caroil ; *spin-off* de Maurel & Prom Nigeria (MPI) ;
- **2013** : signature d'un accord de *joint-venture* (JV Saint-Aubin Energie) avec MPI ; acquisition *via* Saint-Aubin Energie d'une participation dans Deep Well Oil & Gas et de blocs en Alberta (Canada), Gaspésie et Anticosti (Canada) ; entrée en Birmanie (Myanmar) et au Canada *via* Saint-Aubin Energie ; rachat d'actifs de forage de Caroil auprès de Tuscany ;
- **2014** : signature d'un nouveau CEPP au Gabon (§ 3.5.1) ; signature du GSA en Tanzanie (§ 3.5.2) ; émission des ORNANES 2019 ;
- **2015** : émission des ORNANES 2021 et refinancement de la dette ; fusion entre Maurel & Prom et MPI.

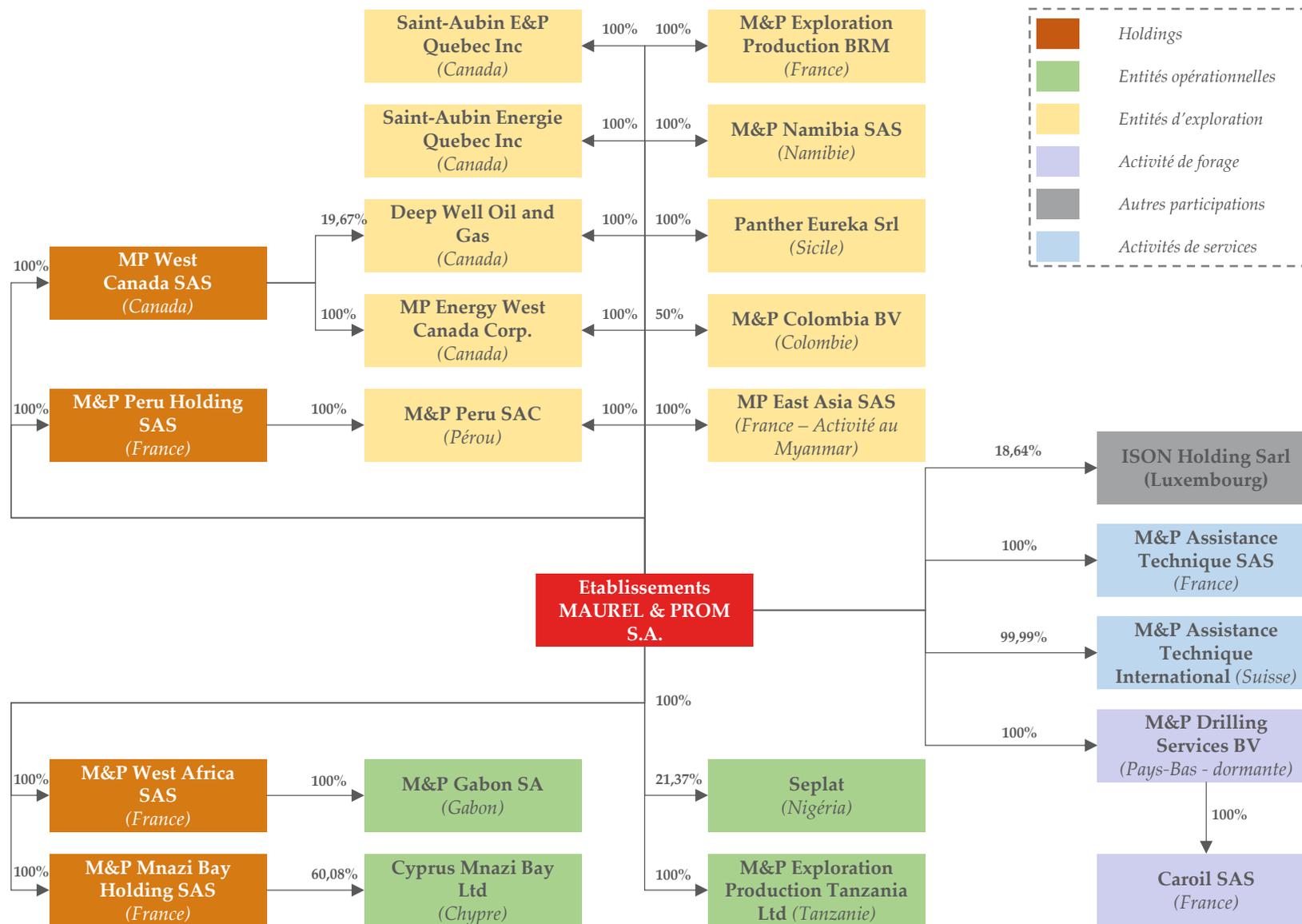
L'organigramme simplifié⁹⁹ du Groupe à fin 2015¹⁰⁰ fait apparaître une organisation matricielle en sociétés holdings coiffant, avec la société faitière du Groupe, par zone géographique, les activités de production, de forage, d'exploration et de services.

⁹⁹ Nous avons fait abstraction dans cet organigramme simplifié au 31 décembre 2015 :

- des sociétés dormantes, à l'exception de la holding des activités de forage exercées par Caroil,
- ainsi que des sociétés non consolidées.

Les mentions en caractères italiques font référence à la localisation du siège des sociétés consolidées ;
Source : DDR 2015, p. 195. [[En ligne](#)].

¹⁰⁰ Source : DdR 2015, pp. 166-167. [[En ligne](#)].



3.7. Analyse historique de la performance de Maurel & Prom¹⁰¹

3.7.1. Analyse de l'activité et de la rentabilité

Au regard de l'information consolidée, l'activité et la profitabilité de Maurel & Prom, exprimée en Excédent Brut d'Exploitation (EBITDA¹⁰²) ou Résultat Opérationnel (EBIT¹⁰³), ont connu l'évolution suivante depuis 2014, en valeur absolue et en valeur relative rapportée au chiffre d'affaires¹⁰⁴ :

M€	2014	2015	30/06/16
Production	505	255	136
Exploration	-	-	0
Forage	45	21	6
Autres	-	-	-
Chiffre d'affaires	550	276	142
Production	355	127	68
Exploration	(9)	(9)	(3)
Forage	10	(1)	(3)
Autres	(5)	(10)	(6)
Excédent brut d'exploitation	352	107	57
% CA	63,9%	38,8%	40,0%
Production	283	26	10
Exploration	(114)	(143)	(3)
Forage	(13)	(40)	(3)
Autres	(16)	132	(9)
Résultat opérationnel	141	(25)	(5)
% CA	25,5%	(9,0%)	(3,4%)

3.7.1.1. Chiffre d'affaires

Le chiffre d'affaires réalisé au Gabon est prépondérant ; 90% des revenus sont en effet tirés de l'exploitation pétrolière.

¹⁰¹ Source : Documents de référence 2011 à 2015 [\[En ligne\]](#) et Rapports semestriels 2011 à 2016 [\[En ligne\]](#) de Maurel & Prom ; *Management Presentation*, 28 June 2016.

¹⁰² Excédent Brut d'Exploitation assimilé en l'occurrence à *Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation & Amortization* (EBITDA).

¹⁰³ Résultat opérationnel ou *Earnings Before Interests & Taxes* (EBIT).

¹⁰⁴ Source : DdR 2015, pp. 202-203. [\[En ligne\]](#) ; Rapport semestriel 2016, p. 19. [\[En ligne\]](#).

La chute du prix du *Brent* (en moyenne 53,6 \$/b en 2015 *versus* 99,5 \$/b en 2014) a provoqué une baisse d'environ la moitié du chiffre d'affaires (276 M€ en 2015 *versus* 550 M€ en 2014) ; le cours du *Brent* est resté à un niveau bas sur le premier semestre 2016.

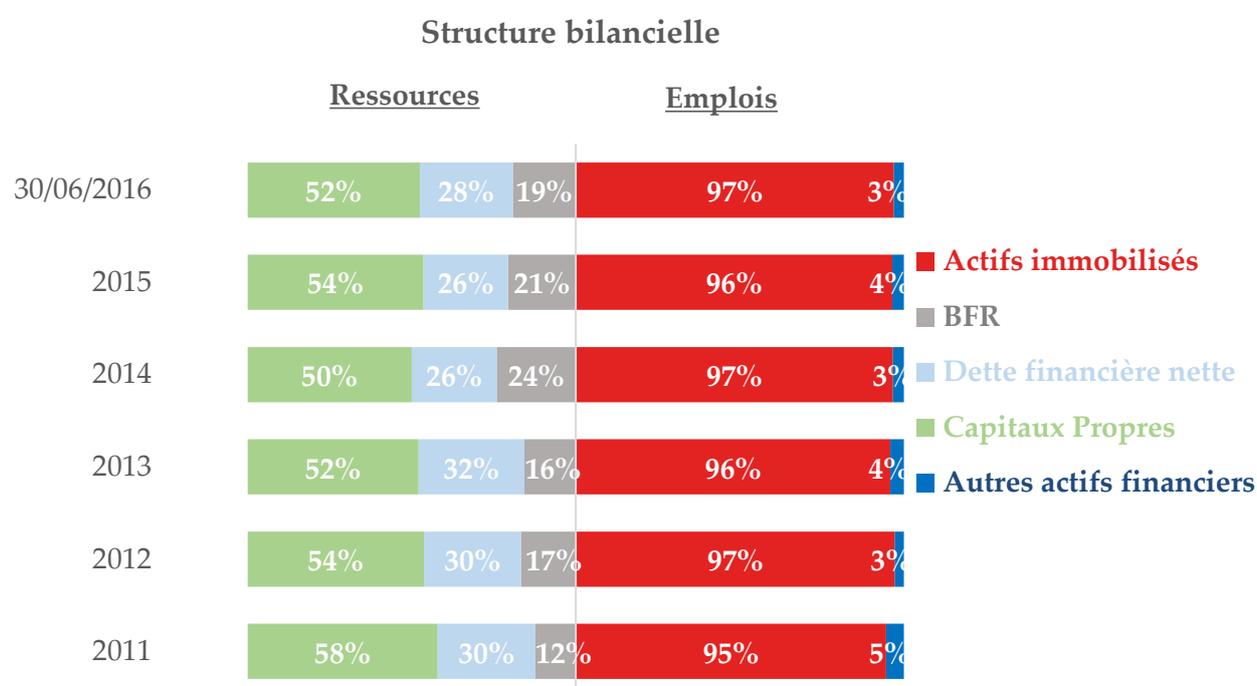
3.7.1.2. Profitabilité

Si, à l'instar du chiffre d'affaires, le Gabon contribue également de façon essentielle au résultat opérationnel, les dépréciations drastiques enregistrées en 2014 et 2015 sur les actifs d'exploration pèsent cependant lourdement sur la profitabilité du Groupe.

La Fusion a dégagé par ailleurs en 2015 un *badwill* de l'ordre de 140 M€ correspondant à la différence entre la juste valeur des actifs et passifs apportés par MPI à Maurel & Prom (344 M€) et la contrepartie transférée (203 M€) ; ce *badwill* amortit sensiblement l'impact des pertes de valeur liées à l'exploration sur le résultat opérationnel.

3.7.2. Structure bilancielle

En grandes masses, la structure bilancielle de Maurel & Prom a évolué comme suit au titre des cinq derniers exercices clos et, telle que détaillée *infra* (§ 4.4.1) jusqu'au 30 juin 2016, faisant ressortir une répartition relativement stable des ressources en regard du financement des actifs immobilisés :



3.7.2.1. Immobilisations incorporelles et corporelles

Au 31 décembre 2015, les tests d'*impairment*¹⁰⁵ ont été réalisés sur les actifs incorporels et corporels du Groupe, pour en déterminer la valeur recouvrable¹⁰⁶.

Les hypothèses de calcul sous-tendant ces tests se fondent sur :

- un prix *forward* du Brent de 40 \$/b en 2016, 50 \$/b en 2017, 65 \$/b en 2018 et, en postulat à long terme, 80 \$/b à compter de 2019 pour les ventes de pétrole, ou le prix de gaz contractuel pour les ventes de gaz ;
- un taux d'actualisation de 10%.

Les tests d'*impairment* n'ont pas été reconduits au 30 juin 2016¹⁰⁷.

Les immobilisations incorporelles et corporelles, qui représentent environ trois quarts du total actif au bilan, se rapportent principalement aux permis en **production** (Ezanga au Gabon et Mnazi Bay en Tanzanie).

Les investissements consacrés à l'**exploration**, en dehors des zones d'exploitation de pétrole à Ezanga et de gaz à Mnazi Bay, d'un montant net de dépréciations de **67 M€** au 30 juin 2016, se répartissent comme suit :

Pays	Nom de l'actif	Actifs bruts (M€)	Dépréciations (M€)	Actifs résiduels (M€)
Gabon	Nyanga Mayombe	21	-	21
	Kari	27	-	27
Mozambique	Rovuma	20	(20)	-
Tanzanie	M'Kuranga	32	(17)	15
Canada	Sawn Lake	18	(18)	-
	Anticosti	7	(7)	-
Myanmar	Block M2	52	(52)	-
Namibie	PEL 0044	5	-	5
Italie	Fiume Tellaro	4	(4)	-
Total		186	(118)	67

L'ensemble des investissements dédiés au **forage** totalisent **23 M€** au 30 juin 2016 ; ce montant relativement faible est à relier aux pertes structurelles de Caroil (§ 3.3.2).

¹⁰⁵ Source : DdR 2015, pp. 212-213. [En ligne].

¹⁰⁶ Conformément à la norme IAS 36 « Dépréciation d'actifs ».

¹⁰⁷ Conformément à la norme IAS 34 « Information financière intermédiaire », en l'absence d'indice de perte de valeur.

3.7.2.2. Titres mis en équivalence¹⁰⁸

Depuis la Fusion¹⁰⁹, la participation de 21,37% détenue par la Société dans **Seplat** est consolidée par mise en équivalence, pour un montant de **101,5 M€**¹¹⁰ au 30 juin 2016.

La participation de 50% dans **Maurel & Prom Colombia BV**, sur des actifs d'exploration, est retenue pour un montant de **5,5 M€**¹¹¹ au 30 juin 2016.

La Société détient en outre une participation de 19,67% dans la société **Deep Well Oil & Gas (DW)**, basée en Alberta au Canada¹¹², sur des actifs d'exploration, valorisée à **0,4 M€**¹¹³ au 30 juin 2016.

3.7.2.3. Impôts différés

Le Groupe dispose à fin 2015 d'une réserve de déficits fiscaux non activés d'environ 0,9 Md€, dont l'apurement ne peut toutefois être envisagé, en raison de la localisation de ses activités opérationnelles ; en l'absence de possibilité d'imputation, ce volant de déficits fiscaux n'a donc pas été pris en compte dans notre évaluation de l'Action.

Les impôts différés sont intégralement constatés sur les différences temporaires entre les valeurs comptables des actifs et des passifs attachés au Gabon et à la Tanzanie et leurs bases fiscales¹¹⁴ ; il en résulte au 30 juin 2016 un impôt différé passif de **362,5 M€** (Gabon) et un impôt différé actif de **29,8 M€** (Tanzanie).

3.7.2.4. Actifs financiers et non financiers

Les actifs financiers, d'un montant de **67 M€** au 30 juin 2016, sont pour une large part représentatifs de créances sur partenaires, à hauteur de **48 M€** au Gabon et de **14 M€** en Tanzanie.

Les actifs non financiers, d'un montant de **77 M€** au 30 juin 2016, sont constitués d'une créance de TVA sur l'État gabonais à hauteur de **31 M€** ayant fait l'objet d'un plan de remboursement pluriannuel.

¹⁰⁸ Source : DdR 2015, p. 198. [\[En ligne\]](#) ; Rapport semestriel 2016, p. 18. [\[En ligne\]](#).

¹⁰⁹ Fusion rétroactive au 1^{er} janvier 2015, approuvée de part et d'autre le 17 décembre 2015.

¹¹⁰ *Versus* 119,4 M€ au 31 décembre 2015, montant déterminé conformément à la norme IFRS 3 « Regroupements d'entreprise ».

¹¹¹ *Versus* 5,9 M€ au 31 décembre 2015.

¹¹² Société cotée sur le marché OTCQB, détenant parmi ses actifs une participation de 25% dans les permis *Sawn Lake* au Canada. [\[En ligne\]](#).

¹¹³ En l'absence de références comptables exhaustives au 30 juin 2016, DW n'ayant pas publié de comptes consolidés à une date récente.

¹¹⁴ Source : DdR 2015, p. 232. [\[En ligne\]](#).

3.7.2.5. Besoin en Fonds de Roulement

Hors contribution d'Ezanga et de Mnazi Bay, le BFR présente un caractère marginal par rapport aux principales masses bilancielleres.

3.7.2.6. Provisions pour risques et charges¹¹⁵

Le Groupe dispose d'un volant de provisions pour risques et charges d'un montant de **57,7 M€** au 30 juin 2016, comprenant principalement une enveloppe de **40,3 M€** de provisions pour remise en état des sites exploités au Gabon et en Tanzanie et des sites explorés toutes zones confondues.

3.7.2.7. Endettement¹¹⁶

Au 30 juin 2016, l'endettement net du Groupe s'élève à **501 M€**¹¹⁷. L'endettement brut, qui s'établit à **733,2 M€**¹¹⁸, est constitué principalement des deux emprunts obligataires (ORNANES 2019 et ORNANES 2021) à taux fixe (§ 7), pour un montant global en principal¹¹⁹ et intérêts courus¹²⁰ de 341 M€, et de la ligne de crédit revolving (RCF) à taux variable¹²¹ et échéance fin 2020¹²², tirée à hauteur de 355,0 M€¹²³, ainsi que des intérêts courus y afférents pour 2,3 M€ ; l'emprunt souscrit fin 2013 dans le cadre du rachat de Caroil à Tuscany (§ 3.6) auprès d'un syndicat bancaire¹²⁴, remboursable à terme échu de 5 ans et rémunéré au taux LIBOR + 7,5%¹²⁵, présente au 30 juin 2016 un solde de 30,4 M€¹²⁶.

À la suite de l'événement de force majeure intervenu au Gabon en 2015 (§ 3.5.3), le RCF a notamment fait l'objet, en octobre 2015, d'un aménagement de covenants approuvé par le consortium bancaire, sur le ratio d'endettement net consolidé / EBITDAX^{127 128} calculé sur une période de 12 mois, ainsi que sur le niveau de production des droits de

¹¹⁵ Source : Rapport semestriel 2016, p. 21. [\[En ligne\]](#).

¹¹⁶ Source : Rapport semestriel 2016, p. 22. [\[En ligne\]](#).

¹¹⁷ Endettement brut : 733,2 M€ - Trésorerie et équivalent de trésorerie : 232,3 M€.

¹¹⁸ Valeur comptable des emprunts obligataires : 341,0 M€ + emprunts et dettes financières : 392,2 M€.

¹¹⁹ 335,6 M€.

¹²⁰ 5,4 M€.

¹²¹ LIBOR + 3,40% jusqu'à fin 2018 et 3,65% au-delà.

¹²² Emprunt remboursable *in fine*.

¹²³ Sur une enveloppe initiale de 400 M\$, portée à 650 M\$ par une tranche additionnelle de 250 M\$.

¹²⁴ Dans le cadre de l'achat à Tuscany de la société Caroil en 2013 et de la prise en charge par la Société de la dette de Tuscany à hauteur de 50 M\$.

¹²⁵ Taux renégocié de 2% à 7,5% en 2016.

¹²⁶ Dont 0,2 M€ d'intérêts courus.

¹²⁷ *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, Depletion, Amortization and exploration expenses* (EBITDAX) ; l'EBITDAX est en l'espèce égal aux résultats avant intérêts, impôts, amortissements et dépréciations et avant impact des gains et des pertes de change.

¹²⁸ Ratio inférieur ou égal à 4,20x et ramené à 3x (covenant initial) au-delà.

Maurel & Prom Gabon au titre de la production de pétrole des champs intégrés dans le contrat de partage de production d'Ezanga, et sur la période de calcul d'un niveau de production minimum susceptible de constituer un cas de remboursement accéléré du RCF¹²⁹.

De nouvelles dispositions ont été acceptées par le consortium bancaire le 24 août 2016, sur la révision du ratio d'endettement net consolidé / EBITDAX¹³⁰, la constitution d'un dépôt de garantie de 75 M\$ et le nantissement d'actions Seplat à hauteur de 25 M\$¹³¹.

3.7.2.8. Engagements hors bilan¹³²

Les engagements donnés et reçus, qui s'inscrivent dans le cadre des contrats d'achat et de vente d'actifs (*earn-out* notamment), ont été intégrés dans nos travaux de valorisation, pour ceux dont les clauses sont génératrices de flux de trésorerie.

En Tanzanie, le Groupe dispose au 30 juin 2016 d'un engagement reçu d'Ophir (ex Dominion) d'un montant maximum de 22,9 M\$, valorisable comme une option d'entrée dans un permis après forage d'un premier puits ou sous forme de remboursement. Le dénouement de la procédure d'arbitrage relative à cette affaire, intervenu récemment, se solde par l'attribution à Maurel & Prom d'un montant inférieur à l'engagement, que nous avons intégré dans la valorisation de l'Action¹³³.

3.7.2.9. Opérations en devises

Dans la mesure où l'intégralité des ventes ainsi que, pour une large part, les dépenses opérationnelles et les investissements sont libellés en USD, la parité EUR / USD influe sur les comptes consolidés du Groupe, dont la monnaie de présentation est l'euro. Ces fluctuations ne font pas l'objet de couverture spécifique.

Les résultats prévisionnels du Groupe sont *de facto* influencés par l'évolution du cours des hydrocarbures exprimés en USD.

¹²⁹ Source : DdR 2015, p. 240. [\[En ligne\]](#).

¹³⁰ Ratio de 6x au 30 juin 2016, 5,5x au 31 décembre 2016, 5x au 30 juin 2017, 4x au 31 décembre 2017 et de nouveau 3x (covenant initial) à compter du 30 juin 2018.

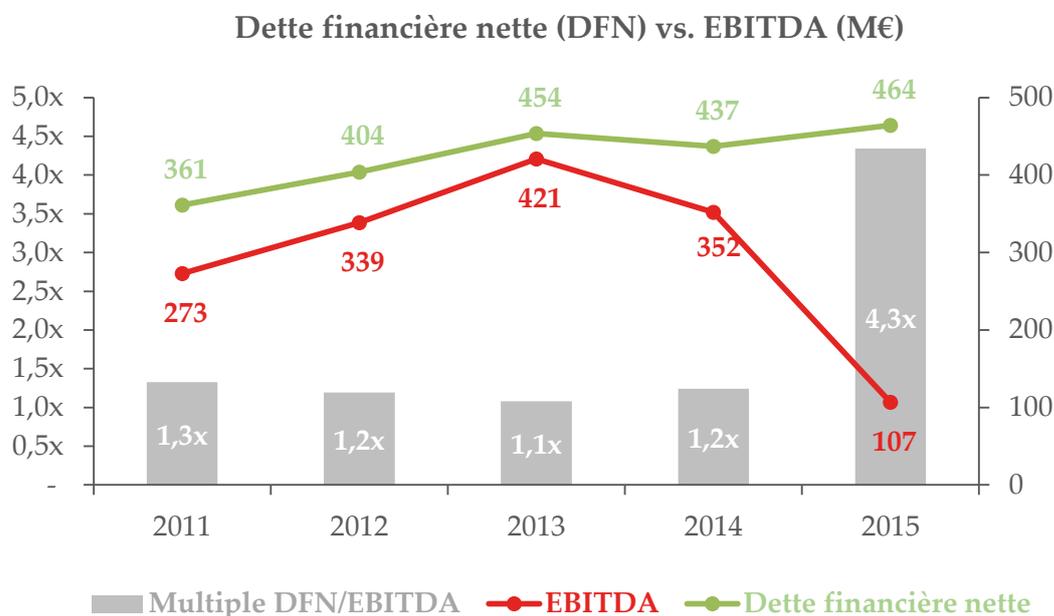
¹³¹ Source : Rapport semestriel 2016, p. 4 et p. 23. [\[En ligne\]](#).

¹³² Source : DdR 2015, pp. 241-242. [\[En ligne\]](#).

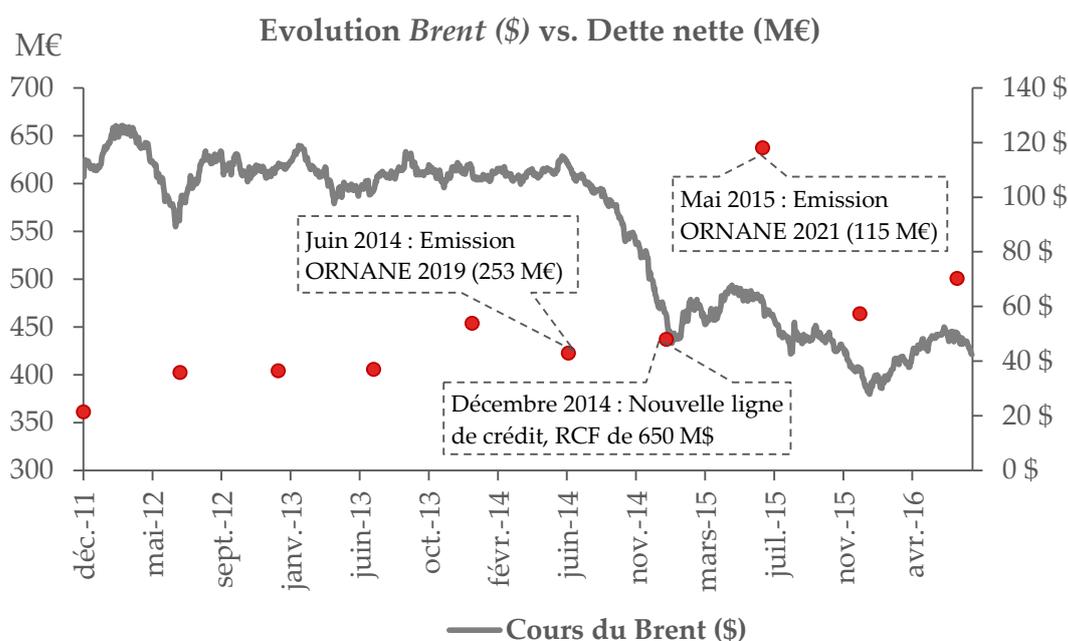
¹³³ Sur le pôle « Autres activités » (§ 4.4.4 et § 4.4.7).

3.7.3. Historique de l'endettement et solvabilité

Le graphique ci-après illustre l'évolution de l'endettement net rapporté à l'EBITDA au cours des cinq derniers exercices clos¹³⁴ :



Les emprunts contractés par Maurel & Prom lui ont permis de couvrir ses besoins de croissance et de développement. Cependant le Groupe reste exposé aux tensions exercées sur son volant de liquidités par l'évolution du cours du pétrole (§ 3.7.1.1) et les aléas de production (§ 3.5.3) :



¹³⁴ Pour mémoire, la dette financière nette à fin 2015, d'un montant de 464,1 M€, s'analyse comme suit : valeur comptable des emprunts obligataires : 341,8 M€ + emprunts et dettes financières : 404,7 M€ - trésorerie et équivalents de trésorerie : 282,4 M€ ; Source : DdR 2015, pp. 182-183. [\[En ligne\]](#).

3.8. Synthèse

En synthèse, la matrice *Swot*, ci-dessous, résume les forces et les faiblesses du Groupe, ainsi que les menaces et les opportunités auxquelles il est confronté sur son marché, et permet d'établir une transition avec l'évaluation de l'Action (§ 4) :

Forces	Faiblesses
<p>Vision stratégique de la Direction et limitation des risques d'exploration</p> <p>Souplesse de l'organisation et recherche d'innovation technique (injection d'eau)</p> <p>Indépendance face aux <i>majors</i> et contrats de production sécurisés</p> <p>Situation financière saine</p> <p>Image auprès des clients et qualité des contreparties (Total au Gabon)</p>	<p>Niveau d'endettement limitant les investissements à long terme</p> <p>Activités géographiquement concentrées et positionnement essentiellement <i>onshore</i></p> <p>Incidents techniques (Gabon) et retards de production</p>
Opportunités	Menaces
<p>Alternative aux <i>majors</i></p> <p>Capacité de génération de <i>cash flow</i> au Gabon</p> <p>Démarches préventives en matière d'exploration (Alberta) en attente d'un changement des conditions économiques</p> <p>Consolidation du marché dans un environnement de prix bas</p> <p>Renforcement de l'ancrage en Tanzanie</p>	<p>Volatilité et incertitudes sur les prévisions du cours du pétrole</p> <p>Exposition à la parité EUR/USD</p> <p>Absence de visibilité sur l'exploration</p> <p>Risques généraux inhérents à l'activité pétrolière (politiques et environnementaux notamment)</p> <p>Conditions d'exploitation difficiles au Nigeria (Seplat)</p>

4. ÉVALUATION DE L'ACTION

Nous avons mis en œuvre une évaluation multicritère de l'Action, dont nous exposons, ci-après, les différents volets, en présentant successivement :

- les caractéristiques comptables de l'évaluation de l'Action (§ 4.1),
- les méthodes de valorisation écartées (§ 4.2),
- les approches qui nous sont apparues pertinentes pour évaluer l'Action (§ 4.3 à § 4.4).

4.1. Caractéristiques comptables de l'évaluation de l'Action

4.1.1. Référentiel comptable

Maurel & Prom établit ses comptes consolidés selon le référentiel des normes comptables internationales (IFRS), qui s'impose en application du règlement européen n°1606/2002 visant les sociétés cotées.

Les comptes consolidés au titre du dernier exercice clos le 31 décembre 2015 ont été certifiés sans réserve par les commissaires aux comptes¹³⁵.

Les comptes semestriels consolidés au 30 juin 2016 ont fait l'objet d'un examen limité par les commissaires aux comptes, qui n'ont pas relevé d'anomalies significatives de nature à remettre en cause la conformité des comptes semestriels consolidés¹³⁶.

4.1.2. Nombre d'actions

Le nombre total d'actions sur une base diluée que nous avons pris en compte pour la valorisation du titre Maurel & Prom, soit **190.885.495** actions, s'entend au 30 juin 2016 :

- un volant de 195.340.313 actions en circulation (§ 2.3) ;
- minoré des 5.535.418 actions auto-détenues (§ 2.3) ;
- majoré des 1.080.600 Actions Gratuites Non Acquises (§ 2.4).

¹³⁵ Source : DdR 2015, pp. 244-245. [\[En ligne\]](#).

¹³⁶ Source : Rapport semestriel 2016, p. 28. [\[En ligne\]](#).

Nombre dilué d'actions Maurel & Prom	
Actions en circulation	195 340 313
Actions auto-détenues	(5 535 418)
Actions Gratuites Non Acquisées	1 080 600
Nombre dilué d'actions	190 885 495

Il n'existe plus de programmes de bons de souscription d'actions (BSA) en cours.

En outre, nous n'avons pas tenu compte de l'impact dilutif des ORNANES au vu de l'écart constaté entre leur cours et celui de l'Action, qui les positionne « en dehors de la monnaie » (§ 7.3).

4.1.3. Date d'évaluation

L'évaluation du titre Maurel & Prom est effectuée sur la base des comptes consolidés au **30 juin 2016**.

La date que nous avons retenue pour la référence au cours de bourse de l'Action est le **29 juillet 2016**, dernière date de cotation avant l'annonce de l'Opération (la « **Date d'Annonce** »).

Les paramètres financiers tels que le taux de change EUR/USD, les taux d'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie issus des plans d'affaires¹³⁷, les références boursières des sociétés cotées mises en équivalence¹³⁸ et des entités comprises dans le panel utilisé pour le calcul des taux d'actualisation¹³⁹ ont été déterminés sur la base de données au **21 novembre 2016**.

4.2. Méthodes d'évaluation écartées

Nous justifions, ci-après, la non-prise en compte, en tant que méthodes d'évaluation, de la référence aux multiples boursiers (§ 4.2.1), de l'actualisation des dividendes (§ 4.2.2), des multiples transactionnels (§ 4.2.3) et de l'actif net comptable (§ 4.2.4).

4.2.1. Méthode analogique par référence à des sociétés comparables cotées

Il n'existe pas, à notre connaissance, de sociétés cotées réunissant des caractéristiques suffisamment comparables à celles de Maurel & Prom à la fois en termes de taille, de profils de réserves et de production, de taux de marge d'exploitation, de zones

¹³⁷ *Business Plan Gabon, Business Plan Tanzanie, Business Plan Autres Activités* (§ 4.4).

¹³⁸ Seplat (§ 4.4.5.1) et Deep Well Oil & Gas (§ 4.4.5.2).

¹³⁹ Le Panel comprend, en sus de Maurel & Prom : Kosmos Energy, Ophir Energy, Premier Oil, Seplat, Soco International, Total Gabon, Tullow Oil et Vaalco Energy (§ 4.2.1 et **annexe 7**).

d'implantation, et plus généralement de répartition, de nature et de maturité du portefeuille d'actifs. Les multiples financiers et de réserves que nous avons calculés sur un large échantillon de sociétés pétrolières sont hétérogènes et, dans une certaine mesure, fonction de la localisation géographique de leurs installations productives ; nous n'en tirons pas de constats exploitables.

Au cas d'espèce, la société Total Gabon, bien que présentant des ressemblances avec Maurel & Prom sous l'angle de son activité et de son modèle économique, n'a pas été retenue en tant que comparable boursier en raison d'un suivi très limité de son titre par les analystes¹⁴⁰ et de l'absence de consensus de *brokers* sur ses perspectives.

En conséquence, nous n'avons mobilisé un panel de sociétés cotées¹⁴¹ que pour la détermination de la composante du coefficient beta¹⁴² dans le calcul du taux d'actualisation sous-tendant la valorisation de l'Action par l'actif net réévalué (§ 4.4.2.4 et § 4.4.3.4) ; ce panel est détaillé en **annexe 7**.

4.2.2. Actualisation des dividendes

Dans la mesure où la Société n'a pas versé de dividendes au titre des trois derniers exercices clos, et ne s'est pas engagée sur le versement de dividendes futurs, nous n'avons pas retenu cette approche.

€/action	2011	2012	2013	2014	2015
Dividende par action au titre de l'exercice n	0,40 €	0,40 €	-	-	-

Néanmoins, dans le cadre de la réévaluation de l'actif net consolidé, nous avons mis en œuvre la méthode d'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie intégrant par construction le potentiel de distribution de dividendes (§ 4.4).

4.2.3. Valorisation analogique par les transactions

La méthode des comparables transactionnels externes ne nous paraît pas pertinente, dans la mesure où :

- peu de transactions sont intervenues récemment *i.e.* dans des conditions de marché analogues à celles présidant à l'Opération, dans le secteur de l'exploration et de la production pétrolière et gazière ;

¹⁴⁰ Source : *Bloomberg* et *Thomson One*.

¹⁴¹ Incluant Maurel & Prom.

¹⁴² Nous considérons qu'indépendamment de l'hétérogénéité des profils des sociétés composant le Panel, expliquant le caractère non opérant des multiples financiers et de réserves, le beta de ces sociétés réagit de manière plus rationnelle aux événements affectant l'industrie pétrolière dans son ensemble.

- ces opérations portent sur des actifs présentant des caractéristiques éloignées de celles des actifs de Maurel & Prom et en dehors¹⁴³ de ses zones d'implantation directe ;
- l'information qui s'en dégage est parcellaire.

À titre indicatif, nous avons répliqué le multiple d'EBITDA induit par la valorisation de Maurel & Prom dans les travaux préparatoires à la Fusion ; cette référence ne remet pas en cause nos fourchettes de valorisation (§ 4.4.7).

4.2.4. Actif net comptable

Nos travaux de valorisation de l'Action se fondent, entre autres, sur une réévaluation de l'actif net consolidé de Maurel & Prom au 30 juin 2016, mobilisant pour les actifs et passifs d'exploitation la méthode d'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie issus des plans d'affaires qui nous ont été communiqués (§ 4.4).

Nous nous sommes préalablement attachés à cerner les sources d'écarts¹⁴⁴ pouvant exister entre les prévisions des tests d'*impairment* structurant l'actif net comptable au 31 décembre 2015¹⁴⁵ et ces plans d'affaires plus récents, ainsi que les paramètres financiers¹⁴⁶ utilisés de part et d'autre.

4.3. Références boursières

La référence à la valeur boursière historique de l'Action est présentée ci-après (§ 4.3.1) ; une revue des objectifs de cours des analystes en charge de son suivi (§ 4.3.2) ainsi qu'une analyse de la corrélation entre le cours de l'Action et celui du *Brent* (§ 4.3.3) sont également présentées à titre informatif.

4.3.1. Analyse historique du cours de bourse

Introduite sur le marché NYSE Euronext en 2002 (§ 3.6), l'Action est cotée sur le marché Euronext Paris (compartiment B) et référencée sur plusieurs indices dont le SBF120.

Aucune corrélation n'est clairement établie entre l'indice et le cours de bourse de la Société¹⁴⁷. Comme développé ci-après (§ 4.3.3), le cours de l'Action apparaît beaucoup plus sensible à l'évolution du cours du *Brent*.

¹⁴³ Il s'agit notamment, en 2015 et 2016, d'acquisition par des sociétés pétrolières de licences et de champs (OML et OPL) en Ethiopie et au Kenya (Maersk Oil), au Nigeria (GEC et Seplat au titre de l'acquisition des OML 53 et 55), au Sénégal (Woodside) et au Tchad (CEFC).

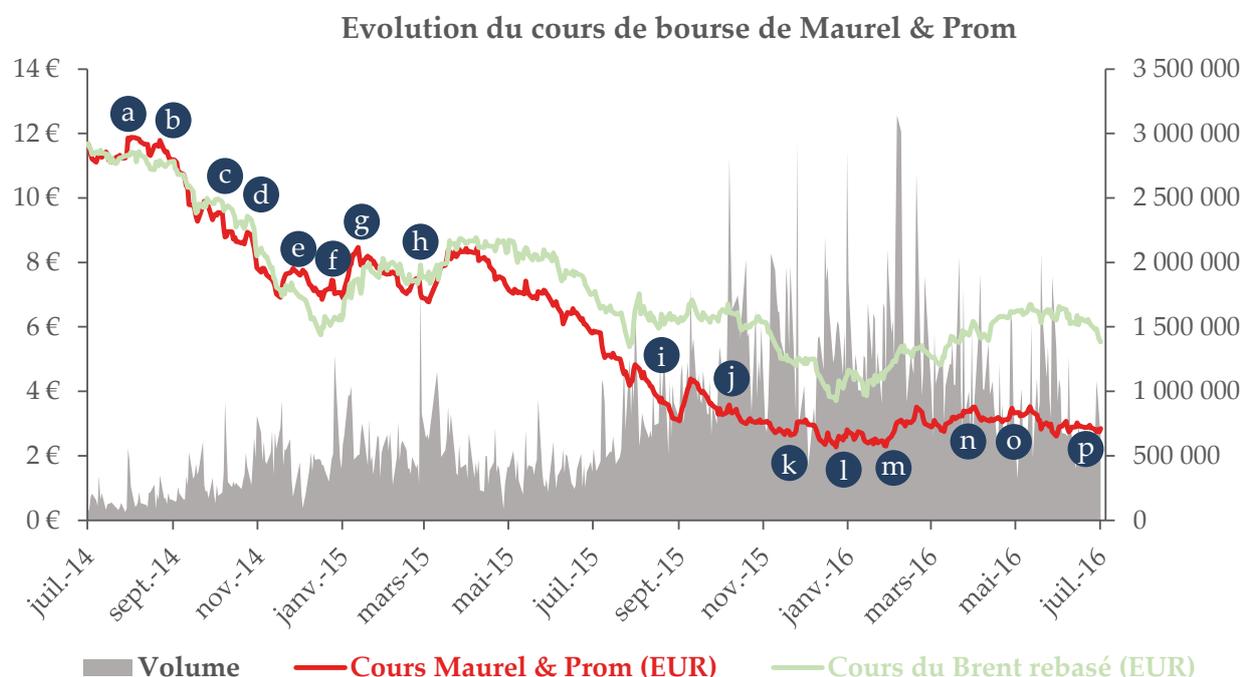
¹⁴⁴ Différentiels de profils de production, contribution des frais de siège notamment.

¹⁴⁵ Les tests d'*impairment*, conformément à l'IAS 34 « Information financière intermédiaire », n'ont pas été réitérés au 30 juin 2016, en l'absence d'indice de perte de valeur.

¹⁴⁶ Taux d'actualisation, taux de croissance, prévisions de cours du *Brent*.

¹⁴⁷ Sur les deux années précédant la Date d'Annonce, le cours de bourse de Maurel & Prom a décliné de 75,6% tandis que le SBF 120 s'est apprécié de 2,9%.

Nous présentons ci-dessous l'évolution du cours de l'Action par rapport à celle du cours du Brent rebasé, sur une période de deux ans jusqu'au 29 juillet 2016, dernière date de cotation avant la Date d'Annonce :



Sur la période observée, l'Action et le Brent¹⁴⁸ ont perdu respectivement 75,6% et 52,6% de leur valeur.

Les principaux évènements, sur la période considérée, sont détaillés dans le tableau ci-après :

Date	Evénements
a 28/08/2014	Communiqué relatif aux résultats du premier semestre 2014 : chiffre d'affaires en hausse de 13%.
b 15/09/2014	Maurel & Prom, en association avec ses partenaires sur le permis de Mnazi Bay, annonce avoir signé le 12 septembre 2014 un contrat de vente portant sur la fourniture sur le long terme du gaz naturel produit sur les champs de Mnazi Bay et de Msimbati dans le sud de la Tanzanie.
c 04/11/2014	Communiqué relatif au chiffre d'affaires 9 mois 2014 : en hausse de 3% par rapport aux 9 premiers mois de 2013.

¹⁴⁸ Le cours est exprimé en euro.

d	02/12/2014	Maurel & Prom annonce deux résultats positifs sur le permis d'Ezanga dans le cadre du nouveau contrat d'exploration et de partage de production signé en février 2014 avec la République Gabonaise.
e	19/12/2014	La Société annonce la signature avec un consortium de banques d'une nouvelle ligne de crédit de 650 M\$ (Revolving Credit Facility), répartie entre une tranche initiale de 400 M\$ et un "accordéon" de 250 M\$, tirable en deux fois selon certaines conditions. Cet emprunt permet au Groupe de clôturer la ligne MP Gabon de 270 M\$, dégageant ainsi une capacité supplémentaire de trésorerie de 130 M\$.
f	22/01/2015	Communiqué relatif au chiffre d'affaires 2014 : en diminution de 5% par rapport à celui de 2013.
g	02/02/2015	Maurel & Prom annonce le rétablissement du niveau de la production au Gabon.
h	26/03/2015	Communiqué relatif aux résultats annuels 2014 : chiffre d'affaires en diminution de 4% par rapport à 2013 dans un contexte de marché difficile marqué par la chute des prix du pétrole.
i	27/08/2015	Communiqué relatif au projet de fusion entre Maurel & Prom et MPI. ; communiqué relatif aux résultats consolidés au 30 juin 2015 : chiffre d'affaires en baisse de 47% par rapport au premier semestre 2014.
j	05/11/2015	Communiqué relatif au chiffre d'affaires 9 mois 2015 : en baisse de 54%.
k	15/12/2015	Communiqué relatif à la proposition du Conseil d'Administration de modifier la parité dans le cadre du projet de fusion entre Maurel & Prom et MPI.
l	28/01/2016	Communiqué relatif au chiffre d'affaires 2015 : en baisse de 50% par rapport à celui de 2014.
m	25/02/2016	Communiqué relatif à l'évaluation des réserves 2P du champ de Mnazi Bay par RPS Energy.
n	31/03/2016	Communiqué relatif aux résultats annuels 2015 : chiffre d'affaires en diminution de 50% par rapport à 2014 dans un contexte de marché difficile marqué par la chute des prix du pétrole de 47% ; fusion avec MPI ; refinancement de la dette bancaire.
o	28/04/2016	Communiqué relatif au chiffre d'affaires du premier trimestre 2016 : en diminution de 18% par rapport à celui du premier trimestre 2015.
p	27/07/2016	Communiqué relatif au chiffre d'affaires du premier semestre 2016 : chiffre d'affaires en diminution de 10% par rapport à celui du premier semestre 2015.

Le tableau ci-dessous¹⁴⁹ synthétise la moyenne des cours pondérés par les volumes au 29 juillet 2016, sur une période étirée à 12 mois :

Date de référence	29-juil.-16
Prix d'offre	4,20 €
Spot	2,85 €
Moyenne pondérée 1 mois	2,87 €
Moyenne pondérée 3 mois	3,06 €
Moyenne pondérée 6 mois	2,97 €
Moyenne pondérée 12 mois	3,18 €
+ haut 12 mois	5,88 €
+ bas 12 mois	2,27 €

Il ressort de l'analyse boursière que l'Action évolue dans une fourchette de cours moyens pondérés par les volumes de **2,85 €** à **3,18 €** durant les douze derniers mois de négociation précédant la Date d'Annonce ; le cours *spot* au 29 juillet 2016 se situe à **2,85 €**.

Sur la base d'un large flottant représentant environ 44%¹⁵⁰ du capital, plus de la moitié des volumes de titres a été échangée au cours des trois derniers mois précédant la Date d'Annonce.

4.3.2. Cours cible

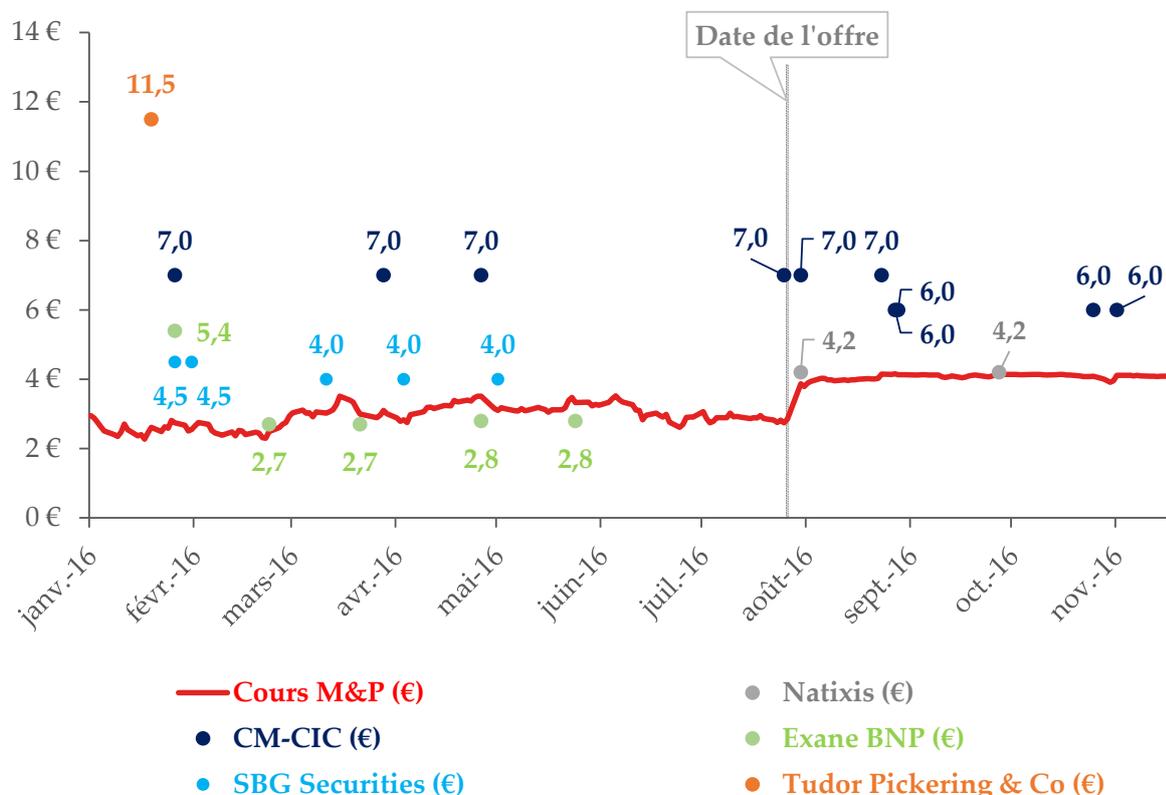
Nous présentons ci-après, l'évolution des cours cibles de l'Action du 1^{er} janvier 2016 au 21 novembre 2016.

Cette information n'est présentée qu'à titre indicatif, le faible nombre d'analystes en charge du suivi du titre Maurel & Prom et l'écart entre leurs objectifs ne permettant pas d'en considérer le résultat comme probant.

¹⁴⁹ Source : *Bloomberg*.

¹⁵⁰ Hors investisseurs institutionnels, représentant environ 21% du capital.

Evolution du cours de l'Action (€)
et des objectifs de cours des analystes



Pour rappel, certains des analystes présentés ci-avant ont cessé de suivre le titre.¹⁵¹

L'analyste CM-CIC présente un objectif de cours avant la Date d'Annonce supérieur au Prix d'Offre de l'Action. Cet objectif se fonde essentiellement sur des références transactionnelles¹⁵², méthode que nous n'avons pas retenue pour les raisons évoquées *supra* (§ 4.2.3).

À la suite de l'annonce de l'Opération, Natixis¹⁵³ a revu son objectif de cours et s'est aligné sur le Prix d'Offre de l'Action et CM-CIC¹⁵⁴ a abaissé son objectif de cours à 6 €.

¹⁵¹ Les analystes d'Exane BNP Paribas ont cessé le suivi du titre ; nous ne disposons pas d'information particulière sur le suivi du titre de la Société par Tudor Pickering depuis janvier 2016, ni par SBG Securities depuis mai 2016.

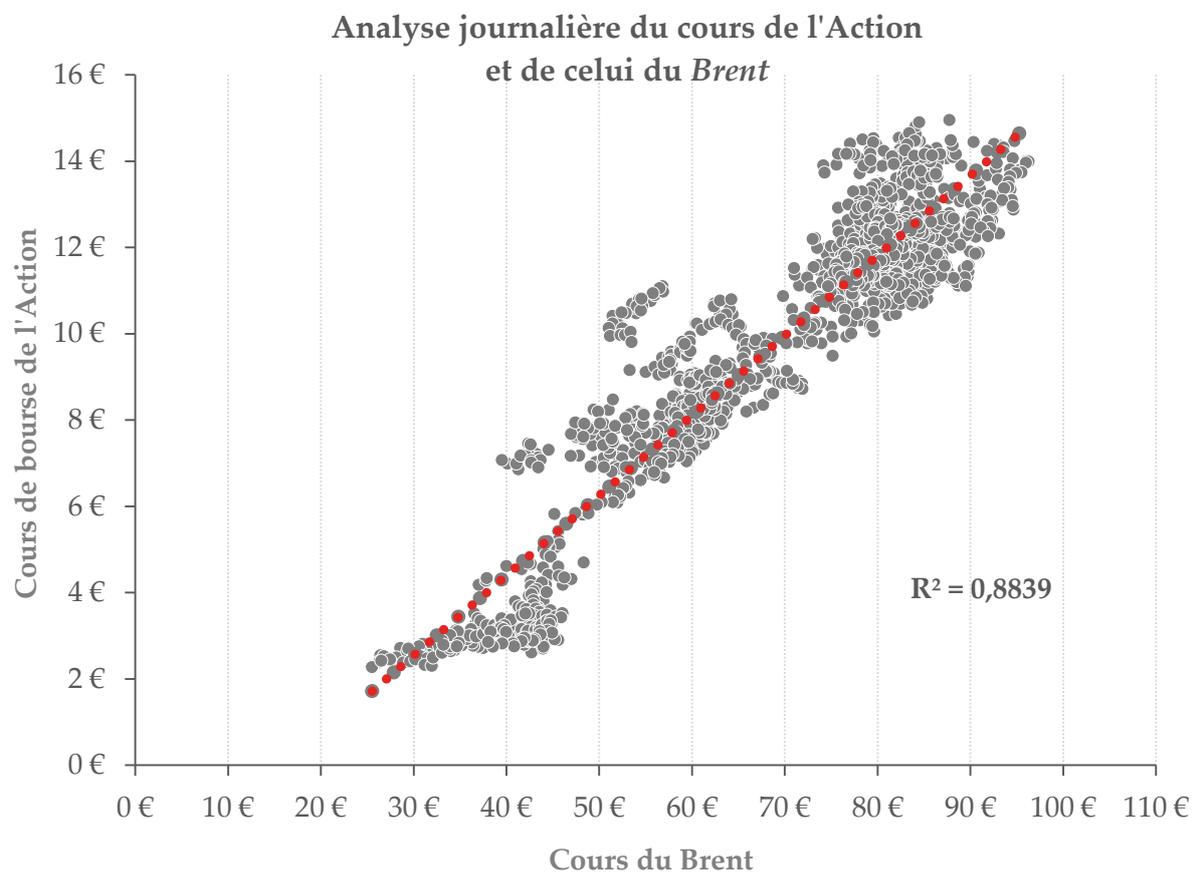
¹⁵² Sur la base de ces références transactionnelles, CM-CIC valorise les réserves de pétrole P1 à 10 \$/b, P2 à 6 \$/b, P3 à 1 \$/bep, et les réserves de gaz P1 à 6 \$/bep, P2 à 3 \$/bep et P3 à 1 \$/bep.

¹⁵³ Note publiée par Natixis le 2 août 2016.

¹⁵⁴ Note publiée par CM-CIC le 30 août 2016.

4.3.3. Corrélation entre le cours de bourse de l'Action et le cours du Brent

Nous avons comparé l'évolution historique depuis 2010 du cours de l'Action Maurel & Prom et celui du *Brent*¹⁵⁵. Cette analyse fait ressortir l'existence d'une forte sensibilité de l'Action au niveau du *Brent* avec un coefficient de détermination R^2 ¹⁵⁶ de 0,88 :



Il est donc possible d'approcher, sur la base de l'équation de la droite de régression, une valeur de l'Action induite par le cours du *Brent*.

Cette méthode permet d'appréhender la valeur de l'Action au regard de la corrélation historique avec le cours du *Brent* ; toutefois les résultats qui en découlent ne sont à considérer qu'à titre indicatif, étant sujets aux commentaires suivants :

- nonobstant la qualité statistique de la régression, les cours de l'Action au jour le jour sont susceptibles de s'écarter de la droite de régression utilisée pour le calcul de la valeur de l'Action ;

¹⁵⁵ Source : *Bloomberg*.

¹⁵⁶ En termes statistiques, le coefficient R^2 , compris entre 0 et 1, permet d'apprécier l'intensité de la corrélation entre les variables ; plus ce coefficient tend vers 1, plus cette corrélation est avérée.

- ils reposent sur des données historiques qui ne préjugent pas des évolutions futures ;
- le développement de l'activité liée à la production de gaz pourrait à terme remettre en question la robustesse de la corrélation entre le cours de l'Action et le prix du *Brent*.

Afin de tenir compte de la tendance récente des marchés pétroliers et de l'accroissement de la volatilité du cours du *Brent*, nous avons reconduit cette approche en ayant préalablement réduit la période d'observation aux deux années précédant la Date d'Annonce.

Le tableau ci-dessous présente les résultats obtenus¹⁵⁷ :

Coefficient de détermination R ² 0,87								
<i>Brent</i>	35 \$	45 \$	55 \$	65 \$	75 \$	85 \$	95 \$	44 \$
<i>Brent converti en euro</i>	33 €	42 €	52 €	61 €	71 €	80 €	90 €	41 €
Valeur de l'Action induite	2,5 €	4,4 €	6,4 €	8,3 €	10,2 €	12,2 €	14,1 €	4,2 €

4.4. Valorisation par réévaluation de l'actif net consolidé

4.4.1. Méthodologie

La méthode de l'Actif Net Réévalué (« ANR ») consiste à corriger l'Actif Net Comptable (« ANC ») des plus ou moins-values latentes identifiées à l'actif, au passif et hors-bilan.

Cette méthode, appliquée à l'ANC consolidé, a été mise en œuvre afin de s'assurer de l'exhaustivité de la prise en compte des actifs et passifs susceptibles d'être réévalués ou non dans la détermination de la valeur de l'Action.

Nos travaux se fondent sur les capitaux propres consolidés ressortant des états financiers résumés consolidés du Groupe au 30 juin 2016¹⁵⁸.

Chacun des postes bilanciaux susceptibles d'être réévalués l'a été par la mise en œuvre de méthodes adaptées au regard de sa nature et de l'information disponible ; les postes non susceptibles d'être réévalués ont été maintenus à leur valeur nette comptable (VNC).

¹⁵⁷ Le taux de change utilisé est le taux EUR/USD de 1,061 en date du 21 novembre 2016 ; Source : *Bloomberg*.

¹⁵⁸ Source : Rapport semestriel 2016, p. 10. [\[En ligne\]](#).

Les principaux ajustements opérés sont les suivants :

- une réévaluation des postes liés à l'activité de production¹⁵⁹ par la mise en œuvre d'une actualisation des flux de trésorerie issus du *Business Plan* Ezanga (§ 4.4.2) et du *Business Plan* Mnazi Bay (§ 4.4.3) ;
- la détermination de la valeur des coûts de holding et des engagements d'investissements¹⁶⁰ présentés dans le *Business Plan* Autres Activités (§ 4.4.4) ;
- pour les titres mis en équivalence concernant des entités cotées :
 - o la participation de 21,37% de la Société dans le capital de Seplat a été appréciée par la prise en compte de plusieurs critères incluant le cours de bourse, les objectifs de cours des *brokers* et l'actif net consolidé (§ 4.4.5.1) ;
 - o la participation de 19,67% de la Société dans le capital de Deep Well Oil & Gas a été réévaluée en fonction de son cours de bourse (§ 4.4.5.2) ;
- en l'absence de données prévisionnelles et de visibilité sur leur viabilité, les actifs d'exploration ont été pour partie revalorisés à hauteur des investissements engagés (§ 4.4.6) ;
- à l'exception des emprunts obligataires réévalués à leur valeur nominale, nous n'avons pas modifié la valeur comptable de la dette financière du Groupe, refinancée en 2015.

Le tableau ci-après mentionne, en regard des éléments d'actif et de passif constitutifs de l'actif net consolidé au 30 juin 2016, les méthodes de valorisation que nous avons mises en œuvre pour la détermination de l'ANR à partir de l'ANC.

¹⁵⁹ Activités liées à Ezanga (« **Activité Ezanga** ») et à Mnazi Bay (« **Activité Mnazi Bay** »).

¹⁶⁰ *Commitment Capex*.

M€ - 30/06/2016	VNC	Méthode de valorisation mise en œuvre
Actifs rattachés à des permis en production	245	DCF (éléments d'Ezanga et de Mnazi Bay)
Actifs rattachés à des permis en exploration	65	Capex engagés
Forage	0	VNC
Immobilisations incorporelles	310	
Actifs rattachés à des permis en production	1 419	Discounted cash flow
Actifs rattachés à des permis en exploration	2	Capex engagés
Forage	23	VNC
Autres	1	VNC
Immobilisations corporelles	1 445	
Actifs financiers non courants	5	VNC
Autres actifs non courants	31	DCF (éléments d'Ezanga et de Mnazi Bay)
Maurel & Prom Colombia BV	6	VNC
Seplat	102	Cours de bourse, Objectifs de cours, QP de situation nette
Deep Well Oil & Gas	0	Cours de bourse
Titres mis en équivalence	107	
Impôts différés actifs	30	DCF (éléments d'Ezanga et de Mnazi Bay)
Actif non courant	1 928	
Stocks	3	DCF (éléments d'Ezanga et de Mnazi Bay)
Clients et comptes rattachés	54	DCF (éléments d'Ezanga et de Mnazi Bay)
Autres actifs financiers courants	62	VNC
Autres actifs courants	46	DCF (éléments d'Ezanga et de Mnazi Bay)
Créances d'impôts courants	3	VNC
Trésorerie et équivalents de trésorerie	232	VNC
Actif courant	399	
Participations ne donnant pas le contrôle	0	Discounted cash flow
Provisions pour remise en état des sites	(40)	VNC
Engagements de retraite	(1)	VNC
Autres provisions	(16)	VNC
Provisions courantes et non courantes	(58)	
Emprunts obligataires non courants	(336)	Valeur nominale emprunt obligataire
Autres emprunts et dettes financières non courants	(3)	VNC
Instruments financiers passifs dérivés non courants	(6)	Valeur nominale emprunt obligataire
Impôts différés passifs	(362)	DCF (éléments d'Ezanga et de Mnazi Bay)
Passif non courant	(707)	
Emprunts obligataires courants	(5)	Valeur nominale emprunt obligataire
Autres emprunts et dettes financières courants	(390)	VNC
Fournisseurs et comptes rattachés	(37)	DCF (éléments d'Ezanga et de Mnazi Bay)
Passif d'impôts courants (dettes d'IS)	(10)	VNC
Autres créditeurs et passifs divers courants	(77)	DCF (éléments d'Ezanga et de Mnazi Bay)
Passif courant	(519)	
Actif net consolidé	1 044	

4.4.2. Réévaluation des postes relatifs aux permis Ezanga

Nous avons recherché la valeur d'entreprise de l'activité opérée par Maurel & Prom dans le cadre du CEPP (l'« **Activité Ezanga** ») en actualisant, à compter du 1^{er} juillet 2016, les flux prévisionnels de trésorerie issus de l'agrégation, d'une part, du *Business Plan* Ezanga et, d'autre part, des flux se rapportant à cette activité dans le *Business Plan* Autres Activités.

Cette approche vise à substituer à la valeur nette comptable la juste valeur des immobilisations et du BFR de l'Activité Ezanga.

4.4.2.1. Rappel des principes et modalités d'application de la méthode DCF

La méthode DCF repose sur l'estimation de la valeur de l'actif économique d'une entreprise sur la base des flux de trésorerie d'exploitation disponibles¹⁶¹ générés par son activité, lesquels sont actualisés à un taux correspondant à l'exigence de rendement attendu par les apporteurs de ressources.

Du fait de la durée finie d'exploitation d'un champ pétrolier, les flux ont été considérés jusqu'au terme prévu de la licence d'exploitation¹⁶² ; aucune valeur terminale n'a donc été retenue.

Afin d'obtenir la valeur de marché des fonds propres, est ajoutée à la valeur d'entreprise des activités opérationnelles, le cas échéant, la valeur des actifs hors exploitation, et en est déduit l'endettement financier net. La méthode de l'ANR que nous avons combinée avec la méthode DCF, par construction, n'a pas nécessité ces retraitements.

4.4.2.2. Business Plan Ezanga

Le *Business Plan* Ezanga, mis à jour en juin 2016, s'étend sur la période comprise entre 2016 et 2053 (la « **Période explicite Ezanga** »), et s'appuie pour l'essentiel sur les hypothèses suivantes :

- un renouvellement de la licence du permis d'exploitation pour 20 ans en 2034, soit jusqu'en 2053, en ligne avec les conclusions du rapport d'expertise sur les réserves (le « **Rapport de Réserve Ezanga** ») ; il n'a pas été tenu compte du coût de la négociation avec l'Etat Gabonais pour le renouvellement de la licence Ezanga en 2034 dont la probabilité d'occurrence est élevée, mais qu'il n'est pas possible d'estimer à aujourd'hui ;

¹⁶¹ Résultat d'exploitation net d'impôt, retraité des dotations aux amortissements. Du fait des spécificités du CEPP Ezanga, ce montant équivaut ici à la somme du *Profit Oil* et du *Cost Oil* attribuable à Maurel & Prom, sous déduction de la variation de Besoin en Fonds de Roulement (BFR) et des investissements (Capex).

¹⁶² Après renouvellement.

Ledouble

- un niveau de réserve exploitable cohérent avec le Rapport de Réserve Ezanga, qui, à fin 2015, évalue les réserves 2P de pétrole du site Ezanga à 160 Mb¹⁶³ ;
- un profil de production appliqué aux réserves 2P concordant avec le Rapport de Réserve Ezanga, à la différence près que les volumes de production sont pondérés des probabilités de récupération des réserves (§ 3.4)¹⁶⁴ ;
- une production journalière probabilisée de 24 Kb/j en 2016 ;
- une inflation annuelle de 2,5% sur la Période explicite Ezanga ;
- un niveau moyen de *Brent* de 45 \$ en 2016, 53 \$ en 2017, 68 \$ en 2018, ce prix étant par la suite inflaté au taux de 2,5%.

4.4.2.3. Approche retenue par Ledouble

Nous nous sommes référés au *Business Plan* Ezanga, en ayant préalablement procédé à quelques ajustements :

- certains flux¹⁶⁵ intégrés dans le *Business Plan* Ezanga, mais déjà inclus dans le bilan consolidé au 30 juin 2016, ont été retraités afin d'éviter un doublon dans la valorisation de l'Action ;
- le *Business Plan* Ezanga tient compte d'un profil de production sur des réserves 2P probabilisées et reflète donc une vision théorique sur les possibilités d'extraction. Dans la mesure où le postulat de l'extraction de 100% des réserves 2P présente *a contrario* un caractère optimiste et que les statistiques d'extraction ne peuvent être constatées qu'*ex-post*, nous avons déterminé une fourchette de valeur dont les bornes découlent de ces deux hypothèses et qui, d'un point de vue technique, encadre la situation la plus plausible.

Nous n'avons pas valorisé les réserves P3 au regard de leur proportion marginale dans le total des réserves estimées dans le Rapport de Réserve Ezanga (§ 3.4) qui traduit en définitive une faible probabilité volumétrique, et du niveau des investissements qui seraient nécessaires à la mise en production de ces gisements considérés à ce jour comme seulement potentiels.

¹⁶³ Ce chiffre s'entend post *royalties* et tient compte du *Working Interest* de Maurel & Prom (§ 3.4).

¹⁶⁴ 90% des réserves P1 majorés de 50% des réserves P2.

¹⁶⁵ Notamment, les flux relatifs aux provisions pour remise en état du site et à certains portages de coûts.

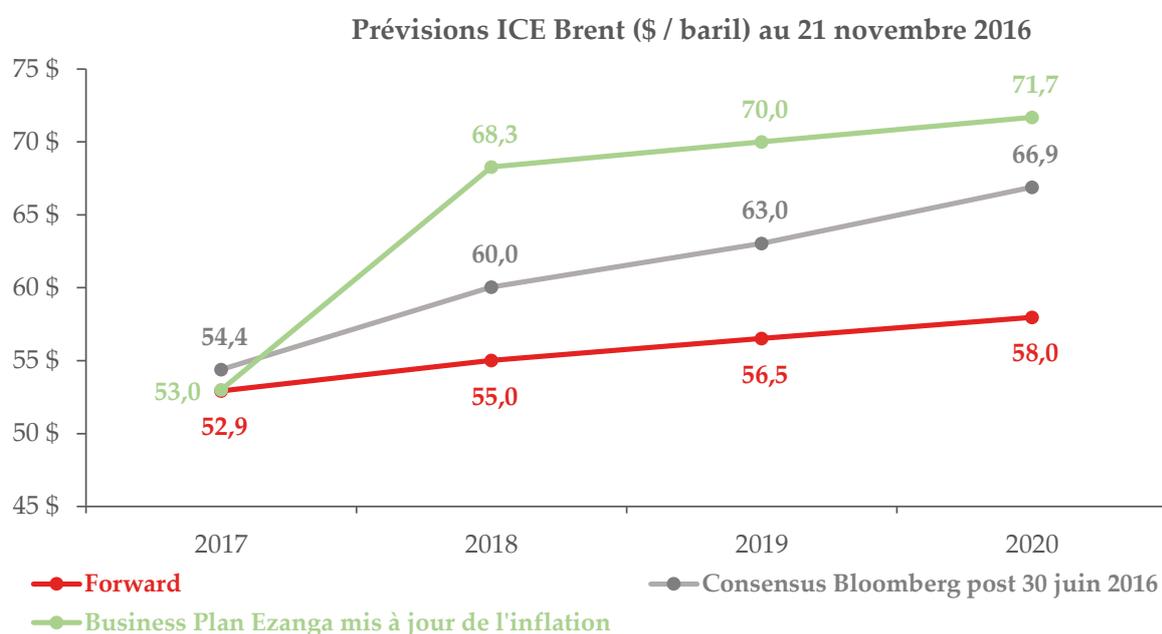
Dans la mesure où le *Business Plan* Ezanga est libellé en USD, et la quasi-intégralité des produits et charges de l'activité étant réalisée dans cette devise, la Société est exposée au risque de change. Nous avons converti en euros les prévisions de trésorerie issues du *Business Plan* Ezanga sur la base du consensus d'analystes¹⁶⁶ :

EUR/USD au 21 novembre 2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Moyenne 6 mois	1,09	1,13	1,15	1,18

Nous avons par ailleurs actualisé les perspectives d'inflation selon les prévisions du Fonds Monétaire International¹⁶⁷ pour les États-Unis en considérant à long-terme une inflation à 2,3% :

FMI	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Inflation annuelle Etats-Unis	2,3%	2,6%	2,5%	2,4%	2,3%

Nous avons retenu les prévisions de *Brent* de la Direction, en les mettant à jour des prévisions d'inflation (FMI).



¹⁶⁶ Moyenne 6 mois des estimations des analystes ; Source : *Bloomberg*.

¹⁶⁷ Source : FMI *World Economic Outlook Database*. [\[En ligne\]](#).

4.4.2.4. Taux d'actualisation

Le coût du capital (*Cost of Capital* ou « **CoC** »), s'appliquant à l'actif économique, a été déterminé directement à partir du beta non endetté d'un échantillon d'une dizaine de sociétés en sus de Maurel & Prom (le « **Panel** ») présentes dans le secteur pétrolier (§ 4.2.1), dont les profils sont présentés en **annexe 7**.

Dans la mesure où la Société est basée en France, où la dette qu'elle a contractée est libellée en euros, et où les flux du *Business Plan* Ezanga ont également été convertis en euros, nous avons déterminé un CoC en utilisant des paramètres liés au marché français, et l'avons majoré d'une prime de risque au titre de l'exposition de Maurel & Prom au Gabon.

Le taux d'actualisation a été estimé en recourant à un beta désendetté¹⁶⁸ moyen du Panel estimé à **0,9** qui, à titre de recoupement avec un indicateur externe, est compatible avec le beta Damodaran de 0,9 sur le secteur « *Oil/Gas (Production and Exploration)* »¹⁶⁹.

Les autres composantes du taux d'actualisation sont les suivantes :

- un taux sans risque de **0,5%** correspondant à la moyenne historique 12 mois des Obligations Assimilables du Trésor à échéance 10 ans (OAT 10 ans)¹⁷⁰ ;
- une prime de risque du marché français estimée à **8,5%**¹⁷¹ ;
- une prime de risque spécifique estimée à **3,1%**. Cette prime a été déterminée en appliquant un forfait de 50% au *Country Risk Premium* (risque pays) du Gabon de **6,3%**¹⁷² ; ce forfait se justifie par la particularité de l'Activité Ezanga qui ne peut être affectée d'un niveau de risque équivalent à celui du pays, dans la mesure où le CEPP est promulgué par décret, et donc encadré contractuellement sur la durée de la licence, et où la production est quasi exclusivement vendue à Total (§ 3.5). Par ailleurs, d'après les informations qui nous ont été communiquées, les conflits politiques dans les zones de production du Groupe ne remettent pas en cause son implantation.

En fonction des paramètres présentés ci-dessus, le taux d'actualisation a été estimé à **11,6%** :

¹⁶⁸ Beta hebdomadaire 5 ans.

¹⁶⁹ Source : Damodaran. *Betas by Sector*. [\[En ligne\]](#).

¹⁷⁰ Source : Banque de France au 21 novembre 2016. [\[En ligne\]](#).

¹⁷¹ Sur la base d'un rendement attendu du marché français estimé à 9,0% (source : Ledouble), qui, sous déduction du taux sans risque de 0,5%, induit une prime de risque de 8,5%.

¹⁷² Source : Damodaran. Prime de risque pays du Gabon par rapport au marché américain de 7,1% ajusté de la prime de risque pays de la France par rapport au marché américain de 0,8%. [\[En ligne\]](#).

Coût du capital	
Taux sans risque	0,5%
Beta désendetté Panel	0,9
Prime de risque	8,5%
Prime de risque spécifique	3,1%
CoC	11,6%

4.4.2.5. Synthèse de la valorisation des postes relatifs aux permis Ezanga

La fourchette de valorisation des postes relatifs aux permis Ezanga en ANR selon l'approche décrite ci-avant (§ 4.4.2.3) est incluse dans la contribution des activités de production en synthèse de la valorisation par l'ANR (§ 4.4.7).

4.4.3. Réévaluation des postes relatifs aux permis de Mnazi Bay

Nous avons recherché la valeur d'entreprise de l'activité opérée par Maurel & Prom dans le cadre du CPP (l'« **Activité Mnazi Bay** ») en actualisant, à compter du 1^{er} juillet 2016, les flux prévisionnels de trésorerie issus exclusivement du *Business Plan* Mnazi Bay, en l'absence de flux se rapportant à cette activité dans le *Business Plan* Autres Activités.

Cette approche vise à substituer à la valeur nette comptable la juste valeur des immobilisations et du BFR de l'Activité Mnazi Bay.

4.4.3.1. Rappel des principes et modalités de la méthode DCF

Nous avons combiné la méthode de l'ANR et la méthode DCF, en suivant une démarche analogue à celle retenue pour valoriser l'Activité Ezanga (§ 4.4.2.1).

Comme pour l'activité pétrolière, la durée d'exploitation d'un champ gazier est finie, et exclut *de facto* le principe de calcul d'une valeur terminale.

4.4.3.2. Business Plan Mnazi Bay

Le *Business Plan* Mnazi Bay, mis à jour en juin 2016, s'étend sur la période comprise entre 2016 et 2056 (la « **Période explicite Mnazi Bay** »), et s'appuie pour l'essentiel sur les hypothèses suivantes :

- un renouvellement de la licence du permis d'exploitation pour 25 ans en 2031, soit jusqu'en 2056, compatible avec les conclusions du rapport d'expertise sur les réserves (le « **Rapport de Réserve Mnazi Bay** »), qui table

néanmoins sur la fin de la rentabilité de l'exploitation de gaz en 2036 ; comme dans le cas d'Ezanga, il n'a pas été tenu compte du coût du renouvellement de la licence Mnazi Bay en 2031 qu'il n'est pas possible d'estimer à aujourd'hui ;

- un niveau de réserve exploitable cohérent avec le Rapport de Réserve Mnazi Bay, qui à fin 2015 évalue les réserves 2P de gaz du site Mnazi Bay à 272 Gpc¹⁷³ ;
- un profil de production appliqué aux réserves 2P en ligne avec le Rapport de Réserve, dont les prévisions s'étendent jusqu'en 2036, à la différence près que le profil de production borne la rentabilité économique de l'exploitation (*cut-off* économique) à 2042¹⁷⁴ ; ce plan de production n'est pas probabilisé¹⁷⁵ et s'applique donc à l'intégralité des réserves 2P certifiées à dire d'expert ;
- un prix de vente du gaz destiné à la centrale de Madimba, qui constitue la principale source d'acheminement du gaz, fixé initialement à 3,07 \$/Mpc inflaté annuellement au taux de 2,5%, et un prix du gaz destiné à la centrale de Mtwara fixé à 5,49 \$/Mpc sur la durée de la licence (§ 3.3.1).

4.4.3.3. Approche retenue par Ledouble

Nous nous sommes référés au *Business Plan* Mnazi Bay, en ayant préalablement ajusté les volumes de production destinés à la centrale de Mtwara en fonction des indications de la Direction ; nous retenons en l'état les autres prévisions.

Nous n'avons pas valorisé les réserves P3 figurant dans le Rapport de Réserve Mnazi Bay (§ 3.4) compte tenu de leur faible probabilité d'existence (10%) et de l'importance des investissements que nécessiterait leur mise en production.

Comme pour le *Business Plan* Ezanga, nous avons converti en euros les prévisions de trésorerie issues du *Business Plan* Mnazi Bay sur la base du consensus d'analystes et actualisé les perspectives d'inflation selon les prévisions du Fonds Monétaire International¹⁷⁶ pour les États-Unis en considérant à long-terme une inflation à 2,3% (§ 4.4.2.3).

¹⁷³ Ce chiffre s'entend post *royalties* et tient compte du *Working Interest* de Maurel & Prom (§ 3.4).

¹⁷⁴ *Versus* 2036 dans le Rapport de Réserve Mnazi Bay, qui prévoit le *cut-off* économique à une échéance plus proche, en raison de la prise en compte de dépenses de démantèlement qui ne figurent pas dans le *Business Plan* Mnazi Bay.

¹⁷⁵ Sur la base des dernières informations dont nous disposons, la probabilisation des réserves (90% des réserves P1 majorées de 50% des réserves P2) conduirait à réduire la valorisation des activités de production de Mnazi Bay d'environ 27 M€ en valeur centrale, soit 0,14 € par action (§ 4.4.7).

¹⁷⁶ Source : FMI *World Economic Outlook Database*. [\[En ligne\]](#).

4.4.3.4. Taux d'actualisation

Le taux d'actualisation a été estimé au CoC s'appliquant à l'actif économique, et ainsi déterminé directement à partir du beta non endetté issu du Panel (§ 4.4.2.4).

Dans la mesure où l'intégralité de l'Activité Mnazi Bay est réalisée en dollars, nous avons déterminé le taux d'actualisation applicable à l'Activité Mnazi Bay selon le même procédé que celui retenu pour l'Activité Ezanga.

Le taux d'actualisation a été estimé en recourant au beta désendetté¹⁷⁷ du Panel de **0,9**. Les autres composantes du taux d'actualisation sont les suivantes :

- un taux sans risque de **0,5%** correspondant à la moyenne historique 12 mois des Obligations Assimilables du Trésor à échéance 10 ans (OAT 10 ans)¹⁷⁸ ;
- une prime de risque du marché français estimée à **8,5%**¹⁷⁹ ;
- une prime de risque spécifique estimée à **3,4%**. Cette prime a été déterminée en appliquant un forfait de 50% au *Country Risk Premium* (risque pays) de la Tanzanie de **6,9%**¹⁸⁰ ; ce forfait se justifie par la particularité de l'Activité Mnazi Bay qui ne peut être affectée d'un niveau de risque équivalent à celui du pays, dans la mesure où la clause de *Take or Pay* (§ 3.5) est censée assurer à l'avenir la stabilité des revenus et où la position d'entrant de Maurel & Prom sur ce marché lui confère une position relativement avantageuse.

En fonction des paramètres présentés ci-dessus, le taux d'actualisation a été estimé à **11,9%** :

Coût du capital	
Taux sans risque	0,5%
Beta désendetté Panel	0,9
Prime de risque	8,5%
Prime de risque spécifique	3,4%
CoC	11,9%

¹⁷⁷ Beta hebdomadaire 5 ans.

¹⁷⁸ Source : Banque de France au 21 novembre 2016. [\[En ligne\]](#).

¹⁷⁹ Sur la base d'un rendement attendu du marché français estimé à **9,0%** (source : Ledouble), qui, sous déduction du taux sans risque de **0,5%**, induit une prime de risque de **8,5%**.

¹⁸⁰ Source : Damodaran. Prime de risque pays de la Tanzanie par rapport au marché américain de 7,6% ajusté de la prime de risque pays de la France par rapport au marché américain de 0,8%.

4.4.3.5. *Synthèse de la valorisation des postes relatifs aux permis Mnazi Bay*

La valorisation des postes relatifs aux permis Mnazi Bay en ANR selon l'approche décrite ci-avant (§ 4.4.3.3) est incluse dans la contribution des activités de production en synthèse de la valorisation par l'ANR (§ 4.4.7).

4.4.4. *Évaluation des frais de holding et des engagements d'investissements*

Nous avons recherché la valeur d'entreprise des frais de holding et des engagements d'investissements (forages, recherches,...) dus au titre des caractéristiques des contrats de licences d'exploration conclus par la Société en actualisant, à compter du 1^{er} juillet 2016, les flux prévisionnels de trésorerie sur la période 2016-2053 issus du *Business Plan Autres Activités*.

Cette approche vise à tenir compte des dépenses futures inhérentes à l'activité de la Société, qui par définition, ne figurent pas dans les comptes consolidés.

4.4.4.1. *Rappel des principes et modalités de la méthode DCF*

Nous avons combiné la méthode de l'ANR et la méthode DCF, en suivant une démarche analogue à celle retenue pour valoriser l'Activité Ezanga (§ 4.4.2.1) et l'Activité Mnazi Bay (§ 4.4.3.1).

Les frais de holding étant reliés à l'activité de la Société, les flux ont été actualisés sur la Période explicite Ezanga qui, étant la plus longue en comparaison de la Période explicite Mnazi Bay, porte jusqu'à son terme des frais de gestion. De même que pour la valorisation des actifs d'exploitation au Gabon et en Tanzanie, aucune valeur terminale n'a été calculée.

4.4.4.2. *Business Plan Autres Activités*

Le *Business Plan Autres Activités*, mis à jour en juin 2016, s'étend sur la période comprise entre 2016 et 2053 (la « **Période explicite Autres Activités** »), et s'appuie pour l'essentiel sur les hypothèses suivantes :

- un montant de frais de holding en 2016 budgété, progressant au rythme d'une inflation de 2,5% sur la Période explicite Autres Activités mais décroissant après plusieurs années à proportion des *operating cash-flow* du Gabon et de la Tanzanie du fait de la diminution de la production ;

- un montant d'engagement de travaux liés aux licences d'exploration correspondant à la meilleure estimation de la Direction.

4.4.4.3. Approche retenue par Ledouble

Nous nous sommes référés au *Business Plan* Autres Activités, en ayant préalablement retraité les éléments de ce plan d'affaires se rattachant à l'Activité Ezanga (§ 4.4.2.3) ainsi que d'autres éléments figurant déjà dans les comptes consolidés au 30 juin 2016.

Selon la même logique que pour le *Business Plan* Ezanga et le *Business Plan* Mnazi Bay, nous avons converti en euros les prévisions de trésorerie issues du *Business Plan* Autres Activités sur la base du consensus d'analystes et ajusté les perspectives d'inflation selon les prévisions du Fonds Monétaire International¹⁸¹ pour la France¹⁸² :

FMI	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Inflation annuelle France	1,0%	1,1%	1,3%	1,5%	1,7%

4.4.4.4. Taux d'actualisation

Le taux d'actualisation appliqué aux flux du *Business Plan* Autres Activités ajusté a été déterminé selon le même procédé que celui retenu pour l'Activité Ezanga et pour l'Activité Mnazi Bay :

- un beta désendetté¹⁸³ du Panel estimé à **0,9** ;
- un taux sans risque de **0,5%** correspondant à la moyenne historique 12 mois des Obligations Assimilables du Trésor à échéance 10 ans (OAT 10 ans)¹⁸⁴ ;
- une prime de risque du marché français estimée à **8,5%**¹⁸⁵ ;
- aucune prime de risque spécifique dans la mesure où les flux sont composés des coûts inhérents à des obligations contractuelles et de frais de holding liés à une activité basée quasi exclusivement en France.

¹⁸¹ Source : FMI *World Economic Outlook Database*. [\[En ligne\]](#).

¹⁸² Les seuls flux impactés par l'inflation dans le *Business Plan* Autres activités retraités des ajustements précités sont constatés en quasi-totalité en France.

¹⁸³ Beta hebdomadaire 5 ans.

¹⁸⁴ Source : Banque de France au 21 novembre 2016. [\[En ligne\]](#).

¹⁸⁵ Sur la base d'un rendement attendu du marché français estimé à **9,0%** (source : Ledouble), qui, sous déduction du taux sans risque de **0,5%**, induit une prime de risque de **8,5%**.

En fonction des paramètres présentés ci-dessus, le taux d'actualisation a été estimé à **8,4%** :

Coût du capital	
Taux sans risque	0,5%
Beta désendetté Panel	0,9
Prime de risque	8,5%
CoC	8,4%

4.4.4.5. Synthèse de la valorisation des frais de holding et des engagements d'investissements

La valorisation des frais de holding et des engagements d'investissements en ANR ressort à **(147 M€)** selon l'approche décrite ci-avant (§ 4.4.4.3).

4.4.5. Valorisation des titres mis en équivalence

4.4.5.1. Valorisation de Seplat

En l'absence de plan d'affaires¹⁸⁶ et de prévisions de distribution de dividendes à long terme, nous n'avons pu mettre en œuvre ni la méthode DCF ni la méthode d'actualisation des dividendes (DDM) pour valoriser la participation détenue dans Seplat, Maurel & Prom, n'ayant, du fait de son statut d'actionnaire minoritaire, qu'un accès limité à l'information de cette société.

À titre alternatif, nous avons envisagé trois approches permettant d'avancer une fourchette de valorisation de Seplat, dans le contexte d'une participation minoritaire :

- la moyenne pondérée des cours de bourse ;
- l'objectif de cours des analystes ;
- la quote-part de situation nette¹⁸⁷ détenue par Maurel & Prom.

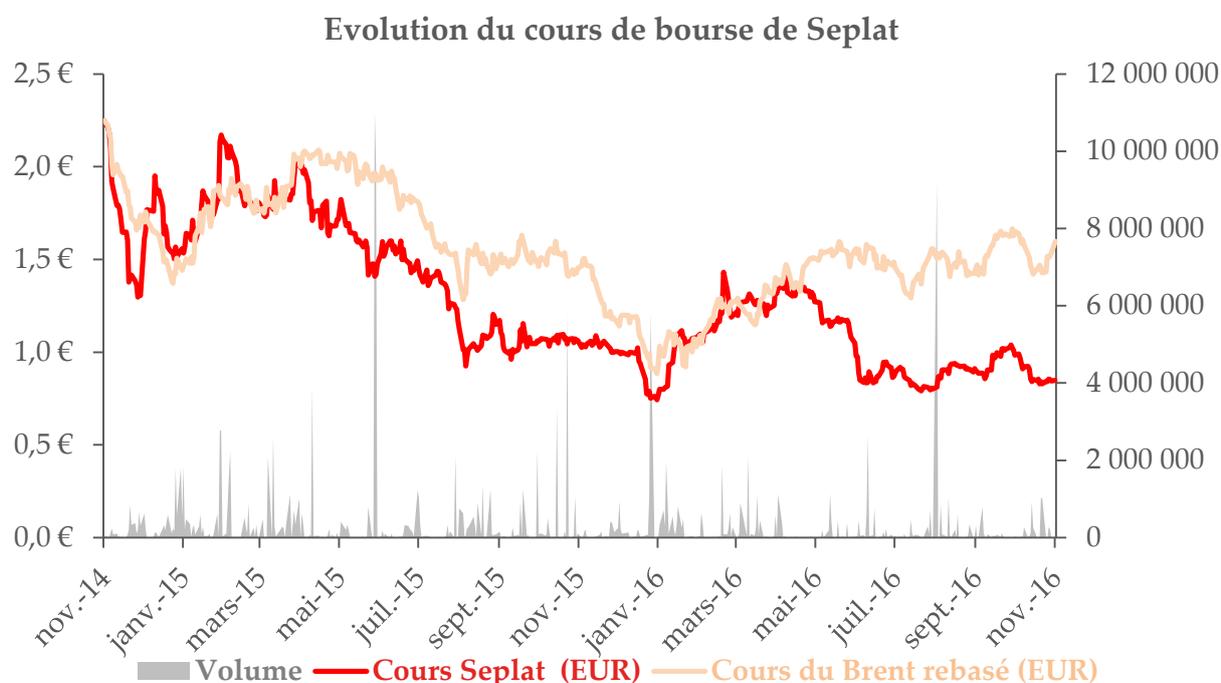
¹⁸⁶ À titre purement indicatif :

- nous avons transposé le plan de production connu lors de la Fusion dont nous avons eu connaissance pour les puits les plus anciens (OML 4, 38 et 41 ; OPL 283), aux réserves certifiées à fin 2014 retraitées de la production en 2015 ;
- les deux puits les plus récents (OML 53 et OML 55, entrés dans les actifs de Seplat en 2015) ont été évalués à leur valeur transactionnelle dans le cadre de la Fusion ; il conviendrait d'en réitérer désormais la valorisation en fonction du dernier profil de production en date, dont nous ne disposons pas.

¹⁸⁷ En l'absence d'autres informations disponibles et exploitables pour la valorisation de Seplat.

(i) Cours de bourse

Maurel & Prom détient une participation, mise en équivalence dans ses comptes consolidés, à hauteur de 21,37% dans le capital de Seplat. Nous présentons ci-après l'évolution du cours de bourse du titre Seplat et du cours du *Brent* rebasé sur les 24 derniers mois à compter du 21 novembre 2016 :



Le tableau ci-après¹⁸⁸ synthétise la moyenne des cours moyens pondérés par les volumes au 21 novembre 2016, sur une période étirée à 12 mois :

Date de référence : 21-nov.-16	CMPV (€)	Quote-Part M&P (M€)
Spot	0,85	102
Moyenne pondérée 1 mois	0,85	102
Moyenne pondérée 3 mois	0,84	102
Moyenne pondérée 6 mois	0,87	105
Moyenne pondérée 12 mois	0,95	115
+ haut 12 mois	1,43	172
+ bas 12 mois	0,74	90

Il ressort de l'analyse boursière que l'action Seplat évolue dans une fourchette de cours moyens pondérés par les volumes de 0,84 € à 0,95 € durant les 12 derniers mois de négociation.

¹⁸⁸ Source : Bloomberg.

Sur la base d'un flottant relativement liquide¹⁸⁹, près de la moitié des volumes de titres ont été échangés au cours des douze derniers mois.

Sur un nombre de 120,4 millions de titres Seplat détenus par Maurel & Prom, la valorisation boursière de la participation de Maurel & Prom dans Seplat se situe dans une fourchette comprise entre **102 M€** et **115 M€** ; nous retenons *in fine* la borne haute de cette fourchette correspondant à la moyenne pondérée 12 mois des cours de bourse de Seplat.

(ii) *Objectifs de cours*

Nous présentons ci-après, sur les 6 derniers mois écoulés, l'évolution des cours cibles publiés par les analystes en charge du suivi du titre Seplat, dont la couverture par les *brokers* s'avère satisfaisante :

Broker	Date	Recommandation	Cours cible (€)
Vetiva	14-nov.-16	Vendre	0,83
RBC Capital Markets	4-nov.-16	Acheter	1,35
ARM Securities	31-oct.-16	Vendre	0,84
SBG Securities	31-oct.-16	Acheter	1,26
GMP FirstEnergy	27-oct.-16	Vendre	0,78
Pareto Securities	5-oct.-16	Acheter	1,71
Chapel Hill Denham	14-sept.-16	Vendre	0,56
EVA Dimensions	6-août-16	Alléger	na
Citi	29-juil.-16	Acheter	1,36
CardinalStone	26-juil.-16	Vendre	0,82
FBNQuest	4-juil.-16	Acheter	1,39
BoAML	20-juin-16	Acheter	1,49
Renaissance Capital	8-avr.-16	Acheter	1,43
Mediane			1,30

Nous avons converti les objectifs de cours de bourse en euros au taux *spot* de la date de publication des notes d'analystes.

Sur un nombre de titres de Seplat détenus par Maurel & Prom de 120,4 millions d'actions, et par référence à la médiane des objectifs de cours des six derniers mois, la participation de Maurel & Prom dans Seplat est ainsi valorisée à **157 M€**.

¹⁸⁹ Représentant à titre indicatif près de 30% du capital ; Source : *Bloomberg*.

(iii) Quote-part de situation nette détenue par Maurel & Prom

L'Actif Net Comptable consolidé¹⁹⁰ de Seplat au 30 juin 2016 s'élève à 1.330 M\$¹⁹¹ soit 1.254 M€¹⁹². La participation de 21,37% détenue par Maurel & Prom au capital de Seplat lui confère une quote-part de situation nette de **269 M€**¹⁹³.

Au terme de nos travaux et de nos échanges avec la Direction de Seplat et de Maurel & Prom, nous ne disposons pas d'éléments qui nous permettraient d'écarter cette valeur, que nous retenons en borne haute de notre fourchette d'évaluation de la participation de Maurel & Prom dans Seplat.

(iv) Synthèse de la valorisation de Seplat

Les différentes approches envisagées pour valoriser la participation de Maurel & Prom dans Seplat font ressortir une fourchette de valeur entre **115 M€** et **269 M€** que nous intégrons dans l'ANR.

4.4.5.2. Valorisation de Deep Well Oil & Gas

Maurel & Prom détient une participation, mise en équivalence dans ses comptes consolidés, à hauteur de 19,67% dans le capital de Deep Well Oil & Gas.

Deep Well Oil & Gas a comme principal actif une participation de 25% dans le permis d'exploration de *Sawn Lake*, que Maurel & Prom détient également en direct à hauteur de 25%.

Le tableau ci-dessous¹⁹⁴ synthétise la moyenne des cours pondérés par les volumes au 21 novembre 2016, sur une période étirée à 12 mois :

¹⁹⁰ Part du groupe, tel qu'approuvé par les commissaires aux comptes.

¹⁹¹ Source : *Half yearly results* 2016, p. 12. [\[En ligne\]](#).

¹⁹² Après conversion au taux *spot* EUR/USD au 21 novembre 2016 = 1,061€.

¹⁹³ Sur la base de l'Actif Net Comptable consolidé non audité de Seplat au 30 septembre 2016, d'un montant de 1.297 M\$, cette quote-part de situation nette s'élèverait à 263 M€ ; Source : *Interim management statement and consolidated interim financial results*, p. 8. [\[En ligne\]](#).

¹⁹⁴ Source : *Bloomberg*.

Date de référence : 21-nov.-16	CMPV Quote-Part	
	(€)	M&P (M€)
Spot	0,04	1,8
Moyenne pondérée 1 mois	0,04	1,9
Moyenne pondérée 3 mois	0,03	1,5
Moyenne pondérée 6 mois	0,04	1,6
Moyenne pondérée 12 mois	0,03	1,5
+ haut 12 mois	0,08	3,4
+ bas 12 mois	0,02	0,9

Il ressort de l'analyse boursière que l'action Deep Well Oil & Gas évolue dans une fourchette de cours moyens pondérés par les volumes de 0,03 € à 0,04 € durant les 12 derniers mois de négociation.

Sur la base d'un flottant qui représente près de la moitié du capital, moins de 5% des volumes de titres ont été échangés au cours des douze derniers mois.

Au regard de la faible rotation du flottant, la valorisation de Deep Well Oil & Gas par le cours de bourse est à relativiser, mais reste néanmoins le seul indicateur de valeur disponible, en l'absence de publication de comptes depuis le 30 juin 2015.

Sur un nombre de 229,4 millions de titres en circulation, la valorisation boursière de la participation de Maurel & Prom dans Deep Well Oil & Gas se situe dans une fourchette comprise entre **1,5 M€** et **1,9 M€** que nous intégrons dans l'ANR.

4.4.6. Valorisation des activités d'exploration

Au vu de l'inventaire des actifs d'exploration (§ 3.3) et des dépréciations dont ils ont fait l'objet (§ 3.7.2.1), nous nous sommes interrogés sur leur valeur réelle dans les conditions de marché actuelles.

À l'issue de nos entretiens avec la Direction technique du Groupe en présence des ingénieurs *Réservoir* de Natixis¹⁹⁵, nous retenons que la valeur nette comptable de **67 M€**¹⁹⁶ des investissements consacrés à l'exploration au 30 juin 2016 (§ 3.7.2.1) peut être assimilée à leur valeur économique, à relier aux données sismiques, acquises ou collectées par Maurel & Prom, susceptibles de présenter une valeur de revente à d'éventuels autres opérateurs.

¹⁹⁵ En sa qualité de conseil du Comité des Indépendants.

¹⁹⁶ Cette valeur est retenue en hypothèse basse dans la valorisation par l'ANR (§ 4.4.7).

Ledouble

Compte tenu du potentiel d'exploration au Canada, et au vu de l'avancement des démarches pour l'obtention d'autorisations de forage (*Anticosti*¹⁹⁷) et des démonstrations de viabilité technique (*Sawn Lake*), nous avons majoré à concurrence des investissements correspondant à ces projets¹⁹⁸ la valeur des activités d'exploration, en en portant le montant total à **92 M€**¹⁹⁹.

¹⁹⁷ Le projet *Anticosti* est détaillé en lien externe sur le site d'information de Maurel & Prom. [\[En ligne\]](#).

¹⁹⁸ 25 M€ au 30 juin 2016.

¹⁹⁹ Cette valeur est retenue en hypothèse haute dans la valorisation par l'ANR (§ 4.4.7).

4.4.7. Synthèse de la valorisation par l'Actif Net Réévalué

Les valeurs de l'Action découlant de la mise en œuvre de la valorisation par l'ANR sont présentées ci-après²⁰⁰ :

M€	Hypothèse basse	Hypothèse haute
Actif net consolidé au 30 juin 2016	1 044	1 044
Immobilisations incorporelles Ezanga/Mnazi Bay	(245)	(245)
Immobilisations corporelles Ezanga/Mnazi Bay	(1 419)	(1 419)
Titres mis en équivalence (Seplat, Deep Well Oil & Gas)	(102)	(102)
Impôts différés actifs	(30)	(30)
Autres actifs Ezanga/Mnazi Bay	(101)	(101)
Intérêts minoritaires	(0)	(0)
Impôts différés passifs	362	362
Dette obligataire bilan	341	341
Instruments financiers passifs dérivés non courants	6	6
Dette obligataire réévaluée	(368)	(368)
Autres passifs Ezanga/Mnazi Bay	50	50
Retraitements effectués sur l'ANC	(1 506)	(1 506)
Activités de production (Mnazi Bay - Ezanga)	1 140	1 458
Autres Activités	(147)	(147)
Seplat	115	269
Deep Well Oil & Gas	1	2
Ajustement exploration	-	25
Actif réévalué	1 109	1 607
Actif net réévalué	647	1 145
Actif net réévalué par action (€)	3,39	6,00

- **hypothèse basse** : volumes de production pondérés des probabilités inhérentes aux réserves 2P pour Ezanga, valeurs boursières pour les participations détenues dans Seplat et Deep Well Oil & Gas ;
- **hypothèse haute** : volumes de production non pondérés des probabilités inhérentes aux réserves 2P pour Ezanga, quote-part de situation nette pour la participation dans Seplat, valeur boursière pour la participation détenue dans Deep Well Oil & Gas, réévaluation du montant bilanciel lié à l'exploration à concurrence de 25 M€.

²⁰⁰ Nous précisons que la contribution des activités de production (Ezanga / Mnazi Bay) à l'ANR ne porte que sur les éléments susceptibles d'être substitués aux immobilisations incorporelles et corporelles rattachées à ces activités, incluses dans l'actif net consolidé au 30 juin 2016 ; par construction, la fourchette de 1.140 M€ à 1.458 M€ au titre de ces activités est à considérer en dehors de toute considération d'endettement.

Nous présentons par ailleurs, à titre informatif, la sensibilité de la valeur de l'Action, découlant de ces deux hypothèses, aux paramètres suivants :

- taux d'actualisation et perspectives du cours du Brent en 2018²⁰¹ ;
- taux d'actualisation et taux de change EUR/USD fixé à partir de 2019²⁰² ;
- inflation fixée à partir de 2021²⁰³ et taux de change EUR/USD fixé à partir de 2019.

Nous précisons que l'écart entre les résultats des deux séries d'hypothèses s'explique notamment par l'incidence de l'application, ou non, de la pondération par les probabilités²⁰⁴ des volumes de production 2P de l'Activité Ezanga :

Valeur des capitaux propres Maurel et Prom

Hypothèse basse						Hypothèse haute							
Sensibilité au taux d'actualisation et au cours du Brent													
WACC													
Brent (\$/b)	M€	-1pt	-0,5pt	Central	+0,5pt	+1pt	Brent (\$/b)	M€	-1pt	-0,5pt	Central	+0,5pt	+1pt
	80	964	924	884	850	815		80	1 267	1 225	1 184	1 148	1 112
74	837	801	765	735	704	74	1 247	1 206	1 164	1 129	1 093		
68	711	679	647	620	593	68	1 227	1 186	1 145	1 110	1 074		
62	584	556	528	505	482	62	1 206	1 165	1 124	1 089	1 054		
56	455	432	408	389	368	56	1 185	1 144	1 103	1 068	1 033		
Sensibilité au taux d'actualisation et au taux de change													
WACC						WACC							
EUR/USD	M€	-1pt	-0,5pt	Central	+0,5pt	+1pt	EUR/USD	M€	-1pt	-0,5pt	Central	+0,5pt	+1pt
	1,08	781	747	714	683	654		1,08	1 242	1 200	1 160	1 123	1 087
1,13	743	710	679	649	621	1,13	1 233	1 192	1 152	1 115	1 079		
1,18	708	677	647	618	591	1,18	1 225	1 184	1 145	1 108	1 072		
1,23	677	646	617	590	564	1,23	1 218	1 177	1 138	1 101	1 066		
1,28	647	618	590	564	538	1,28	1 211	1 171	1 132	1 095	1 060		
Sensibilité à l'inflation et au taux de change													
Inflation						Inflation							
EUR/USD	M€	+1pt	+0,5pt	Central	-0,5pt	-1pt	EUR/USD	M€	+1pt	+0,5pt	Central	-0,5pt	-1pt
	1,08	749	731	714	698	681		1,08	1 278	1 253	1 230	1 207	1 185
1,13	713	696	679	663	648	1,13	1 231	1 208	1 185	1 164	1 143		
1,18	679	663	647	632	617	1,18	1 189	1 166	1 145	1 124	1 104		
1,23	648	633	617	603	589	1,23	1 150	1 128	1 108	1 088	1 069		
1,28	620	605	590	576	563	1,28	1 114	1 093	1 073	1 054	1 036		

²⁰¹ Jusqu'en 2017 (inclus), le cours du Brent est celui du Business Plan Ezanga ; au-delà, celui-ci est fixé en fonction des hypothèses figurant dans la table de sensibilité.

²⁰² Jusqu'en 2018 (inclus), nous tenons compte du consensus Bloomberg sur la parité EUR/USD ; au-delà le taux de change EUR/USD est fixé en fonction des hypothèses figurant dans la table de sensibilité.

²⁰³ Jusqu'en 2020 (inclus), nous tenons compte des prévisions du FMI ; au-delà, l'inflation est fixée en fonction des hypothèses figurant dans la table de sensibilité.

²⁰⁴ P1 : 90% ; P2 : 50%.

Valeur par action Maurel et Prom

Hypothèse basse

Hypothèse haute

Sensibilité au taux d'actualisation et au cours du Brent

		WACC				
		-1pt	-0,5pt	Central	+0,5pt	+1pt
Brent (\$/b)	80	5,05€	4,84€	4,63€	4,45€	4,27€
	74	4,39€	4,20€	4,01€	3,85€	3,69€
	68	3,72€	3,56€	3,39€	3,25€	3,11€
	62	3,06€	2,91€	2,77€	2,65€	2,52€
	56	2,38€	2,26€	2,14€	2,04€	1,93€

		WACC				
		-1pt	-0,5pt	Central	+0,5pt	+1pt
Brent (\$/b)	80	6,64€	6,42€	6,20€	6,01€	5,83€
	74	6,53€	6,32€	6,10€	5,91€	5,73€
	68	6,43€	6,21€	6,00€	5,81€	5,63€
	62	6,32€	6,10€	5,89€	5,71€	5,52€
	56	6,21€	5,99€	5,78€	5,60€	5,41€

Sensibilité au taux d'actualisation et au taux de change

		WACC				
		-1pt	-0,5pt	Central	+0,5pt	+1pt
EUR/USD	1,08	4,09€	3,91€	3,74€	3,58€	3,42€
	1,13	3,89€	3,72€	3,56€	3,40€	3,25€
	1,18	3,71€	3,55€	3,39€	3,24€	3,10€
	1,23	3,54€	3,39€	3,23€	3,09€	2,95€
	1,28	3,39€	3,24€	3,09€	2,95€	2,82€

		WACC				
		-1pt	-0,5pt	Central	+0,5pt	+1pt
EUR/USD	1,08	6,50€	6,29€	6,08€	5,88€	5,69€
	1,13	6,46€	6,24€	6,04€	5,84€	5,65€
	1,18	6,42€	6,20€	6,00€	5,80€	5,62€
	1,23	6,38€	6,17€	5,96€	5,77€	5,58€
	1,28	6,35€	6,13€	5,93€	5,74€	5,55€

Sensibilité à l'inflation et au taux de change

		Inflation				
		+1pt	+0,5pt	Central	-0,5pt	-1pt
EUR/USD	1,08	3,92€	3,83€	3,74€	3,65€	3,57€
	1,13	3,73€	3,64€	3,56€	3,47€	3,39€
	1,18	3,56€	3,47€	3,39€	3,31€	3,23€
	1,23	3,40€	3,31€	3,23€	3,16€	3,08€
	1,28	3,25€	3,17€	3,09€	3,02€	2,95€

		Inflation				
		+1pt	+0,5pt	Central	-0,5pt	-1pt
EUR/USD	1,08	6,69€	6,57€	6,44€	6,32€	6,21€
	1,13	6,45€	6,33€	6,21€	6,10€	5,99€
	1,18	6,23€	6,11€	6,00€	5,89€	5,78€
	1,23	6,02€	5,91€	5,80€	5,70€	5,60€
	1,28	5,84€	5,73€	5,62€	5,52€	5,43€

Nos analyses de sensibilité ont été réalisées avec des modèles conçus pour variabiliser les paramètres dans le contexte de marché actuel, de sorte que la fiabilité de la mesure reste attachée aux valeurs les plus proches des valeurs centrales.

En définitive, nous retenons l'intervalle de valeurs centrales de l'Action en ANR de **3,39 € à 6,00 €**²⁰⁵ encadrant le Prix d'Offre de l'Action de 4,20 € et le Prix d'Offre de l'Action avec Complément de Prix de 4,70 €.

²⁰⁵ Pour mémoire, sur la base des dernières informations dont nous disposons, la probabilisation des réserves (90% des réserves P1 majorées de 50% des réserves P2) conduirait à réduire la valorisation des activités de production de Mnazi Bay d'environ 27 M€ en valeur centrale, soit 0,17 € par action ; nous n'avons toutefois pas retenu cette hypothèse en ce qui concerne la Tanzanie (§ 4.4.3.2).

5. ÉVALUATION DU COMPLÉMENT DE PRIX

L'Initiateur s'engage à verser dans le cadre de l'Offre, et le cas échéant, de l'Offre Réouverte, le Complément de Prix si la Condition est satisfaite *i.e.* si, entre le 1^{er} janvier 2017 (inclus) et le 31 décembre 2017 (inclus), le Prix du *Brent* (le « **Sous-Jacent** ») est supérieur à 65 \$ par baril durant l'ensemble des jours de cotation sur une période de 90 jours calendaires ; si la Condition n'était pas réalisée au 31 décembre 2017, le Complément de Prix ne serait pas dû.

Il est précisé à ce titre que :

- le Prix du *Brent* correspond, pour un jour de cotation donné, au prix de référence exprimé en USD, des contrats à terme (*futures*) ICE Brent Crude (*spot*) tel que publié pour chaque jour de cotation par ICE²⁰⁶ pour le contrat ayant la date d'expiration la plus proche suivant la date d'observation ;
- les bénéficiaires du Complément de Prix sont Pacifico et les actionnaires de la Société qui auront apporté à l'Offre ou, le cas échéant, à l'Offre Réouverte ;
- le droit à Complément de Prix n'est pas négociable ni monétisable, et ne peut être transféré que dans des cas limités et individuels (succession ou donation) ;
- le Complément de Prix fera l'objet d'une procédure d'enregistrement.

5.1. Modélisation du Complément de Prix

La méthode Monte-Carlo que nous avons retenue est fréquemment employée pour déterminer la valeur de produits complexes. L'intérêt de cette méthode est justifié par la loi des grands nombres, qui implique que les caractéristiques d'un échantillon aléatoire convergent vers les caractéristiques statistiques de la population²⁰⁷ à mesure que la taille de l'échantillon augmente.

La démarche que nous avons mise en œuvre a ainsi consisté à générer un grand nombre de trajectoires possibles de la valeur du Sous-Jacent et à vérifier, pour chacune des trajectoires, si la Condition était satisfaite.

²⁰⁶ <https://www.theice.com/index>

²⁰⁷ Les paramètres de notre modèle interne de valorisation reposent sur l'observation du rendement historique du Sous-Jacent, qui ne préjuge pas de son évolution future.

Les principales données d'entrée de notre modèle correspondent :

- à la valeur *spot* du Sous-Jacent²⁰⁸ au 21 novembre 2016, soit 48,9 \$;
- à la volatilité annuelle du rendement du Sous-Jacent²⁰⁹.

5.2. Fourchette d'évaluation du Complément de Prix

Nous présentons, ci-après, la synthèse de nos résultats sous la forme d'une table de sensibilité de la valeur du Complément de Prix à la volatilité du Sous-Jacent :

Volatilité du future ICE Brent	35,0%	37,5%	40,0%	42,5%	45,0%
Probabilité du versement	12%	13%	15%	16%	16%
Valeur du complément de prix	0,06 €	0,07 €	0,07 €	0,08 €	0,08 €

5.3. Synthèse

Sur la base des hypothèses décrites *supra*, et à titre indicatif, nous estimons que la valeur théorique du Complément de Prix est comprise entre **0,06 €** et **0,08 €**.

Nous précisons que cette valorisation ne saurait être assimilée au Complément de Prix en tant que tel, dont le principe de versement est binaire : **0 €** ou **0,50 €**, la probabilité d'obtenir ce Complément de Prix étant estimée en définitive dans une fourchette de **12%** à **16%**.

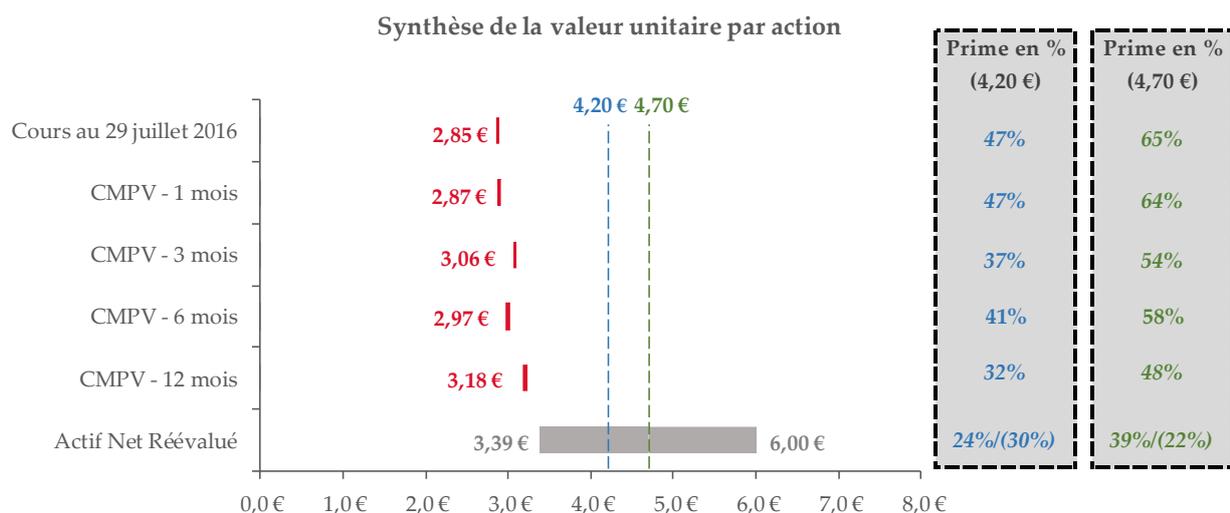
La valorisation de l'Action en ANR intègre un cours du *Brent* à compter de 2018 sensiblement supérieur au consensus, lequel s'étend jusqu'à 2020 ; s'agissant de 2017, les prévisions auxquelles nous nous référons, aux alentours de 53 \$, globalement en ligne avec le marché à 54,4 \$ (§ 4.4.2.3), apparaissent en retrait par rapport au Prix du *Brent* stipulé dans la Condition. On peut dès lors considérer que le Complément de Prix ne serait que la contrepartie, accordée par l'Initiateur à l'actionnaire dont les titres sont visés par l'Offre, d'une remontée du cours du *Brent* plus rapide que prévu.

²⁰⁸ Ticker *Bloomberg* : C01 Cmdty.

²⁰⁹ Nous avons considéré une volatilité du Sous-Jacent comprise entre 35 % (période d'observation historique de 20 ans) et 45 % (période d'observation historique de 1 an, caractérisée par une forte volatilité).

6. SYNTHÈSE DE LA VALORISATION MULTICRITÈRE DE L'ACTION

Les valeurs obtenues à l'issue de notre évaluation multicritère de l'Action sont résumées dans le tableau ci-dessous, mentionnant le niveau de prime induit par le Prix d'Offre de l'Action de **4,20 €** et le Prix d'Offre de l'Action avec Complément de Prix de **4,70 €**, sur l'ensemble des critères d'évaluation que nous avons retenus :



Le Prix d'Offre de l'Action et le Prix d'Offre de l'Action avec Complément de Prix extériorisent une prime significative sur les cours moyens pondérés par les volumes observés depuis un an ; dès lors, l'Offre permet de monétiser l'Action dans des conditions que nous estimons favorables. Les bornes de l'Actif Net Réévalué encadrent ces deux composantes de l'Offre, dont nous rappelons par ailleurs le caractère volontaire ; nous précisons à toutes fins utiles que l'appréciation du Prix d'Offre de l'Action et du Prix d'Offre de l'Action avec Complément de Prix ne peut relever d'une moyenne entre les bornes de la fourchette de valorisation de l'Action en Actif Net Réévalué.

Dans le contexte actuel du marché pétrolier, nous considérons qu'au regard de notre évaluation multicritère, le Prix d'Offre de l'Action majoré le cas échéant du Complément de Prix ne porte pas atteinte aux intérêts de l'actionnaire souhaitant bénéficier de la liquidité qui lui est proposée.

Ce constat ne préjuge pas de l'évolution possible de l'Action si le cours du pétrole rejoignait les niveaux historiques antérieurs à 2015.

7. EVALUATION DES ORNANES

Le Groupe a émis le 6 juin 2014 un emprunt obligataire d'un montant de **253 M€** portant sur 14.658.169 ORNANES à échéance 1^{er} juillet 2019, pour une valeur d'exercice unitaire de **17,26 €** (pied de coupon), assortie d'un coupon à 1,625% payable tous les six mois.

Le Groupe a émis le 12 mai 2015 un autre emprunt obligataire d'un montant de **115 M€** portant sur 10.435.571 ORNANES à échéance 1^{er} juillet 2021, pour une valeur d'exercice unitaire de **11,02 €** (pied de coupon), assortie d'un coupon à 2,75% payable tous les six mois.

Les contrats d'émission des ORNANES comportent, tant pour les ORNANES 2019 que pour les ORNANES 2021, une clause de changement de contrôle reconnaissant à tout porteur la faculté d'en exiger le remboursement anticipé en espèces en cas de changement de contrôle de la Société.

Après avoir rappelé le contexte d'émission et les principales caractéristiques des ORNANES (§ 7.1), nous présentons successivement²¹⁰ :

- la référence au cours de bourse des ORNANES (§ 7.2) ;
- notre estimation de la valeur des ORNANES au taux de conversion ajusté en cas d'offre publique (§ 7.3) ;
- notre estimation de la valeur théorique des ORNANES (§ 7.4) ;
- les modalités de remboursement anticipé des ORNANES en cas de changement de contrôle (§ 7.5) ;
- la synthèse de nos travaux d'évaluation des ORNANES (§ 7.6).

7.1. Contextes d'émission et caractéristiques des ORNANES

7.1.1. ORNANES 2019

L'émission des ORNANES 2019 a été lancée par la Société le 6 juin 2014, pour un montant total initial d'environ 220 M€, porté à **253 M€** du fait de l'exercice en totalité de l'option de sur-allocation qui avait été consentie aux chefs de file – teneurs de livre associés.

²¹⁰ Au 21 novembre 2016.

Cette émission avait pour objectif de permettre le refinancement de l'endettement de la Société et le rallongement de sa maturité par le biais de l'amortissement des Obligations à option de Conversion et/ou d'Échange en Actions Nouvelles ou Existantes (« OCEANES ») qui venaient à échéance le **31 juillet 2014** (« OCEANES 2014 »).

Les ORNANES 2019, venant à échéance le 1^{er} juillet 2019, ont été admises aux négociations sur le marché libre de la bourse de Francfort (*Freiverkehr*) le 11 juin 2014 ; d'une valeur nominale unitaire de **17,26 €**, elles portent intérêt à un taux nominal annuel égal à **1,625%**, payable semestriellement (§ 2.2).

Les termes et conditions des ORNANES 2019 prévoient des options de remboursement anticipé et de conversion sous certaines conditions, au bénéfice, d'une part, de la Société et, d'autre part, des porteurs. En particulier, il est prévu :

- le remboursement anticipé, au gré des porteurs des obligations, en cas de changement de contrôle, au pair majoré des intérêts courus (§ 7.5) ;
- une option de conversion attribuée aux porteurs, leur octroyant un droit à l'attribution d'actions exerçable à tout moment²¹¹ selon un taux de conversion égal, à la date d'émission, à **une** action de la Société par obligation, susceptible d'être ajusté pour la préservation des droits des porteurs d'obligations, notamment en cas d'offre publique (§ 7.3). En cas d'exercice de ce droit, les porteurs recevraient, au choix de la Société, un montant payable en numéraire et/ou en actions nouvelles et/ou existantes ;
- le remboursement au pair majoré des intérêts courus, de manière anticipée à l'initiative de la Société à compter du 1^{er} août 2017 et jusqu'à l'échéance, si la moyenne arithmétique, calculée sur 20 jours de bourse consécutifs parmi les 40 jours de bourse qui précèdent la parution de l'avis de remboursement anticipé, (i) des produits des premiers cours cotés de l'action de la Société constatés sur Euronext Paris et (ii) du taux de conversion en vigueur excède 130 % de la valeur nominale (§ 7.4).

7.1.2. ORNANES 2021

L'émission des ORNANES 2021 a été lancée par la Société le 12 mai 2015, pour un montant total initial d'environ 100 M€, porté à **115 M€** du fait de l'exercice en totalité de la clause d'extension par la Société.

²¹¹ Jusqu'au 18^{ème} jour de bourse (exclu) précédant la date d'échéance des ORNANES 2019.

Cette émission avait pour objectif de permettre le refinancement de l'endettement de la Société et le rallongement de sa maturité par le biais de l'amortissement des OCEANES qui venaient à échéance le **31 décembre 2015** (§ 3.6).

Les ORNANES 2021, venant à échéance le 1^{er} juillet 2021, ont été admises aux négociations sur le marché Euronext Paris le 15 mai 2015 ; d'une valeur nominale unitaire de **11,02 €**, elles portent intérêt à un taux nominal annuel égal à **2,75%**, payable semestriellement.

Les termes et conditions des ORNANES 2021 prévoient des options de remboursement anticipé et de conversion sous certaines conditions, au bénéfice, d'une part, de la Société et, d'autre part, des porteurs. En particulier, il est prévu :

- le remboursement anticipé, au gré des porteurs des obligations, en cas de changement de contrôle, au pair majoré des intérêts courus (§ 7.5) ;
- une option de conversion attribuée aux porteurs, leur octroyant un droit à l'attribution d'actions exerçable à tout moment²¹² selon un taux de conversion égal, à la date d'émission, à **une** action de la Société par obligation, susceptible d'être ajusté pour la préservation des droits des porteurs d'obligations, notamment en cas d'offre publique (§ 7.3). En cas d'exercice de ce droit, les porteurs recevraient, au choix de la Société, un montant payable en numéraire et/ou en actions nouvelles et/ou existantes ;
- le remboursement au pair majoré des intérêts courus de manière anticipée à l'initiative de la Société à compter du 1^{er} février 2019 et jusqu'à l'échéance, si la moyenne arithmétique, calculée sur 20 jours de bourse consécutifs parmi les 40 jours de bourse qui précèdent la parution de l'avis de remboursement anticipé, (i) des produits des premiers cours cotés de l'action de la Société constatés sur Euronext Paris et (ii) du taux de conversion en vigueur excède 130 % de la valeur nominale (§ 7.4).

En définitive, les contrats d'émission des ORNANES 2019 et des ORNANES 2021 sont conçus de façon symétrique.

²¹² Jusqu'au 18^{ème} jour de bourse (exclu) précédant la date d'échéance des ORNANES 2021.

7.1.3. Synthèse des caractéristiques des ORNANES

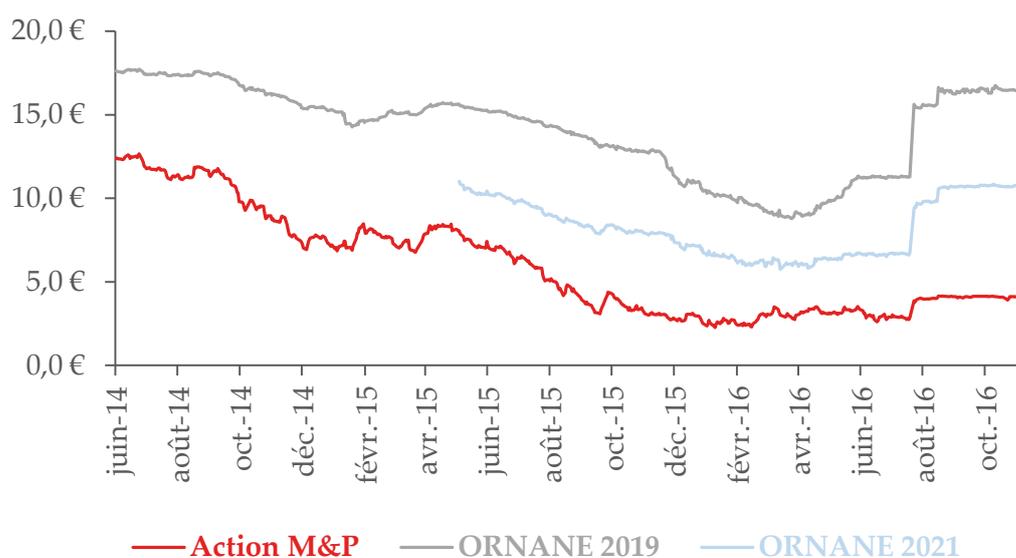
Le tableau récapitulatif ci-après résume les principales caractéristiques des ORNANES :

Synthèse des caractéristiques des ORNANES		
Caractéristiques	ORNANES 2019	ORNANES 2021
Caractéristiques générales		
Code ISIN	FR0011973577	FR0012738144
Date d'émission	11-juin-14	15-mai-15
Date d'échéance	1-juil.-19	1-juil.-21
Nominal (pair)	17,26	11,02
Remboursement à la date d'échéance	au pair	au pair
Coupon	1,675%	2,750%
Remboursement anticipé		
En cas de changement de contrôle, au gré des porteurs	Pair + intérêts courus	Pair + intérêts courus
En cas de variation significative du cours de l'action, au gré de la Société	Pair + intérêts courus	Pair + intérêts courus
Droit de conversion		
Taux de conversion à l'émission	1/1	1/1
Taux de conversion au 1er août 2016	1/1	1/1

7.2. Référence au cours de bourse

Nous présentons ci-dessous l'évolution du cours²¹³ des ORNANES depuis leur première cotation, par rapport au cours de l'Action (Action M&P) :

Evolution du cours des ORNANES

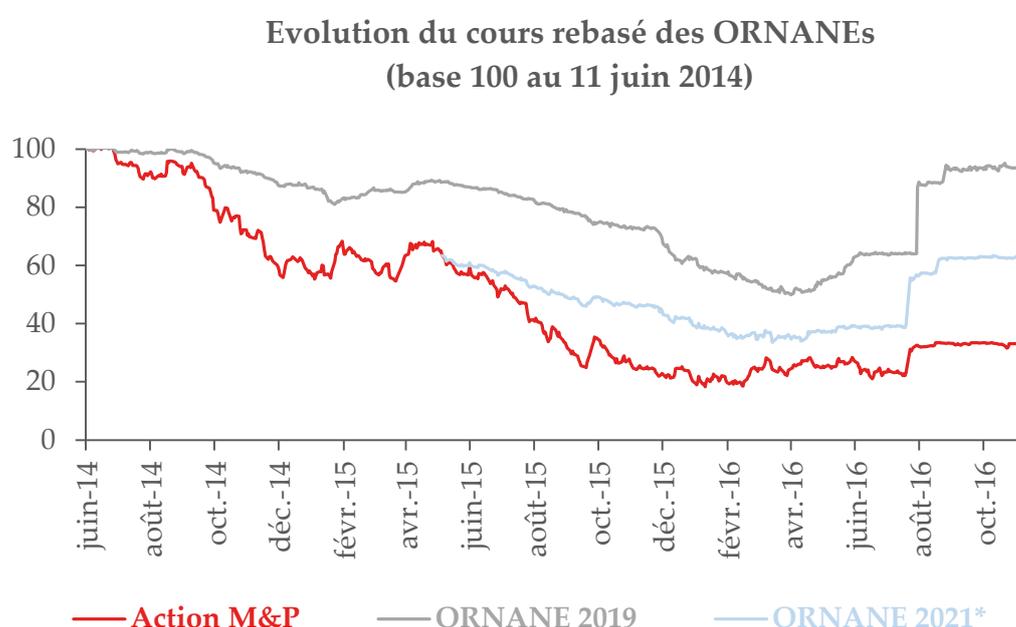


²¹³ Nous ne disposons pas des données relatives aux volumes de transactions, les ORNANES étant échangées sur un marché de gré à gré (« Over The Counter » ou OTC). Les cours que nous présentons sont ceux publiés par *Bloomberg* ; ils correspondent aux moyennes des prix d'offre (*Bid*) et de demande (*Ask*).

Nous rappelons que les ORNANES ont été émises avec une prime de l'ordre de 40% par rapport aux cours de référence de l'Action retenus au moment de la fixation des modalités définitives des obligations²¹⁴, de sorte que les options de conversion des porteurs étaient, à l'émission, en dehors de la monnaie.

Dans un contexte de diminution globale des taux d'intérêt sur le marché, la baisse du cours des ORNANES depuis leur émission traduit théoriquement l'accroissement du risque de crédit perçu par les investisseurs. Ce constat est toutefois à nuancer, en l'absence de visibilité sur les volumes échangés²¹⁵.

Nous notons par ailleurs une forte corrélation entre le cours des ORNANES et le cours de l'Action. Le graphique ci-dessous montre l'évolution de ces différents instruments sur une base comparable :



*Rebasée sur l'Action au 15 mai 2015

La variation du cours des ORNANES, moins contrastée que celle de l'Action, traduit un profil de risque différent entre les actionnaires et les porteurs des instruments hybrides que sont les ORNANES.

²¹⁴ Prime d'environ 40% pour les ORNANES 2019 et de 37% pour les ORNANES 2021.

²¹⁵ Pour les raisons susmentionnées.

Le tableau ci-dessous synthétise, sur plusieurs périodes, la moyenne arithmétique²¹⁶ des cours de bourse journaliers théoriques avant la Date d'Annonce :

Cours des ORNANEs avant annonce de l'Opération		
€ / ORNANE	2019	2021
Cours spot au 29 juillet 2016	11,29	6,74
Moyenne 1 mois	11,27	6,66
Moyenne 3 mois	10,81	6,58
Moyenne 6 mois	10,12	6,37
Moyenne 12 mois	11,37	7,15
Min	8,78	5,74
Max	14,61	9,43

7.3. Valorisation au taux de conversion ajusté

En cas d'offre publique, les termes et conditions des ORNANEs prévoient un ajustement temporaire du taux de conversion, selon la formule suivante :

$$\text{Taux ajusté} = \text{TC} \times [1 + \text{Prime d'émission des Obligations} \times (\text{J} / \text{JT})]$$

Où :

- « **TC** » correspond au taux de conversion en vigueur avant la date d'ouverture de l'Offre ;
- « **Prime d'émission des Obligations** » signifie la prime, exprimée en pourcentage, que fait ressortir la valeur nominale unitaire des obligations par rapport au cours de référence de l'action retenu au moment de la fixation des modalités définitives des obligations ;
- « **J** » signifie le nombre de jours exact restant à courir entre la date d'ouverture de l'Offre et la date d'échéance des obligations ;
- « **JT** » signifie le nombre exact de jours compris entre la date d'émission des obligations et leur date d'échéance.

Les cours de référence de l'Action retenus au moment de la fixation des modalités définitives des obligations étant supérieurs au prix de l'Offre par action, l'option de conversion détenue par les porteurs des obligations reste en dehors de la monnaie

²¹⁶ Les cours historiques que nous présentons sont ceux publiés par *Bloomberg* et correspondent aux moyennes des prix d'offre (*Bid*) et de demande (*Ask*). Par ailleurs, en l'absence de données publiques sur les volumes échangés, nous n'avons pas été en mesure de pondérer les cours par les volumes d'échanges effectifs.

malgré (i) l'ajustement du taux de conversion et (ii) la prise en compte du Prix d'Offre de l'Action sur lequel le taux de conversion ajusté pourrait trouver à s'appliquer.

À titre d'information, la valorisation au taux de conversion ajusté appliqué au Prix d'Offre de l'Action s'établit respectivement à environ **5,04 €²¹⁷** et **5,35 €²¹⁸** respectivement pour les ORNANEs 2019 et les ORNANEs 2021.

7.4. Valorisation théorique

À titre d'information, nous avons procédé à l'évaluation théorique des ORNANEs, en distinguant les composantes obligataires et optionnelles²¹⁹. La valeur de la composante optionnelle est toutefois marginale compte-tenu (i) du fait que l'option était largement en dehors de la monnaie avant la Date d'Annonce et (ii) de l'option de remboursement anticipé dont bénéficie la Société en cas de variation significative à la hausse du cours de l'Action (§ 7.1).

Les taux que nous avons retenus pour actualiser les flux prévisionnels correspondent aux médianes des *yields to maturity*²²⁰ implicites observés sur des émissions obligataires présentant un profil de risque et une durée résiduelle comparables à ceux des ORNANEs.

Nous avons considéré une notation de la dette de la Société égale à B+ attribuée par l'agence de notation Egan Jones²²¹ et construit deux échantillons d'émissions obligataires, dont l'échéance et la notation par Standard & Poors (S&P) et Moodys se rapprochent de celles des ORNANEs :

²¹⁷ Nous avons estimé le taux de conversion ajusté à **1,20** action pour 1 ORNANE 2019.

²¹⁸ Nous avons estimé le taux de conversion ajusté à **1,27** action pour 1 ORNANE 2021.

²¹⁹ La composante optionnelle a été valorisée à partir d'un modèle *Monte-Carlo* ; les principales données d'entrée de ce modèle sont (i) une valeur du sous-jacent égale au prix d'Offre de l'Action, soit **4,20 €**, et (ii) une volatilité annuelle égale à **59 %**, correspondant à la volatilité historique de l'Action calculée sur une période de 12 mois avant l'annonce de l'Opération.

²²⁰ Le *yield to maturity* correspond au taux de rendement annuel effectif d'un investissement obligataire détenu jusqu'à l'échéance. Déterminé à partir du cours de bourse et des flux attendus jusqu'à l'échéance, il intègre par construction les effets de la variation des taux d'intérêts sur le marché et de l'évolution du risque de crédit propre à la société émettrice.

²²¹ Source : *Bloomberg*.

Emissions obligataires comparables aux ORNANEs 2019

Emetteur	Échéance	S&P	Moody's	Ask Yield	Bid Yield	Mid Yield
Alfa Bank AO Via Alfa Bond Issuance PLC	sept.-19	B	B1	4,3%	4,6%	4,4%
Alfa Bank AO Via Alfa Bond Issuance PLC	sept.-19	B	B1	4,2%	4,6%	4,4%
Allegheny Energy Supply Co LLC	oct.-19	BB- /*	B1	5,7%	6,8%	6,2%
Allegheny Energy Supply Co LLC	oct.-19	BB- /*	B1	5,7%	6,8%	6,2%
Allegiant Travel Co	juil.-19	BB-	B1	3,9%	4,2%	4,0%
American Airlines Group Inc	oct.-19	BB-	B1	4,9%	5,0%	4,9%
American Airlines Group Inc	oct.-19	BB-	B1	4,6%	5,0%	4,8%
DISH DBS Corp	sept.-19	B+	Ba3	3,6%	3,8%	3,7%
MGM Resorts International	févr.-19	BB-	B1	3,1%	3,2%	3,2%
National Savings Bank	sept.-19	B+	n.c.	5,0%	5,5%	5,2%
National Savings Bank	sept.-19	B+	n.c.	5,1%	5,6%	5,4%
Petrobras Global Finance BV	mars-19	B+	B2	4,3%	4,4%	4,4%
Petrobras Global Finance BV	janv.-19	B+	B2	4,1%	4,4%	4,3%
Petrobras Global Finance BV	janv.-19	B+	B2	4,3%	4,3%	4,3%
Realogy Group LLC / Realogy Co-Issuer Corp	avr.-19	B+	B1	3,2%	3,4%	3,3%
Realogy Group LLC / Realogy Co-Issuer Corp	avr.-19	B+	B1	3,2%	3,4%	3,3%
RKI Overseas Finance 2016 A Ltd	août-19	BB-	B1	4,7%	4,9%	4,8%
SriLankan Airlines Ltd	juin-19	B+	n.c.	5,8%	6,1%	5,9%
Teck Resources Ltd	mars-19	BB	B3	2,9%	3,3%	3,1%
TRI Pointe Group Inc / TRI Pointe Homes Inc	juin-19	BB-	B1	3,6%	3,8%	3,7%
Moyenne				4,3%	4,6%	4,5%
Médiane				4,3%	4,5%	4,4%

Emissions obligataires comparables aux ORNANES 2021

Emetteur	Échéance	S&P	Moody's	Ask Yield	Bid Yield	Mid Yield
DISH DBS Corp	juin-21	B+	Ba3	4,7%	4,7%	4,7%
DISH DBS Corp	juin-21	B+	Ba3	4,8%	4,9%	4,9%
Evraz Group SA	janv.-21	B+	n.c.	5,7%	5,8%	5,8%
Evraz Group SA	janv.-21	B+	n.c.	5,7%	5,9%	5,8%
Genworth Holdings Inc	sept.-21	B	Ba3 /*-	8,3%	8,3%	8,3%
Genworth Holdings Inc	févr.-21	B	Ba3 /*-	8,5%	8,5%	8,5%
Genworth Holdings Inc	sept.-21	B	Ba3 /*-	8,3%	8,3%	8,3%
Genworth Holdings Inc	sept.-21	B	Ba3 /*-	8,3%	8,3%	8,3%
Genworth Holdings Inc	sept.-21	B /*	Ba3 /*-	9,3%	9,4%	9,3%
Genworth Holdings Inc	sept.-21	B /*	Ba3 /*-	9,3%	9,4%	9,3%
Genworth Holdings Inc	sept.-21	B /*	Ba3 /*-	9,3%	9,4%	9,3%
Genworth Holdings Inc	févr.-21	B /*	Ba3 /*-	9,0%	9,2%	9,1%
Georgian Oil and Gas Corp JSC	avr.-21	B+	n.c.	5,2%	5,5%	5,4%
Georgian Oil and Gas Corp JSC	avr.-21	B+	n.c.	5,6%	5,6%	5,6%
Georgian Oil and Gas Corp JSC	avr.-21	B+	n.c.	5,6%	5,8%	5,7%
Georgian Oil and Gas Corp JSC	avr.-21	B+	n.c.	5,5%	6,0%	5,7%
HCA Holdings Inc	févr.-21	B+	B1	4,0%	4,0%	4,0%
HCA Holdings Inc	févr.-21	B+	B1	4,9%	5,0%	4,9%
Industrial Subordinated Trust	juil.-21	n.c.	B1	5,8%	5,8%	5,8%
Industrial Subordinated Trust	juil.-21	n.c.	B1	5,9%	6,2%	6,1%
Industrial Subordinated Trust	juil.-21	n.c.	B1	6,1%	6,4%	6,2%
Industrial Subordinated Trust	juil.-21	n.c.	B1	6,1%	6,4%	6,2%
MGM Resorts International	déc.-21	BB-	B1	4,5%	4,6%	4,5%
Netflix Inc	févr.-21	B+	B1	2,7%	2,7%	2,7%
Netflix Inc	févr.-21	B+	B1	3,6%	3,7%	3,7%
O1 Properties Finance Plc	sept.-21	B+	B1	8,5%	8,7%	8,6%
O1 Properties Finance Plc	sept.-21	B+	B1	8,5%	8,7%	8,6%
O1 Properties Finance Plc	sept.-21	B+	B1	9,3%	9,6%	9,5%
O1 Properties Finance Plc	sept.-21	B+	B1	9,2%	9,5%	9,4%
Petrobras Global Finance BV	mai-21	B+	B3	6,0%	6,0%	6,0%
Petrobras Global Finance BV	janv.-21	B+	B3	5,8%	5,8%	5,8%
Petrobras Global Finance BV	janv.-21	B+	B2	6,0%	6,1%	6,1%
Petrobras Global Finance BV	mai-21	B+	B2	6,4%	6,4%	6,4%
RR Donnelley & Sons Co	mars-21	BB- /*-	B2	4,8%	4,8%	4,8%
RR Donnelley & Sons Co	avr.-21	BB- /*-	B2	6,4%	6,4%	6,4%
Moyenne				6,5%	6,6%	6,6%
Médiane				6,0%	6,1%	6,1%

Les taux d'actualisation ainsi déterminés ressortent respectivement à 4,4 % et 6,1 % pour les ORNANES 2019 et les ORNANES 2021. Nous relevons que ces taux sont sensiblement inférieurs aux *yields to maturity* des ORNANES observés, avant la Date d'Annonce, à environ 18 %²²².

Sur cette base, les valeurs théoriques unitaires des ORNANES 2019 et des ORNANES 2021 s'établissent respectivement à **16,15 €** et **9,52 €**.

²²² Source : Bloomberg.

7.5. Remboursement anticipé en cas de changement de contrôle

En cas de changement de contrôle, les termes et conditions des ORNANES prévoient le remboursement anticipé, au gré des obligataires, de tout ou partie de leurs obligations en espèces.

Le cas échéant, la Société doit en informer les obligataires par un avis diffusé au plus tard dans les 30 jours calendaires qui suivent le changement de contrôle effectif. Cet avis comprend un rappel aux obligataires de la faculté qui leur est offerte de demander le remboursement anticipé de leurs obligations, la date fixée pour le remboursement anticipé devant être comprise entre le 25^{ème} et le 30^{ème} jour ouvré suivant la date de diffusion de l'avis par la Société. Le cas échéant, les obligations sont remboursées au pair majoré des intérêts courus depuis la dernière date de paiement des intérêts, jusqu'à la date fixée pour le remboursement anticipé.

En fonction de cette séquence chronologique, nous avons postulé, pour les besoins de nos travaux d'évaluation :

- une date de règlement livraison indicative, assimilée au changement de contrôle effectif, au 1^{er} février 2017;
- une date de remboursement anticipé fixée au plus tôt le 8 mars 2017 ;
- une date de remboursement anticipé fixée au plus tard le 14 avril 2017.

Sur cette base, le montant du remboursement anticipé en cas de changement de contrôle ressort en moyenne à **17,33 €** pour les ORNANES 2019 et à **11,09 €** pour les ORNANES 2021 :

Remboursement anticipé en cas de changement de contrôle		
€ / ORNANE	2019	2021
<u>Remboursement anticipé en date du 8 mars 2017</u>		
Nominal	17,26	11,02
Intérêts courus	0,05	0,05
Montant du remboursement anticipé	17,31	11,07
<u>Remboursement anticipé en date du 14 avril 2017</u>		
Nominal	17,26	11,02
Intérêts courus	0,08	0,09
Montant du remboursement anticipé	17,34	11,11
Moyenne	17,33	11,09

7.6. Synthèse

Nos travaux mettent en avant l'existence d'une prime²²³ sur l'ensemble des critères d'évaluation, à l'exception du droit de remboursement prévu en cas de changement de contrôle :

Synthèse des valeurs				
€ / ORNANE	2019	Prime	2021	Prime
Prix d'Offre	17,26		11,02	
Cours spot au 29 juillet 2016	11,29	53%	6,74	64%
Moyenne des cours 1 mois	11,27	53%	6,66	65%
Moyenne des cours 3 mois	10,81	60%	6,58	67%
Moyenne des cours 6 mois	10,12	71%	6,37	73%
Moyenne des cours 12 mois	11,37	52%	7,15	54%
Valorisation au taux de conversion ajusté	5,04	242%	5,35	106%
Valorisation théorique	16,15	7%	9,52	16%
Remboursement changement de contrôle	17,33	(0%)	11,09	(1%)

Nous notons que la prime offerte aux obligataires ne peut être directement rapprochée de celle offerte aux actionnaires du fait (i) d'un profil de risque et de rendement non comparable et (ii) des différences de liquidité entre les catégories de titres²²⁴.

En particulier, les perspectives de rendement (« *upside* ») des obligataires sont limitées en raison de l'option de remboursement anticipé attribuée à la Société en cas de variation significative à la hausse du cours de l'action (seuil de 130 % par rapport au nominal) et de la position de l'option largement en dehors de la monnaie par rapport au cours de l'Action avant la Date d'Annonce et au Prix d'Offre de l'Action.

²²³ La prime offerte a été estimée en considérant une date de règlement livraison au 1^{er} février 2017.

²²⁴ Pour mémoire, les ORNANES sont négociées sur un marché de gré à gré ; nous n'avons cependant pas tenu compte dans nos travaux de valorisation d'une décote de liquidité, qui en théorie pourrait trouver à s'appliquer.

8. REVUE DES ÉLÉMENTS DE VALORISATION DE L'ÉTABLISSEMENT PRÉSENTATEUR

Nous avons examiné la restitution des travaux d'évaluation réalisés par CA-CIB, en sa qualité d'Établissement présentateur de l'Offre.

Les méthodes d'évaluation que nous avons employées sont comparables à celles de CA-CIB, bien que notre évaluation intrinsèque prenne la forme d'un Actif Net Réévalué, là où CA-CIB pratique une « somme des parties ». Notre démarche conduit à une analyse que nous estimons plus précise et plus exhaustive des éléments d'actif et de passif intégrés à la valorisation.

Les principaux points relevés dans la comparaison de nos travaux de valorisation respectifs sont les suivants.

8.1. Données financières

8.1.1. Dette financière nette

La méthode de l'ANR, par construction, intègre la dette financière nette, laquelle a été prise en compte entre la valeur d'entreprise et la valeur des capitaux propres du Groupe dans la somme des parties de CA-CIB. Comme l'Établissement présentateur, nous avons retenu les ORNANES à leur valeur nominale, dans la perspective de leur remboursement.

8.1.2. Nombre d'actions retenu

Nous raisonnons sur une masse d'actions diluées comparable à celle de CA-CIB.

8.2. Valorisation intrinsèque de l'Action en DCF

Nous avons eu recours à la méthode par l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie pour valoriser les actifs pétroliers et gazières en production de Maurel & Prom en ANR. L'Établissement présentateur a employé une méthode identique, mais dans la logique d'une « somme des parties ».

CA-CIB a retenu comme date de départ des flux de trésorerie le 31 juillet 2016, date de signature du SPA ; nous avons retenu le 1^{er} juillet 2016, date la plus proche de la clôture semestrielle des derniers comptes consolidés au 30 juin 2016.

8.2.1. Valorisation du permis d'Ezanga

À la différence de Ledouble, CA-CIB n'envisage pas dans son modèle de renouvellement de la licence du permis d'Ezanga en 2034 pour 20 années supplémentaires.

La production cumulée sur la période 2016-2034 à laquelle se réfère CA-CIB comme hypothèse dans son plan d'affaires est proche de celle de la Direction se basant, pour sa part, sur des réserves P1 et P2 affectées d'une probabilité de production respectivement de 90% et 50%.

Concernant les prix du *Brent*, le tableau ci-dessous présente les hypothèses de l'Établissement présentateur et celles auxquelles nous nous référons :

\$/b	2016e	2017e	2018e
Ledouble	45	53	68
CACIB	43	58	65

À partir de 2019, CA-CIB tient compte d'une inflation à 2% sur l'horizon du *Business Plan* Ezanga ; nous reproduisons les prévisions d'inflation du Fonds Monétaire International pour les États-Unis et prolongeons à long terme une inflation à 2,3%.

8.2.2. Valorisation du permis de Mnazi Bay

Les hypothèses de production de la Direction auxquelles nous nous référons sont compatibles avec celles utilisées par CA-CIB.

À la différence de Ledouble, CA-CIB ne modélise pas le renouvellement de la licence du permis de Mnazi Bay en 2031 pour 25 années supplémentaires.

8.2.3. Taux d'actualisation

L'Établissement présentateur a retenu un taux d'actualisation indifférencié de 12,6% ; nous distinguons pour notre part le taux d'actualisation applicable à la valorisation du permis d'Ezanga au Gabon (11,6%) et à la valorisation du permis de Mnazi Bay en Tanzanie (11,9%).

CA-CIB a déterminé son taux d'actualisation en fonction de paramètres liés au marché américain²²⁵, et l'a appliqué aux flux de trésorerie exprimés en USD. À l'inverse, nous avons déterminé notre taux d'actualisation en fonction de paramètres liés au marché

²²⁵ (i) un taux sans risque basé sur une moyenne 6 mois des bons du Trésor américain à 20 ans, (ii) une moyenne de 6 mois de la prime de risque du marché américain et (iii) une prime de risque pays calculée par comparaison avec le marché américain.

français²²⁶, et l'avons appliqué à des flux de trésorerie préalablement convertis en euros au taux de change EUR/USD issu des prévisions des analystes :

	CA-CIB	Ledouble	
		Gabon	Tanzanie
Taux sans risque	2,1%	0,5%	0,5%
Beta désendetté Panel	0,9	0,9	0,9
Prime de risque	7,4%	8,5%	8,5%
Prime de risque pays	3,9%	3,1%	3,4%
CoC	12,6%	11,6%	11,9%

8.3. Cours moyens pondérés par les volumes

Nous retenons cette méthode à titre principal tandis que l'Établissement présentateur ne la considère qu'à titre indicatif, estimant que le cours de bourse ne reflète pas le potentiel d'appréciation du prix du *Brent* à court ou moyen terme.

Aucun écart n'est à constater sur les cours de bourse moyens pondérés, hormis le fait que CA-CIB présente une moyenne de cours de bourse depuis la Fusion alors que nous présentons une moyenne 12 mois décomptée au 29 juillet 2016, Date d'Annonce.

8.4. Objectifs de cours

L'Établissement présentateur n'a pas pris en compte cette référence, que nous présentons à titre indicatif.

8.5. Référence à la Cession de Bloc

CA-CIB fait référence au Prix de la Cession de Bloc en tant qu'élément d'appréciation du Prix d'Offre ; nous ne l'incluons pas dans notre valorisation multicritère, au regard notamment du caractère minoritaire de la Cession de Bloc.

8.6. Synthèse comparée sur la valorisation de l'Action

La comparaison chiffrée de nos travaux de valorisation de l'Action avec ceux de CA-CIB est exposée ci-après :

²²⁶ (i) un taux sans risque basé sur une moyenne 6 mois des OAT 10 ans, (ii) une prime de risque du marché français et (iii) une prime de risque pays calculée par comparaison avec le marché français.

€/ action	Ledouble			CA-CIB		
	Min	Centrale	Max	Min	Centrale	Max
Cours de bourse						
Cours spot au 29/07/2016		2,85 €			2,85 €	
Cours moyen pondéré 1 mois		2,87 €			2,87 €	
Cours moyen pondéré 3 mois		3,06 €			3,06 €	
Cours moyen pondéré 6 mois		2,97 €			2,96 €	
Cours moyen pondéré depuis la fusion M&P/MPI		Non retenu			2,90 €	
Cours moyen pondéré 12 mois		3,18 €			Non retenu	
Haut depuis la fusion M&P/MPI		Non retenu			3,52 €	
Bas depuis la fusion M&P/MPI		Non retenu			2,27 €	
Cession de Bloc		Non retenu		4,20 €		4,70 €
Actif Net Réévalué / Somme des parties	3,39 €		6,00 €	3,12 €	3,69 €	4,29 €
Objectifs de cours ⁽¹⁾	2,80 €		7,00 €		Non retenu	

⁽¹⁾ Information présentée par Ledouble à titre indicatif

8.7. Synthèse comparée sur la valorisation des ORNANEs

La comparaison chiffrée de nos travaux sur les ORNANEs avec ceux de l'Établissement présentateur est récapitulée ci-après²²⁷ :

€/ ORNANE	ORNANEs 2019		ORNANEs 2021	
	Ledouble	CA-CIB	Ledouble	CA-CIB
Cours spot au 29 juillet 2016	11,29	11,29	6,74	6,74
Moyenne des cours 1 mois	11,27	11,27	6,66	6,66
Moyenne des cours 3 mois	10,81	10,81	6,58	6,58
Moyenne des cours 6 mois	10,12	10,12	6,37	6,37
Moyenne depuis la fusion M&P/MPI	n.c.	10,18	n.c.	6,44
Moyenne des cours 12 mois	11,37	n.c.	7,15	n.c.
Valorisation au taux de conversion ajusté en cas d'Offre Publique	5,04	5,04	5,35	5,33
Valorisation théorique	16,15	11,32	9,52	7,15
Remboursement en cas de changement de contrôle	[17,31-17,34]	[17,31-17,34]	[11,07 - 11,11]	[11,07-11,11]

La valorisation théorique que nous avons mise en œuvre, bien que similaire à celle de l'Établissement présentateur sur le plan méthodologique, diffère sensiblement quant au résultat. Cet écart résulte essentiellement du choix du paramètre d'actualisation :

- nous avons déterminé les taux d'actualisation selon une approche analogique ; afin d'aboutir à une valeur théorique maximale, nous n'avons pas tenu compte du différentiel de liquidité entre les ORNANEs et les émissions obligataires comparables ;

²²⁷ Les intervalles de valorisation des ORNANEs en cas de changement de contrôle sont présentés entre crochets.

Ledouble

- l'Établissement présentateur a retenu un taux de rendement implicite issu de l'observation des cours de bourse avant la Date d'Annonce.

Les autres critères d'évaluation, analysés conjointement par l'Établissement présentateur et par Ledouble, conduisent à une valeur unitaire des ORNANEs 2019 et des ORNANEs 2021 identique ou très proche et n'appellent donc pas de commentaire de notre part.

9. ANALYSE DES ACCORDS CONNEXES À L'OFFRE

Nous avons pris connaissance du contenu des Accords connexes (i) par référence à la documentation suivante, dont il nous a été confirmé qu'elle constitue, avec les projets de note d'information de l'Initiateur et en réponse de la Cible, l'intégralité du corpus juridique de l'Opération, et (ii) par entretiens avec la Direction, ainsi qu'avec les Conseils recensés en **annexe 3** et des représentants du Cédant et de l'Initiateur :

- SPA ;
- TOA ;
- Mécanisme de liquidité sur les Actions Gratuites.

Nous avons également recherché l'existence d'éventuels engagements d'apport à l'Offre (§ 9.3).

9.1. SPA et TOA

Nous n'avons pas d'observations particulières à formuler sur le SPA et le TOA, dont les termes sont conformes au dispositif de la Cession de Bloc et de l'Offre, tel que retranscrit et explicité par ailleurs dans le projet de note d'information de l'Initiateur ; nous avons notamment relevé dans le TOA la présence d'une clause relative à un mécanisme de liquidité sur les actions gratuites (§ 9.2).

Nous avons également recherché d'éventuels engagements d'apport à l'Offre (§ 9.3).

9.2. Mécanisme de liquidité sur les actions gratuites

L'Initiateur s'est engagé à mettre en place un mécanisme de liquidité des Actions Gratuites pour les bénéficiaires d'Actions Gratuites Non Acquises²²⁸, ainsi que pour les bénéficiaires d'Actions Gratuites Acquises²²⁹ dont la période de conservation n'aurait pas expiré à la date de clôture de l'Offre ou, le cas échéant, de l'Offre Réouverte²³⁰, selon les dispositions suivantes :

- L'Initiateur devra, durant deux fenêtres de 6 mois (les « **Fenêtres de Liquidité** »), à compter respectivement de la date d'expiration de la période fiscale des Actions Gratuites susmentionnées et au premier anniversaire de

²²⁸ Actions Gratuites Non Acquises disponibles au 25 février 2018.

²²⁹ Actions Gratuites Acquises rattachées en l'occurrence au Plan 2012 (disponibles au 21 décembre 2016), au Plan 2013 (disponibles au 30 août 2018), et au Plan 2014 (disponibles au 28 mars 2018) ; les Actions Gratuites du Plan 2012 sont toutefois susceptibles d'expirer pendant la période d'Offre (§ 2.4).

²³⁰ Sauf cas exceptionnels de levée des indisponibilités prévues par les dispositions légales et réglementaires applicables (décès ou invalidité du bénéficiaire).

cette date, acquérir auprès de chaque bénéficiaire des plans d'Actions Gratuites concernés qui en ferait la demande, la totalité des Actions Gratuites qu'il détient (l' « **Option de Vente** »). Corrélativement, chaque bénéficiaire des plans d'Actions Gratuites concernés, ayant conclu un contrat de liquidité²³¹ avec l'Initiateur, devra, à tout moment durant deux périodes de 6 mois à compter du premier jour suivant la date d'expiration de chaque Fenêtre de Liquidité, à la demande de l'Initiateur, lui céder la totalité des Actions Gratuites qu'il détient (l' « **Option d'Achat** »). L'Option de Vente et l'Option d'Achat (les « **Promesses** ») ne pourront être exercées qu'en cas d'illiquidité des Actions Gratuites concernées ;

- Le prix par Action Gratuite sera égal à un multiple en valeur d'entreprise égal à 11,9x l'EBITDA consolidé de la Société, au titre de l'exercice précédant la date d'exercice des Promesses, minoré de la dette financière nette consolidée de la Société du même exercice, divisé par le nombre total d'actions de la Société sur une base entièrement diluée.

Nous comprenons qu'en définitive, les porteurs d'Actions Gratuites, disposent à terme de conditions de rachat par l'Initiateur de leurs actions à un prix dont les modalités de calcul correspondent à celles permettant à ce jour un recoupement avec le Prix d'Offre ; après vérification par nos soins, le multiple d'EBITDA de 11,9x sous-tendant ce calcul, et détaillé ci-dessous sur la base des informations transmises par l'Établissement présentateur, n'est pas supérieur au multiple d'EBITDA²³² ressortant implicitement du Prix d'Offre de l'Action.

²³¹ Nous comprenons que les contrats de liquidité seront conclus postérieurement au dépôt du projet d'Offre.

²³² Calculé sur la base des comptes consolidés au 30 juin 2016.

M€	
Prix d'Offre de l'Action (sans Complément de Prix)	4,2
Nombre d'actions diluées	190,9
Valeur des capitaux propres	801,7
ORNANES 2019 (valeur nominale)	253,0
ORNANES 2021 (valeur nominale)	115,0
Emprunt RCF	355,0
Emprunt Crédit Suisse	30,0
Autres emprunts et intérêts courus	10,0
Location financière	2,0
Dette financière comptable consolidée	765,0
Trésorerie et équivalents trésorerie	(232,3)
Dette financière nette comptable consolidée	532,7
Mise en équivalence de Seplat	(101,5)
Mise en équivalence de Maurel & Prom Colombia BV	(5,5)
Mise en équivalence de Deep Well Oil & Gas	(0,4)
Actifs financiers	(73,0)
Actualisation des frais de holding	68,0
Provisions non directement affectées aux actifs d'exploitation	16,2
Engagements d'investissement	32,0
Valeur d'Entreprise	1 270,3
EBITDA 2015	106,9
Multiple VE/EBITDA induit	11,9x

Sur la base des informations recueillies auprès de la Direction, le dispositif additionnel de « rétention et d'incitation » prévu au TOA par référence aux pratiques sectorielles est encore en cours de réflexion et de discussion à ce jour.

9.3. Engagements d'apport à l'Offre

Nous n'avons pas connaissance à ce jour d'engagement d'apport à l'Offre dûment formalisé.

9.4. Synthèse

En synthèse, nous n'avons pas relevé dans les Accords connexes de dispositions susceptibles de préjudicier aux intérêts des actionnaires ou des porteurs d'ORNANES de la Société dont les titres sont visés par l'Offre.

Il nous a été confirmé par la Direction l'absence d'accords connexes à l'Offre, autres que les contrats à conclure dans le cadre de l'accord de liquidité susmentionné.

10. CONCLUSION

À l'issue de nos travaux de valorisation de l'Action et des ORNANES, nous sommes d'avis que, dans les conditions de marché actuelles, et dans le contexte de l'Offre à caractère volontaire :

- le Prix d'Offre de l'Action de **4,20 €** et le Prix d'Offre de l'Action avec Complément de Prix de **4,70 €** sont compatibles avec les valeurs ressortant de notre évaluation multicritère, pour un actionnaire souhaitant bénéficier de la liquidité qui lui est proposée, dans le contexte d'une offre volontaire ;
- le Prix d'Offre des ORNANES 2019 de **17,26 €** et le Prix d'Offre des ORNANES 2021 de **11,02 €** augmentés respectivement du coupon couru 2019 et du coupon couru 2021 restituent à leurs porteurs la contrepartie de leur souscription ainsi que le rendement prévu à l'émission ;
- les Accords connexes ne sont pas de nature à préjudicier aux intérêts des actionnaires et des porteurs d'ORNANES apportant leurs titres à l'Offre.

En conséquence, nous attestons que :

- le Prix d'Offre de l'Action de **4,20 €** et le Prix d'Offre de l'Action avec Complément de Prix de **4,70 €** sont équitables d'un point de vue financier pour les actionnaires concernés par l'Offre ;
- le Prix d'Offre des ORNANES 2019 de **17,26 €** et le Prix d'Offre des ORNANES 2021 de **11,02 €** augmentés respectivement du coupon couru 2019 et du coupon couru 2021 sont équitables d'un point de vue financier pour les porteurs d'ORNANES concernés par l'Offre.

Paris, le 1^{er} décembre 2016

LEDOUBLE SAS

Olivier CRETTE
Associé

Agnès PINIOT
Associée

ANNEXES

- Programme de travail détaillé et rémunération de Ledouble **Annexe 1**

- Principales étapes de l'expertise **Annexe 2**

- Liste des personnes rencontrées et / ou contactées par Ledouble **Annexe 3**

- Principales sources d'information exploitées **Annexe 4**

- Composition de l'équipe Ledouble **Annexe 5**

- Liste des expertises financières réalisées par Ledouble **Annexe 6**

- Présentation du Panel **Annexe 7**

Annexe 1 : Programme de travail détaillé et rémunération de Ledouble

➤ **Travaux préliminaires et prise de connaissance**

- Revue de presse
- Recherches documentaires
- Analyse de l'Opération et de son cadre juridique
- Analyse des Accords connexes
- Etude de l'évolution historique de la cotation de l'Action et des ORNANES

➤ **Travaux de valorisation**

- Revue des résultats historiques, de la structure financière et des évènements marquants
- Recherches d'informations sectorielles et financières dans les bases de données
- Constitution du Panel
- Recherche de transactions comparables
- Analyse détaillée du *Business Plan* Ezanga, du *Business Plan* Mnazi Bay et du *Business Plan* Autres Activités
- Requêtes documentaires
- Evaluation multicritère de l'Action et des ORNANES
- Evaluation du Complément de Prix

➤ **Rapport**

- Réunions et entretiens téléphoniques
- Rédaction d'une proposition et d'une lettre de mission
- Demandes de confirmations
- Rédaction du rapport d'expertise indépendante
- Administration et supervision de la Mission

➤ **Rémunération**

Le montant global des honoraires aux termes de la lettre de mission de Ledouble s'établit entre 290.000 € et 320.000 € hors taxes en fonction du temps consacré à la réalisation de la Mission.

Annexe 2 : Principales étapes de l'expertise

➤ **8 au 28 août 2016**

- Contacts avec la Direction
- Recherche et exploitation des informations publiques sur le Groupe
- Réponse à l'appel d'offres en vue de la désignation de l'expert indépendant
- Désignation de l'expert indépendant par le Conseil d'Administration du 24 août 2016
- Présentation des principes et de la structure de l'Opération par la Direction

➤ **29 août au 4 septembre 2016**

- Contacts avec la Direction et les Conseils²³⁴
- Examen du premier projet de rapport de l'Établissement présentateur
- Réunion avec l'Établissement présentateur
- Réunion avec le Comité des Indépendants
- Requête documentaire
- Ouverture de la *data room*
- Exploitation du TOA et du SPA
- Analyse des rapports de réserves pétrolières et gazières
- Exploitation des informations publiques sur le Groupe et Pertamina
- Recherches d'informations sectorielles et financières dans les bases de données
- Constitution du Panel
- Recherche de transactions comparables à l'Opération

²³⁴ Les représentants des Conseils que nous avons contactés et/ou rencontrés durant la Mission sont recensés en **annexe 3**.

Ledouble

➤ **5 au 11 septembre 2016**

- Revue de presse
- Mise à jour de la requête documentaire
- Contacts avec l'Établissement présentateur
- Recherches d'informations sectorielles et financières dans les bases de données
- Revue du budget 2016 et des plans d'affaires en relation avec la Direction financière
- Revue détaillée des comptes consolidés au 31 décembre 2015
- Valorisation multicritère de l'Action

➤ **12 au 18 septembre 2016**

- Contacts et réunions avec les Conseils
- Contacts avec l'Établissement présentateur
- Réunions avec la Direction
- Réunions avec le Comité des Indépendants
- Réunion avec les dirigeants de Seplat
- Valorisation multicritère de l'Action
- Analyse du Complément de Prix
- Analyse de la documentation relative à la Fusion
- Valorisation de la participation de la Société dans Seplat
- Mise à jour de la requête documentaire

➤ **19 au 25 septembre 2016**

- Contacts avec les Conseils
- Réunion avec le Président du Directoire de Pacifico et Président de la Société
- Réunion avec un analyste de CM-CIC
- Réunions avec la Direction

Ledouble

- **19 au 25 septembre 2016 (suite)**
 - Examen de la première version du projet de note d'information de l'Initiateur
 - Analyse détaillée des plans d'affaires en relation avec la Direction technique
 - Analyse des actifs attachés à l'exploration
 - Valorisation multicritère de l'Action
 - Rédaction de la trame du Rapport
- **26 septembre au 2 octobre 2016**
 - Contacts et réunions avec les Conseils
 - Réunions avec la Direction
 - Revue détaillée des comptes consolidés au 30 juin 2016
 - Réunion avec des représentants de Pertamina
 - Valorisation multicritère de l'Action
 - Modélisation de l'évaluation des ORNANES
 - Rédaction du Rapport
- **3 au 9 octobre 2016**
 - Revue de presse
 - Contacts avec les Conseils et l'Établissement présentateur
 - Réunion avec le Comité des Indépendants
 - Examen du rapport final de l'Établissement présentateur
 - Examen de la seconde version du projet de note d'information de l'Initiateur
 - Analyse du mécanisme de liquidité des Actions Gratuites
 - Rédaction du Rapport

➤ **10 au 30 octobre 2016**

- Contacts avec les Conseils et l'Établissement présentateur
- Réunion et contacts avec la Direction
- Levée des points en suspens
- Revue indépendante du projet de Rapport
- Réunion avec le Comité des Indépendants
- Examen de la troisième version du projet de note d'information de l'Initiateur
- Demande de confirmations
- Examen du projet de note d'information en réponse de la Cible
- Présentation du projet de Rapport en date du 28 octobre 2016
- Contacts avec la Direction concernant l'autorisation réglementaire attendue de l'autorité en charge de la concurrence en Tanzanie et le projet de Rapport en date du 28 octobre 2016

➤ **21 novembre au 4 décembre 2016**

- Contacts avec la Direction, les Conseils et l'Établissement présentateur
- Prise de connaissance des événements postérieurs à la présentation du projet de Rapport en date du 28 octobre 2016²³⁵ et demande de confirmations
- Réitération des travaux d'évaluation sur l'Action, le Complément de Prix et les ORNANES
- Examen des dernières versions des projets de note d'information de l'Initiateur et en réponse de la Cible
- Mise à jour du projet de Rapport dans l'attente de l'autorisation réglementaire de l'autorité en charge de la concurrence en Tanzanie
- Présentation du Rapport en vue de la réunion du Comité des Indépendants et de la tenue du Conseil d'Administration préalables au dépôt du projet d'Offre à l'AMF

²³⁵ L'attente de l'autorisation de l'autorité en charge de la concurrence en Tanzanie a conduit à différer le dépôt du projet d'Offre.

Annexe 3 : Liste des personnes rencontrées et / ou contactées par Ledouble

➤ **Société**

Maurel & Prom

Jean-François Hénin	Président
Michel Hochard	Directeur général
Philippe Corlay	Directeur technique
Alain Torre	Secrétaire général
Patrick Deygas	Directeur financier adjoint
Marc de Rodellec	Directeur financier adjoint
Caroline Maria	Manager consolidation
Pablo Liemann	<i>Joint-Venture Manager</i>

Comité des Indépendants

Roman Gozalo	Président du Comité des Indépendants
Gérard Andreck	Administrateur indépendant
Xavier Blandin	Administrateur indépendant
Nathalie Delapalme	Administrateur indépendant
Carole Delorme d'Armaillé	Administrateur indépendant
Eloi Duverger	Administrateur indépendant
François Raudot Genet de Chatenay	Administrateur indépendant

Seplat

Ambrosie Bryant Chukwueloka Orjiako	<i>Chairman</i>
Austin Avuru	<i>Chief Executive Officer</i>

Ledouble

Hogan Lovells

Stephane Hutten

Partner

Arnaud Deparday

Senior Associate

Mathieu Frick

Senior Associate

BNP Paribas

Gauthier Le Milon

Director

Arnaud Petitcolas

Director Oil & Gas Group

Marianne Daryabegui

Managing Director

➤ **Conseil financier de Pertamina et Établissement présentateur**

CA-CIB

Hui-Joon Kim

Managing Director

Jean-Charles Lacoste

Director

Thomas Guillaume

Analyst

➤ **Broker**

CM-CIC

Jean-Luc Romain

Analyste

Annexe 4 : Principales sources d'information exploitées

➤ **Documentation relative à l'Opération**

Informations juridiques

- Procès-verbal du Conseil d'Administration du 24 août 2016²³⁷
- SPA en date du 31 juillet 2016 conclu entre Pacifico et Pertamina concernant Maurel & Prom
- TOA en date du 25 août 2016 conclu entre Maurel & Prom, Pertamina et PIEP
- Projet de note d'information de l'Initiateur
- Projet de note d'information en réponse de la Société
- Projet d'accord sur le mécanisme de liquidité des Actions Gratuites

Informations financières

- Documentation préparatoire à l'Opération²³⁸
- Rapport de valorisation de CA-CIB
- Paramètres opérationnels et financiers de Pertamina
- Rapport de Natixis au Comité des Indépendants

➤ **Documentation juridique**

- Etat mensuel de l'actionnariat et des droits de vote (du 31 décembre 2015 au 30 septembre 2016)
- Procès-verbaux du Conseil d'Administration (2013 à 2016)
- Contrat d'émission des ORNANES 2019
- Contrat d'émission des ORNANES 2021 ayant fait l'objet d'une note d'opération visée par l'Autorité des Marchés Financiers le 12 mai 2015 sous le numéro 15-194. [[En ligne](#)]
- Document établi à l'occasion de la fusion par voie d'absorption de MPI par Établissements Maurel & Prom, enregistré par l'AMF le 13 novembre 2015 sous le numéro E.15-078. [[En ligne](#)].
- Prospectus établi à l'occasion de l'admission des actions MPI aux négociations sur le marché réglementé de NYSE Paris visé par l'AMF le 4 novembre 2011 sous le numéro 11.511. [[En ligne](#)].

²³⁷ Désignation de l'expert indépendant.

²³⁸ Q&A entre Maurel & Prom et Pertamina.

➤ **Documentation comptable et financière**

Informations historiques

- Documents de référence annuels et rapports financiers semestriels (2011 à 2016)
- Rapport de réserves pétrolières *DeGolyer and MacNaughton* (15 mars 2016)
- Rapport de réserves gazières *RPS Energy* (23 février 2016)
- Détail des réserves pétrolières et gazières de Seplat (fin 2015)
- *Management Presentation* (28 June 2016, April 2016)
- Présentation du Groupe (Mars 2016)
- Tests d'*impairment* (31 décembre 2015)
- Situation fiscale du Groupe (31 décembre 2015)
- Support de réunion AMF du 8 mars 2016
- Rapport de valorisation BNP Paribas préparatoire à la Fusion

Informations prévisionnelles

- Budget consolidé (2016)
- *Business Plan Ezanga, Business Plan Mnazi Bay, Business Plan Autres Activités*
- Notes de *brokers* les plus récentes concernant Maurel & Prom (Actions et ORNANES)
- Notes de *brokers* les plus récentes concernant Seplat

➤ **Bases de données**

- *Bloomberg*
- *MergerMarket*
- *Thomson One*

Ledouble

➤ Sites d'information²³⁹

- Site d'information de Maurel & Prom.
[En ligne], <http://www.maureletprom.fr/fr/>
- Site d'information de Seplat.
[En ligne], <http://www.seplatpetroleum.com>
- Site d'information de Deep Well Oil & Gas.
[En ligne], <http://www.deepwelloil.com/>
- Site d'information de Pertamina.
[En ligne], <http://www.pertamina.com/>
- Site d'information de l'AMF.
[En ligne], <http://www.amf-france.org/>
- Site d'information de la Banque de France.
[En ligne], <https://www.banque-france.fr>
- Site d'information de Damodaran.
[En ligne], <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- Site d'information du FMI.
[En ligne], <https://www.imf.org/>
- Site d'information ICE.
[En ligne], <https://www.theice.com/index>

➤ Etudes

- Damodaran, *Betas by Sector*.
[En ligne], http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html
- FMI *World Economic Outlook Database*.
[En ligne], <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/01/weodata/index.aspx>

²³⁹ Liens *Web* au 30 novembre 2016.

➤ Revue de presse

- Les Échos (2016). « Pétrole : les marchés s'emballent après l'accord historique de l'Opep », 1er décembre. [[En ligne](#)].
- Le Monde (2016). « OPEP : accord à l'arraché sur une baisse de production d'or noir », 30 novembre. [[En ligne](#)].
- Les Échos (2016). « Le pétrole fébrile avant une réunion cruciale de l'Opep à Vienne », 30 novembre. [[En ligne](#)].
- Morgan Stanley (2016). « *Lessons from History: OPEC cuts, oils prices and equity performance* », 4 octobre.
- Les Échos (2016). « Un tournant dans la géopolitique du pétrole », 30 septembre. [[En ligne](#)].
- Les Échos (2016), « Pétrole : l'accord historique de l'OPEP en quatre questions », 29 septembre. [[En ligne](#)].
- OPEC (2016). « *170th (Extraordinary) Meeting of the OPEC Conference* », 28 septembre. [[En ligne](#)].
- Goldman Sachs Investment Research (2016). « *OPEC buys time* », 28 septembre.
- World Bank (2016). « *A World Bank Quarterly Report, Commodity Markets Outlook* », juillet. [[En ligne](#)].
- Le Monde (2015) « Nucléaire Iranien : tout ce que vous devez savoir sur cet accord historique », 14 juillet. [[En ligne](#)].
- Edison (2015). « *Oil & gas macro outlook* », 14 janvier.

Annexe 5 : Composition de l'équipe Ledouble

Ledouble est un cabinet spécialisé dans l'expertise financière. À ce titre, il a réalisé de nombreuses missions d'expertise indépendante, notamment dans le cadre d'offres publiques. Les principales missions d'expertise et d'analyses financières indépendantes effectuées dans ce domaine de 2013 à 2016 figurent en **annexe 6**.

Ledouble est membre fondateur de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI), association professionnelle agréée par l'AMF en application de l'article 263-1 de son règlement général, de la Société Française des Évaluateurs (SFEV), et suit les règles déontologiques décrites sur son site Internet : <http://www.ledouble.fr>.

Agnès PINIOT, Associée, Présidente de Ledouble

- Expert-comptable et commissaire aux comptes
- MSTCF de l'Université Paris IX – Dauphine
- Expert près la Cour d'Appel de Paris
- Membre de l'APEI et de la SFEV
- Membre de la Commission Évaluation de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes (CNCC)
- Conduit régulièrement des missions d'expertise indépendante et d'évaluation

Olivier CRETTE, Associé

- Expert-comptable et commissaire aux comptes
- EM Lyon, docteur en sciences de gestion
- Membre du Comité directeur de l'APEI
- Membre de la SFEV
- Membre de la Commission Évaluation de l'association nationale des Directeurs Financiers et de Contrôle de Gestion (DFCG)
- Membre de la Commission des Normes Professionnelles de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes (CNCC)
- Conduit régulièrement des missions d'expertise indépendante et d'évaluation
- Professeur associé au Conservatoire National des Arts et Métiers (CNAM), chargé d'enseignement à l'Institut d'Administration des Entreprises (IAE) de Paris, à l'Université Paris IX – Dauphine et à SciencesPo

Romain DELAFONT, Directeur de mission

- Master 225 « Finance d'entreprise et d'ingénierie financière » de l'Université Paris IX – Dauphine
- Diplôme Supérieur de Comptabilité et de Gestion
- Membre de la SFEV
- Intervient régulièrement dans des missions d'expertise indépendante et d'évaluation

Marc de LA BÉDOYÈRE, Responsable de mission

- EM Lyon Business School – Mastère Spécialisé Ingénierie Financière
- Master en sciences de gestion (finance) de l'université Paris Panthéon-Sorbonne
- Membre de la SFEV
- Intervient régulièrement dans des missions d'expertise indépendante et d'évaluation

Jonathan NILLY, Responsable de mission

- EM Lyon Business School – Mastère Spécialisé Ingénierie Financière
- École Nationale Supérieure des Mines de Douai – Grade de Master en Ingénierie
- Membre de la SFEV
- Intervient régulièrement dans des missions d'expertise indépendante et d'évaluation

➤ **Riccardo ETZI, Analyste**

- ESCP Europe – Spécialisation Corporate Finance
- Intervient régulièrement dans des missions d'expertise indépendante et d'évaluation

Ledouble

Youness ABOUTAHER, Analyste

- Master Finance et Stratégie – Sciences Po Paris
- Bachelor Économie et Finance – Université du Québec à Montréal (UQAM)
- Intervient régulièrement dans des missions d’expertise indépendante et de commissariat aux apports et à la fusion

--

Dominique LEDOUBLE, en charge de la revue indépendante

Dominique Ledouble n’a pas pris part directement aux travaux diligentés dans le cadre de l’expertise indépendante ; il est intervenu au titre de contrôleur qualité interne au sein de Ledouble conformément à l’article 2 de l’instruction AMF 2006-08.

- Expert-comptable et commissaire aux comptes
- HEC, docteur en droit
- Président de la Fédération Française des Experts en Evaluation (FFEE)
- Fondateur et Président d’honneur de l’APEI
- Membre de la SFEV

Annexe 6 : Liste des expertises financières réalisées par Ledouble (2013 à 2016)

Année	Société	Etablissement présentateur
2016	Medtech	BNP Paribas
2016	Cegid	Natixis
2016	Technofan	Banque Degroof Petercam France
2016	Cegereal	JP Morgan
2015	Leguide.com	Natixis
2015	Norbert Dentressangle	Morgan Stanley
2015	Latécoère	[1]
2015	Linedata Services	Banque Degroof, HSBC, Natixis
2015	Euro Disney SCA	BNP Paribas
2014	Euro Disney SCA	[2]
2014	Siic de Paris	Natixis
2014	Bull	Natixis, Rothschild
2013	Global Graphics	[3]
2013	Sam	Société Générale
2013	Etam	Natixis
2013	Tesfran	Oddo Corporate Finance
2013	Monceau Fleurs	Omega Capital Market
2013	Sical	Arkeon Finance
2013	Auto Escape	Portzamparc
2013	Klémurs	Morgan Stanley
2013	Foncière Sépric	Crédit Agricole CIB
2013	Elixens	Banque Palatine

[1] et [2] : Augmentations de capital réservées - Expertises indépendantes au titre de l'article 261-2 du règlement général de l'AMF.

[3] : Transfert de siège au Royaume-Uni.

Annexe 7 : Présentation du Panel ²⁴⁰

Kosmos Energy Ltd	Fondée en 2003, Kosmos Energy détient en Afrique des actifs de production (Ghana) et des licences d'exploration (Mauritanie, Maroc et Sénégal).
	
Ophir Energy Plc	Fondée en 2004, Ophir Energy est une société d'exploration et de production de pétrole et de gaz opérant sur l'ensemble du cycle « upstream » principalement en Afrique et en Asie.
	
Premier Oil Plc	Fondée en 1934 et introduite en bourse à Londres en 1936, Premier Oil Plc est une société indépendante d'exploration et de production pétrolière opérant principalement au Royaume Uni et en Malaisie.
	
Seplat Petroleum Development	Fondée en 2009, Seplat Petroleum est une société d'exploration et de production de pétrole et de gaz. La société est un des principaux opérateurs dans le delta du Niger et détient six licences comprenant des champs développés en production et des champs découverts mais non développés.
	
Soco International Plc	Fondée en 1997, Soco International est une société d'exploration et de production de pétrole et de gaz basée au Royaume Uni, détenant des actifs de production au Vietnam et des intérêts d'exploitation en République du Congo et en Angola.
	
Total Gabon	Fondée en 1949, Total Gabon est une société d'exploration et de production de pétrole, détenue par le groupe Total (58%), par la République Gabonaise (25%) et d'autres actionnaires (17%).
	
Tullow Oil Plc	Fondée en 1985 et introduite en bourse à Londres en 1987, Tullow Oil est une entreprise britannique indépendante de production et d'exploration de pétrole et de gaz. Engagée dans l'exploration de pétrole et de gaz, le développement, la production et la vente d'hydrocarbures et autres produits dérivés, Tullow Oil opère principalement en Afrique et en Europe.
	
Vaalco Energy Inc	Fondée en 1985, Vaalco Energy est une société d'exploration et de production de pétrole et de gaz, détenant des actifs principalement au Gabon et exerçant des activités d'exploration en Angola, en Guinée équatoriale et aux États-Unis.
	

²⁴⁰ Source : Bloomberg, documents de référence. Les capitalisations boursières sont présentées en moyenne 1 mois, sur septembre 2016.

Principales caractéristiques des sociétés du Panel

Société	Place de cotation	Capitalisation boursière (M€)	Chiffre d'affaires (M€)	Effectif	Réserves 2P (Mbep)	Production journalière (bep/j)
Kosmos Energy	NYSE	2 087	434	260	76*	23 400
Ophir Energy	LSE	635	148	333	54	12 900
Premier Oil	LSE	393	983	871	332	57 200
Seplat Petroleum	LSE/NSE	514	517	389	480	43 372
Soco International	LSE	541	198	n.c.	37	11 976
Total Gabon	ENX	577	758	508	162*	47 300
Tullow Oil	LSE	2 414	1 480	1 713	322	73 400
Vaalco Energy	NYSE	49	74	125	3*	4 600

*Réserves 1P

10. **MODALITÉS DE MISE À DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES À LA SOCIÉTÉ**

Le document concernant les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société, requis par l'article 231-28 du Règlement général de l'AMF, sera déposé par la Société auprès de l'AMF au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre. Il sera disponible dans le même délai qu'indiqué ci-dessus sur les sites Internet de la Société (www.maureletprom.fr) et de l'AMF (www.amf-france.org) et pourra être obtenu sans frais auprès de la Société.

11. **PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITÉ DU PROJET DE NOTE EN RÉPONSE**

« A ma connaissance, les données du présent projet de note en réponse sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

M. Michel Hochard
Directeur Général de
Établissements Maurel & Prom