

Maurel & Prom

---

Evaluation indépendante des BSA 2010 dans le cadre de la proposition de prolongation de leur durée d'exercice

## Sommaire

<b>1. Présentation du contexte de la mission et de la Société</b>	<b>2</b>
1.1 Contexte de la mission	2
1.11 Rappel des éléments de contexte	2
1.12 Mission	3
1.2 Diligences effectuées	3
1.21 Déclaration d'indépendance	3
1.22 Diligences effectuées	3
1.3 Présentation de Maurel & Prom	4
1.31 Activités	4
1.32 Eléments financiers	4
1.33 Actionnariat au 1er avril 2014	8
1.4 Analyse du secteur de l'exploration et de la production pétrolière et du positionnement de Maurel & Prom sur son marché	9
1.41 Evolutions historiques et perspectives du secteur de l'exploration et de la production pétrolière	9
1.42 Analyse SWOT de Maurel & Prom	11
<b>2. Contexte et motivations de l'Opération envisagée</b>	<b>12</b>
2.1 Analyse de l'évolution du contexte pour les détenteurs de BSA depuis 2010	12
2.11 Situation du groupe au moment de l'attribution en mai 2010	12
2.12 Analyse du cours de bourse	12
2.2 Présentation de l'Opération envisagée et impacts pour les actionnaires	16
<b>3. Valorisation des BSA 2010</b>	<b>16</b>
3.1 Généralités sur l'évaluation de Bons de Souscription d'Actions	16
3.11 Déterminants	16
3.12 Impacts des déterminants	16
3.2 Présentation des termes et conditions des BSA 2010	17
3.21 Caractéristiques des BSA 2010 émis par Maurel & Prom	17
3.22 Organisation de la liquidité	17
3.3 Méthode de valorisation retenue à titre principal : Modèle de Black and Scholes	17
3.31 Présentation du modèle retenu	17
3.32 Paramètres d'application	18
3.33 Effet dilutif du prix de l'action	21
3.34 Valeur théorique des BSA Maurel & Prom	21
3.35 Etudes de sensibilité	22
3.4 Conclusion	23

## I. Présentation du contexte de la mission et de la Société

### I.1 Contexte de la mission

#### 1.11 Rappel des éléments de contexte

Les Etablissements Maurel & Prom (ci-après « la Société ») sont une société anonyme à Conseil d'Administration, cotée sur le marché NYSE Euronext de Paris. Au 23 avril 2014, la capitalisation boursière de la Société ressort à 1 519 millions d'euros.

Le groupe est spécialisé dans l'exploration et la production d'hydrocarbures. Le chiffre d'affaires consolidé, au titre de l'exercice clos au 31 décembre 2013, s'établit à 580 millions d'euros. Le résultat opérationnel ressort à 312 millions d'euros, soit un taux de marge opérationnelle de près de 54 %. Le résultat net du groupe s'établit à 63 millions d'euros.

Le 19 mai 2010, la Société a attribué à l'ensemble de ses actionnaires, afin de les récompenser de leur fidélité, des bons de souscription en actions (ci-après « BSA 2010 ») dont les principales caractéristiques étaient :

- Quantité émise : 121 252 271 bons (1 bon par action)
- Prix d'exercice : 14,20 euros
- Droit d'attribution : 10 BSA donnent droit à 1 action
- Maturité : 30 juin 2014
- Possibilité d'exercice : à tout moment entre le 19 mai 2010 et le 30 juin 2014

La valeur théorique présentée dans le cadre de la note d'opération visée par l'AMF (visa n°10-133 du 17 mai 2010) s'inscrivait dans une fourchette comprise entre 0,082 euro (volatilité retenue de 30 %) et 0,180 euro (volatilité de 45 %). Lors de leur première journée de cotation, les BSA 2010 ont clôturé à 0,157 euro.

Suite à l'approbation de l'opération de distribution de l'intégralité des actions de la société Maurel & Prom Nigéria détenue par la Société à ses actionnaires et de l'admission des actions de la société Maurel & Prom Nigéria sur le marché réglementé NYSE Euronext à Paris le 15 décembre 2011, par l'Assemblée Générale Ordinaire des actionnaires de la Société, réunie le 12 décembre 2011, les droits des titulaires de BSA ont été ajustés comme suit :

- Nouveau droit d'attribution : 1,19 action pour 10 BSA

En date du 15 décembre 2011, le cours de clôture des BSA 2010 s'est établi à 0,218 euro.

Les BSA 2010 arrivant prochainement à échéance, et le cours de bourse de la Société ajusté de la parité préalablement à l'annonce du projet de prolongation étant aux environs du prix d'exercice, le représentant de la masse des porteurs de BSA a saisi le Conseil d'Administration de la Société<sup>1</sup> afin que soit proposée dans le cadre de la prochaine Assemblée Générale des actionnaires, une résolution visant à prolonger la durée d'exercice des BSA 2010.

<sup>1</sup> Courrier daté du 6 mars 2014



## 1.12 Mission

Ricol Lasteyrie Corporate Finance a été nommé le 26 mars 2014 par le Conseil d'Administration de la Société afin de réaliser une évaluation indépendante des BSA 2010 dans le cadre de l'éventuelle prolongation de leur durée d'exercice jusqu'au 31 décembre 2015.

L'objet de notre intervention est d'évaluer l'avantage qui serait consenti aux porteurs des BSA en cas de prolongation de la durée d'exercice des BSA (ci-après l'« Opération ») par les actionnaires actuels.

## 1.2 Diligences effectuées

### 1.21 Déclaration d'indépendance

Ricol Lasteyrie Corporate Finance n'entretient aucun lien juridique ou en capital avec la Société concernée par l'Opération ou ses conseils, et ne détient aucun intérêt financier dans la réussite de l'Opération, ni aucune créance ou dette sur la Société concernée par l'Opération ou toute personne contrôlée par cette société au sens de l'article L.233-3 du code de commerce.

Ricol Lasteyrie Corporate Finance atteste de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui, avec les personnes concernées par l'Opération et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement dans le cadre de la présente mission.

### 1.22 Diligences effectuées

Pour la mise en œuvre de notre mission d'évaluation indépendante (ci-après « la Mission »), nos diligences ont principalement consisté en :

- une prise de connaissance générale de la situation et des perspectives de la Société ainsi que du contexte spécifique dans lequel se situe notre intervention ;
- un examen des éléments financiers de la Société ;
- une analyse de la documentation relative à l'émission des BSA par la Société ;
- une analyse des caractéristiques des BSA émis par la Société ;
- la mise en œuvre de travaux d'évaluation des BSA comprenant :
  - la détermination de la méthodologie d'évaluation adaptée aux BSA au regard de leurs principales caractéristiques ;
  - la détermination des paramètres nécessaires à l'évaluation ;
  - la mise en œuvre de tests de sensibilité de la valeur des BSA.

Dans le cadre de notre mission, nous avons pris connaissance d'un ensemble d'informations comptables et financières (comptes, documents de référence, communiqués ...) publiées par la Société au titre des exercices clos au 31 décembre 2012 et au 31 décembre 2013. Nous avons également pris connaissance des comptes intermédiaires au 30 juin 2013.

Nous avons effectué des revues de la documentation juridique mise à notre disposition, dans la stricte limite et à la seule fin de collecter les informations utiles à notre mission.

Concernant les références analogiques et boursières retenues, nous avons étudié les informations publiques disponibles sur les sociétés comparables à partir de nos bases de données (Thomson One, Datastream, Factiva).

### 1.3 Présentation de Maurel & Prom

#### 1.31 Activités

Maurel & Prom, société cotée à Paris sur Euronext, est spécialisée dans l'exploration et la production d'hydrocarbures (pétrole et gaz), et dans les activités de forage. Les principales activités du groupe comprennent les études géologiques, l'acquisition et le traitement sismique, l'interprétation géophysique et le forage.

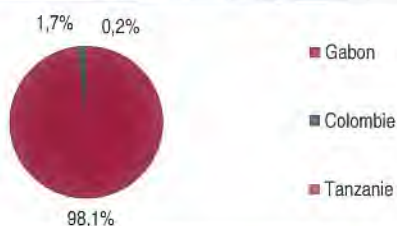
Maurel & Prom poursuit ses activités dans 12 pays répartis sur 4 continents de la manière suivante :

- Activité d'exploitation principalement au Gabon et en Colombie ;
- Activité d'exploration au Gabon, Congo, Namibie, Mozambique, Tanzanie, Syrie, Myanmar, Canada, Colombie, Pérou, France et Italie.

Au 1<sup>er</sup> janvier 2014, le groupe disposait de 184 millions de barils équivalent pétrole (Mbp) de réserves d'hydrocarbures (P1+ P2)<sup>2</sup> pour une production ayant atteint un niveau de 29 000 barils par jour à fin 2013.

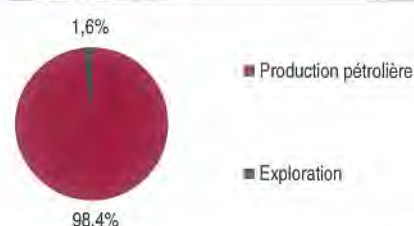
En 2013, la Société, qui compte un effectif de 411 personnes, a réalisé un chiffre d'affaires de 580 millions d'euros réparti de la manière suivante :

Répartition du CA 2013 par zone géographique



Source : Etats financiers consolidés au 31 décembre 2013

Répartition du CA 2013 par activité



Source : Etats financiers consolidés au 31 décembre 2013

#### 1.32 Eléments financiers

##### *Performances sur la période 2009-2012*

Sur la période 2009-2012, les résultats financiers de la Société ont fortement progressé, du fait, d'une part, de l'amélioration des conditions de marché, et d'autre part, de l'augmentation de sa production et du recentrage de sa stratégie sur l'exploitation des ressources avérées.

<sup>2</sup> P1 correspond aux réserves prouvées et P2 correspond aux réserves probables



Le chiffre d'affaires consolidé est ainsi passé de 192 millions d'euros en 2009 à 452 millions d'euros en 2012, soit une croissance annuelle moyenne de 33 %. Cette forte croissance s'explique à la fois par la hausse de la production, qui est passée d'un niveau journalier moyen de 12 000 barils en 2009 à 20 000 barils par jour en 2012 (+19 % par an en moyenne), et par l'augmentation des prix du pétrole. Le cours moyen du Brent<sup>3</sup> a en effet progressé de plus de 80 % sur la période, passant de 61,7 dollars le baril en 2009 à 112,0 dollars en 2012.

Dans le même temps, Maurel & Prom a choisi de recentrer sa stratégie sur les réserves déjà avérées aux dépens de l'exploration, afin de lui permettre notamment de réduire de manière significative le montant de ses charges d'exploration. Ce choix a permis au groupe de diminuer considérablement sa base de coûts et de renouer avec la rentabilité à partir de 2011. La marge opérationnelle du groupe est ainsi passée de -10 % en 2009 à 41 % en 2012.

Le résultat net du groupe s'est mécaniquement amélioré de -46 millions d'euros en 2009 à 41 millions d'euros en 2012.

Sur l'ensemble de la période, la dette financière nette du groupe a fortement progressé, passant de 29 millions d'euros en 2009 à 404 millions d'euros en 2012, soit un gearing<sup>4</sup> de 52,4 % en 2012, contre 3,1 % en 2009. Cette augmentation a été particulièrement marquée au cours de l'exercice 2010, du fait principalement de l'acquisition de 45% du capital de la société nigériane Seplat et de l'émission d'un emprunt de type OCEANE, à échéance 2015, pour un montant de 70 millions d'euros.

### *Exercice 2013*

Sur l'exercice 2013, Maurel & Prom a connu une forte augmentation de son chiffre d'affaires (+29 %) qui ressort à 580 millions d'euros. Cette progression, amorcée en 2010, résulte principalement de la hausse de la production et des volumes vendus au Gabon, ce dernier représentant 98 % de l'activité du groupe. Les ventes de barils sont ainsi passées de 15 541 barils vendus par jour en moyenne en 2012 à 19 580 barils par jour en moyenne sur 2013 (+26 %).

A fin 2013, la production de barils a même atteint le niveau de 29 000 barils par jour, un niveau supérieur à celui escompté en début d'exercice par le groupe (27 000 barils par jour). Maurel & Prom a par ailleurs confirmé son objectif d'une production brute de 35.000 barils par jour au deuxième semestre 2014.

Le résultat opérationnel courant a aussi fortement progressé, passant de 186 millions d'euros en 2012 à 312 millions d'euros au titre de l'exercice 2013. Cette nette amélioration des marges est la conséquence, de deux facteurs principaux :

- une baisse des charges grâce à un programme d'exploration un peu plus réduit, conséquence de la stratégie adoptée par le groupe à partir de 2010 ;
- et une diminution des dotations aux amortissements liée à l'attribution d'un nouveau contrat de partage de la production au Gabon.

<sup>3</sup> Le Brent est l'indice de référence mondial des prix du pétrole brut. Son cours détermine celui de plus de 65 % des pétroles bruts extraits dans le monde, dont le pétrole africain.

<sup>4</sup> Le gearing est un ratio permettant de mesurer l'équilibre de la structure financière d'une entreprise. Il est calculé en rapportant la dette financière nette de l'entreprise à ses capitaux propres.

Le résultat financier de la période s'établit à -67 millions d'euros, en hausse de 58 % par rapport à 2012, et correspond essentiellement aux charges liées au financement du groupe à travers, à la fois, des obligations convertibles (OCEANE 2014 et 2015) pour un montant de 368 millions d'euros et une ligne de crédit (« *Senior Secured Facility* ») de 350 millions de dollars (267 millions d'euros), mise en place en novembre 2012, et tirée le 25 janvier 2013.

Le résultat net du Groupe au titre de l'exercice 2013, s'établit ainsi à 63 millions d'euros, en hausse de 53 % par rapport à 2012, après prise en compte de l'impact négatif de la cession des titres de la société Tuscany International Drilling pour -45 millions d'euros.

Le flux de trésorerie disponible a quant à lui presque triplé passant de 67 millions d'euros en 2012 à 198 millions d'euros en 2013, du fait notamment :

- de la progression du flux de trésorerie lié à l'activité, et ce malgré une hausse du BFR d'exploitation ;
- de la légère réduction des investissements ;
- et de la mise en place d'une nouvelle ligne de crédit de 350 millions de dollars.

### Structure financière au 31 décembre 2013

Au 31 décembre 2013, la dette financière nette s'établissait à 454 millions d'euros, en hausse de 12 % par rapport à 2012.

Celle-ci se décomposait de la manière suivante :

#### Endettement financier net

En millions d'euros	Au 31 déc. 2013	Au 31 déc. 2012
	Total	Total
<b>+ Emprunts obligataires</b>	<b>367,1</b>	<b>357,7</b>
Autres emprunts et dettes	281,9	113,5
- BGFI - ligne de crédit <sup>(1)</sup>		15,0
- BNP - RBL <sup>(2)</sup>		98,5
- Emprunt Crédit Suisse	32,3	
- Senior Secured Facility	249,6	
Dettes sur location financement	2,9	0,0
Concours bancaires	10,3	0,1
<b>+ Autres emprunts et dettes financières</b>	<b>295,1</b>	<b>113,7</b>
<b>Total endettement financier brut</b>	<b>662,2</b>	<b>471,4</b>
Liquidités, Banques et caisses	(85,6)	(38,0)
Dépôts bancaires à court terme	(122,8)	(29,4)
Valeurs mobilières de placement		
<b>Total trésorerie et équivalents de trésorerie</b>	<b>(208,4)</b>	<b>(67,4)</b>
<b>ENDETTÉMENT FINANCIER NET</b>	<b>453,8</b>	<b>404,0</b>

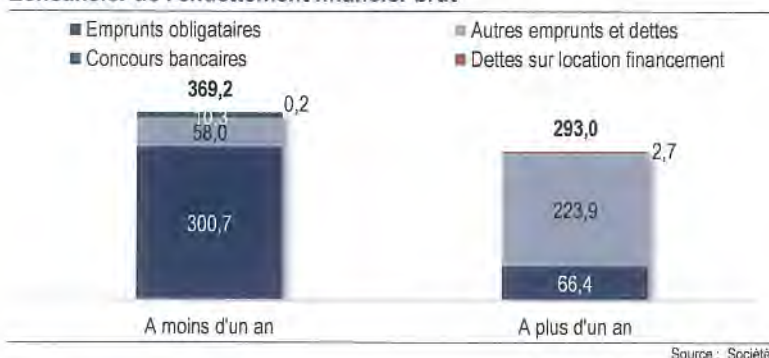
(1) Ligne de crédit de 15 millions d'euros souscrite par le groupe auprès de la BGFI en avril 2011. Cette ligne a été remboursée en février 2013 suite à la mise en place d'une nouvelle facilité (*Senior Secured Facility*)

(2) Emprunt de type "Reserve Based Loan", dit RBL, conclu le 29 mai 2009 avec un consortium de quatre banques (BNPP, Calyon, Natixis et Standard Bank) et tiré à hauteur de 130 millions de dollars (98,5 millions d'euros) au 31 décembre 2012. Cette ligne a été remboursée en 2013 suite à la mise en place d'une nouvelle facilité (*Senior Secured Facility*)



A fin 2013, l'échéancier de l'endettement financier brut de la société Maurel & Prom était le suivant :

#### Echéancier de l'endettement financier brut



Au 31 décembre 2013, l'endettement financier brut du groupe était principalement composé de :

- Deux emprunts obligataires (« OCEANE 2014 » et « OCEANE 2015 ») pour un montant global de 368 millions d'euros et dont les modalités sont les suivantes :
  - Les « OCEANE 2014 » ont été émises le 7 juillet 2009 et sont composées de 19 074 519 OCEANE à échéance 31 juillet 2014 et au prix d'exercice de 15,60 euros l'unité, pour un montant total brut de 298 millions d'euros. Elles portent intérêt à 7,125 % par an ;
  - Les « OCEANE 2015 » ont été émises le 8 juillet 2010 et sont composées de 5 511 812 OCEANE à échéance 31 juillet 2015 et au prix d'exercice de 12,70 euros l'unité, pour un montant total brut de 70 millions d'euros. Elles portent intérêt à 7,125 % par an.
- D'une ligne de crédit Senior mise en place par Maurel & Prom Gabon S.A. (« *Senior Secured Facility* ») d'un montant de 350 millions de dollars, et intégralement tirée au 31 décembre 2013. Le contrat de crédit a été conclu avec un consortium de cinq banques internationales (Natixis, BNP Paribas, Crédit Agricole Corporate and Investment Bank, Standard Bank Plc et Standard Chartered Bank) et l'agence d'export du Canada (Export Development Canada). La première échéance de cet emprunt est fixée à juin 2014.
- Et d'un emprunt d'un montant de 50 millions de dollars, contracté le 23 décembre 2013 auprès de Crédit Suisse, dans le cadre de l'achat à Tuscany de la société Caroil. Cet emprunt est remboursable in fine le 23 décembre 2018 et porte intérêt à hauteur de LIBOR + 2 %.

En décembre 2013, le groupe a conclu avec un consortium de banques un contrat de crédit de 200 millions de dollars. Cette enveloppe a vocation à concourir, si nécessaire, au remboursement des OCEANE 2014 au plus tard à leur échéance, le 31 juillet 2014. En cas de tirage, cette facilité devra faire l'objet d'un remboursement échelonné qui devra se faire au plus tard le 31 décembre 2015.

Le groupe doit donc faire face à des engagements financiers à court terme relativement conséquents.



### 1.33 Actionnariat au 1er avril 2014

En date du 1<sup>er</sup> avril 2014, le capital de Maurel & Prom est constitué de 121 532 243 actions.

A cette date, seuls deux actionnaires détiennent plus de 5 % du capital, les sociétés Pacifico S.A. et Macif.

- La société Pacifico S.A. (société contrôlée à plus de 99 % par M. Jean-François Hénin, président-directeur général du groupe, et sa famille) détient 28 749 616 actions, lui conférant 23,66 % du capital et 30 % des droits de vote exerçables ;
- La société Macif détient, quant à elle, 8 324 204 actions, lui conférant 6,85 % du capital et 6,52 % des droits de vote exerçables.

Le reste du capital est détenu à hauteur de 35,22 % (34,94 % des droits de vote) par des institutionnels identifiés et des actionnaires nominatifs, et à hauteur de 28,53 % (27,14 % des droits de vote) par le public.

Le solde du capital est composé de :

- 5 688 235 actions d'autocontrôle, soit 4,68 % du capital ;
- Et de 1 291 370 actions détenues par les salariés du groupe, soit 1,06 % du capital et 1,38 % des droits de vote exerçables.

Le groupe a par ailleurs émis plusieurs instruments dilutifs, au cours des dernières années, dont principalement des obligations convertibles, « OCEANE 2014 » et « OCEANE 2015 », pour des montants respectifs de 298 millions d'euros et 70 millions d'euros, et des bons de souscription d'action (« BSA 2010 »).

Les parités de conversion de ces deux emprunts sont de 1,22 action pour une OCEANE 2014 et de 1,19 action pour une OCEANE 2015.

Au 31 mars 2014, il reste 19 061 198 OCEANE 2014 et 5 410 512 OCEANE 2015 en circulation.

Maurel & Prom a de plus émis, le 19 mai 2010, des BSA dont les caractéristiques sont rappelées au paragraphe 1.11 ci-dessus.

Le ratio actuel d'attribution s'établit à 1,19 action pour 10 BSA (initialement 1 action pour 10 BSA).

Au 31 mars 2014, il reste 112 594 021 BSA en circulation.

## 1.4 Analyse du secteur de l'exploration et de la production pétrolière et du positionnement de Maurel & Prom sur son marché

### 1.41 Evolutions historiques et perspectives du secteur de l'exploration et de la production pétrolière

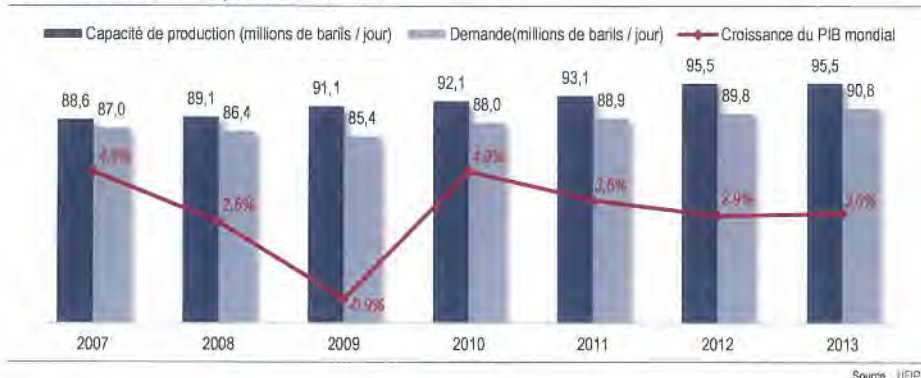
#### *Evolutions historiques du marché*

Après avoir connu une croissance importante entre 2003 et 2007, tirée notamment par une hausse exceptionnelle du PIB mondial de l'ordre de 4,5 % par an sur la période, le secteur pétrolier a été fortement impacté par la crise économique et financière de 2008.

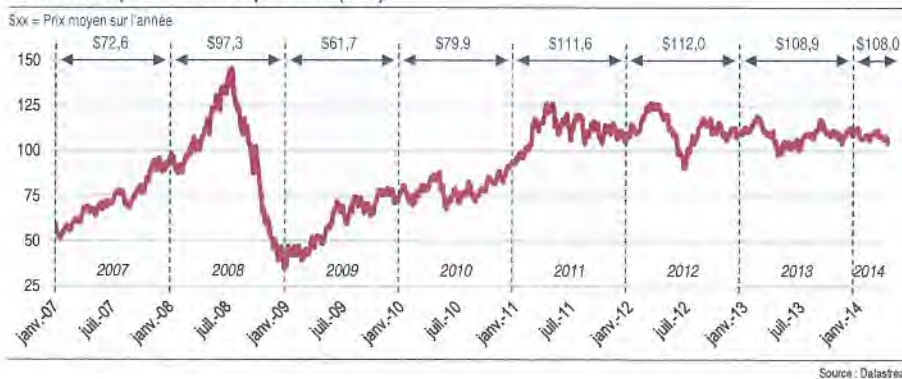
En effet, après avoir cru à un rythme régulier de 2% par an entre 2003 et 2007, la demande mondiale de pétrole a reculé de près de 2% sur 2008 et 2009, suivant ainsi l'évolution du PIB mondial.

Dans le même temps, le cours du Brent s'est effondré, notamment au deuxième semestre 2008, où celui-ci est passé de 145 dollars le baril au 1<sup>er</sup> juillet 2008 à 36 dollars au 31 décembre 2008, perdant ainsi près de 75 % de sa valeur, alors qu'il avait connu une croissance de l'ordre de 26 % par an au cours de cinq années précédentes.

#### Evolution de la demande pétrolière mondiale



#### Evolution du prix du Brent depuis 2008 (en \$)



A partir de 2009, le secteur a renoué avec la croissance, sur fond de marchés financiers plus optimistes et d'une croissance mondiale repartie à la hausse, principalement dans les marchés émergents.

Le cours du Brent a ainsi fortement progressé entre 2009 et 2011, passant de 36 \$ le baril fin 2008 à 96 \$ le baril début 2011, soit une croissance de plus de 165 %.



Depuis 2011, les prix du pétrole connaissent une forte volatilité oscillant à des niveaux compris entre 100\$ et 125\$ le baril, qui s'explique principalement par l'apparition de tensions géopolitiques frappant certains pays producteurs de pétrole, notamment en Afrique du Nord (Lybie, Egypte) et au Moyen-Orient (Syrie, Iran).

Le cours du Brent s'est établi en moyenne à environ 110 \$ le baril sur la période 2011-2013.

La demande mondiale de pétrole a connu une évolution plus stable que le cours du Brent avec un rattrapage qui s'est principalement fait en 2010 (+3,0 % de croissance) permettant de revenir à un niveau supérieur à celui d'avant-crise. Celle-ci s'est ensuite stabilisée depuis 2011, enregistrant une croissance annuelle moyenne de l'ordre de 1 %.

Au final, sur l'ensemble de la période, la demande mondiale de pétrole a suivi la même tendance que le PIB, dont l'évolution a été marquée par le ralentissement de 2008/2009 lié au contexte économique et financier, tandis que les prix du pétrole brut ont suivi une évolution plus mouvementée.

### *Perspectives du marché*

En 2014, l'augmentation anticipée de la production mondiale de pétrole, sous la pression notamment des pays non-OPEP<sup>5</sup> (en particulier les Etats-Unis qui souhaitent réduire leur taux d'importation de pétrole de 40 % à 25 % à horizon 2016), conjuguée à une faible hausse de la demande dans un contexte économique encore compliqué, devrait mettre sous pression les prix du brut.

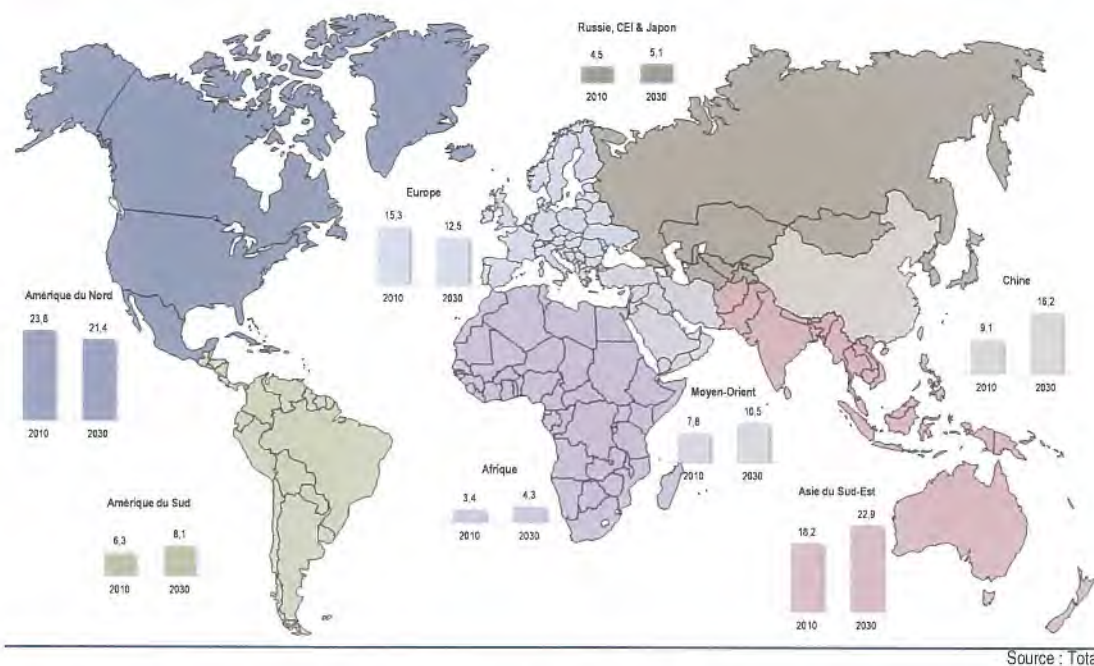
Après s'être maintenu à un niveau élevé en 2013, à 108,9 dollars le baril en moyenne, le cours moyen du Brent sur 2014 devrait, selon le département américain de l'Energie (« *Energy Information Administration* » ou « *EIA* »), s'établir aux alentours de 104 dollars le baril, soit un recul de 5 % par rapport à 2013.

Sur le plus long terme, si l'évolution des prix est plus difficile à appréhender, les sociétés du secteur pétrolier devraient néanmoins bénéficier du développement significatif de la demande pétrolière mondiale à horizon 2030. Selon l'AIE<sup>6</sup>, la demande énergétique mondiale devrait ainsi augmenter de 34 % entre 2009 et 2030, principalement du fait des pays émergents où elle est appelée à augmenter de 54 %.

<sup>5</sup> OPEP : Organisation des Pays Producteurs et Exportateurs de Pétrole. Créée en 1960, elle comprend douze membres (Algérie, Angola, Lybie, Nigéria, Arabie Saoudite, Emirats Arabes Unis, Irak, Iran, Koweït, Qatar, Equateur et Vénézuëla)

<sup>6</sup> AIE : Agence Internationale de l'Energie

**Evolution de la demande mondiale en produits pétroliers 2010 – 2030 (Millions de barils / jour)**



Ainsi, si Maurel & Prom risque de devoir faire face en 2014 à une légère diminution des prix du pétrole, le groupe devrait néanmoins bénéficier sur le long terme de la forte croissance de la demande pétrolière mondiale.

**1.42 Analyse SWOT de Maurel & Prom**

<u>Forces</u>	<u>Faiblesses</u>
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Réserves importantes, notamment au Gabon et en Tanzanie</li> <li>- Structure légère offrant au groupe une forte réactivité</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Structure financière endettée limitant le recours possible à de nouveaux financements à court terme</li> <li>- Refinancement imposé par l'émission de deux OCEANE venant à échéance en 2014 et en 2015</li> <li>- Acteur « Junior » dans un marché dominé par les grands groupes internationaux (« Majors »)</li> </ul>
<u>Opportunités</u>	<u>Menaces</u>
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Projets d'exploration dans des zones à haut potentiel rémunérateur (par exemple l'Offshore en Namibie)</li> <li>- Monétisation possible des actifs de gaz en Tanzanie qui pourraient rapidement augmenter les ventes de M&amp;P et les flux de trésorerie</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Baisse des prix du pétrole</li> <li>- Aléas des succès en matière d'exploration</li> </ul>



## 2. Contexte et motivations de l'Opération envisagée

### 2.1 Analyse de l'évolution du contexte pour les détenteurs de BSA depuis 2010

#### 2.11 Situation du groupe au moment de l'attribution en mai 2010

L'attribution de BSA aux actionnaires du groupe Maurel & Prom, annoncée en avril 2010, avait deux objectifs principaux :

- Récompenser et fidéliser les actionnaires tout en compensant la diminution du dividende par action, passé de 0,35 euro par action au titre de l'exercice 2008 à 0,10 euro au titre de l'exercice 2009 ;
- Renforcer, en cas d'exercice des BSA, les fonds propres du groupe pour un montant maximum de 172 millions d'euros, lui permettant ainsi de faire face à ses besoins de financement à court-terme.

Au moment de l'annonce de l'opération, le groupe était dans une situation fragile et sortait d'un exercice 2009 très décevant.

Au niveau de l'activité, le chiffre d'affaires avait été divisé par deux, suite à la cession d'actifs en Colombie, et le groupe avait enregistré une perte de 51 millions d'euros, contre un bénéfice net de 63 millions d'euros en 2008.

Le groupe avait par ailleurs été contraint, dans le même temps, de faire face à la défaillance du marché bancaire suite à la crise financière survenue à l'automne 2008 et avait dû restructurer sa dette afin de rembourser une partie de ses OCEANE 2010.

Enfin, le groupe a dû faire face à des échecs dans son programme d'exploration ayant mis à rude épreuve sa stratégie, celle-ci consistant principalement alors à investir dans l'exploration pour finir par céder des actifs de production opérationnels.

Face à cette situation, Maurel & Prom a annoncé en avril 2010, au moment de l'attribution des BSA, vouloir modifier sa stratégie afin d'accroître et de sécuriser ses revenus et ses cash-flows.

Pour ce faire, le groupe a décidé, à partir de 2010, de concentrer ses efforts sur le développement et l'exploitation de sa plate-forme historique au Gabon et des actifs acquis un peu plus tôt au Nigeria.

#### 2.12 Analyse du cours de bourse

##### *Analyse du cours de bourse et du cours des BSA*

Le titre Maurel & Prom (ISIN FR0000051070) est coté sur le compartiment A du marché Nyse-Euronext.

Nous avons procédé à l'analyse du cours de bourse du titre Maurel & Prom en date du 23 avril 2014. A la clôture, le cours ressort à 12,50 euros par action induisant une capitalisation boursière de 1 519 millions d'euros.

Le graphique ci-dessous montre l'évolution du cours de bourse du titre Maurel & Prom ainsi que du cours rebasé des BSA depuis le 19 mai 2010, date d'émission de ces derniers par la société.

Evolution comparée du cours de l'action Maurel & Prom et des BSA 2010 rebasés depuis le 19 mai 2010 (en euros par action)



Légende

- Date
- 11 18/06/2010 Projet Nigeria : accord de la société nationale nigérienne (NNPC) sur la vente par de 45% des droits miniers des Oil Mining Licences 4,38 et 41 à SEPLAT
  - 12 09/07/2010 Emission d'OCEANE échéance 2015 : 70 M€
  - 13 27/08/2010 Publication des résultats semestriels 2010
  - 14 20/09/2010 Confirmation de la découverte du champ de Sabanero en Colombie : 500 barils par jour
  - 15 04/11/2010 Publication du CA du troisième trimestre
  - 16 03/02/2011 Chiffre d'affaires 2010 en forte progression à 345,8 M€
  - 17 28/03/2011 Constatation d'un potentiel important lié en particulier aux découvertes effectuées en 2010 et à l'acquisition d'actifs au Nigeria
  - 18 31/03/2011 Publication des résultats annuels
  - 19 31/03/2011 Maurel & Prom conclut une alliance stratégique avec Pacific Rubiales Energy
  - 20 24/05/2011 Distribution envisagée des actions M&P Nigeria aux actionnaires de M&P
  - 21 10/08/2011 Publication du CA du premier semestre 2011
  - 22 12/10/2011 Perou - Signature d'un accord de farm-out entre M&P et Pacific Rubiales Energy
  - 23 12/12/2011 Approbation par l'assemblée générale de Maurel & Prom de la distribution de 100% du capital de Maurel & Prom Nigeria
  - 24 15/12/2011 Cotation de Maurel & Prom Nigeria sur NYSE Euronext
  - 25 02/02/2012 Publication du CA 2011 (en forte progression +72%)
  - 26 15/03/2012 Deux nouveaux permis d'exploitation accordés par le gouvernement de Namibie
  - 27 28/03/2012 Publication des résultats 2011
  - 28 14/06/2012 Compte rendu de l'assemblée générale mixte du 14 juin 2012 - approbation du versement d'un dividende de 40 centimes d'euro par action
  - 29 31/08/2012 Résultats du premiers semestres 2012
  - 30 08/11/2012 Signature d'une nouvelle ligne de crédit de 350 M\$
  - 31 07/02/2013 Chiffre d'affaires 12 mois 2012 : 472M€
  - 32 20/03/2013 Exercice des Bons de souscription TUSCANY
  - 33 30/04/2013 Accord de partenariat avec MP Nigeria
  - 34 10/06/2013 Maurel & Prom dément les informations relayées par Bloomberg et indique ne faire l'objet d'aucun litige fiscal au Gabon
  - 35 19/07/2013 Partenariat entre Maurel & Prom, MPI et Pétrolia
  - 36 02/08/2013 Prise de participation dans le capital de Deep Well Oil & Gas (20%) et dans des blocs en Alberta (Canada)
  - 37 29/09/2013 Résultats du premier semestre 2013
  - 38 14/11/2013 Maurel & Prom acquiert les activités de forage Afrique de Tuscany et vend ses actions Tuscany
  - 39 24/12/2013 Maurel & Prom annonce la conclusion de l'acquisition d'activités de forage de Tuscany en Afrique ainsi que la vente de toutes ses actions Tuscany
  - 40 23/01/2014 Chiffre d'affaires 2013 : 573M€ (+21% vs 2012)
  - 41 24/02/2014 La République Gabonaise et Maurel & Prom : Une collaboration sur le long terme réaffirmée
  - 42 27/03/2014 Maurel & Prom éligible au PEA-PME



Le cours de bourse de Maurel & Prom est un indicateur pertinent de la valeur des fonds propres du groupe au regard :

- de la taille de sa capitalisation boursière ;
- de la taille de son flottant (environ 62 %) ;
- d'une rotation significative de son capital (rotation de 58 % sur la dernière année) et de son flottant (rotation de 93 %) ;
- du suivi régulier par les analystes.

#### Données boursières

Cours - en €	23/04/2014	Liquidité	en Milliers
<b>Spot</b>	<b>12,50</b>	Moyenne volume/jour 1 mois	373
<b>Nombre d'actions (milliers)</b>	<b>121 530</b>	Moyenne volume/jour 3 mois	314
<b>Capi. boursière en M€</b>	<b>1 519,1</b>	Moyenne volume/jour 6 mois	276
Moyen pondéré 1 mois	11,74	Somme volume 1 an	70 046
Moyen pondéré 3 mois	11,75	NOSH	121 530
Moyen pondéré 6 mois	11,79	Flottant	62,1%
Moyen pondéré 12 mois	12,01	Rotation du capital 1 an	57,6%
Plus haut 12 mois	13,46	Rotation du flottant 1 an	92,9%
Plus bas 12 mois	10,93		

Source : Datastream

Sur l'ensemble de la période considérée, le cours de l'action Maurel & Prom a progressé de 40 %, passant de 8,61 euros au 19 mai 2010 à 12,50 euros au 23 avril 2014.

Après avoir, tout d'abord, légèrement reculé au deuxième trimestre 2010 en raison notamment des retards de production annoncés par le groupe sur ses champs gabonais, le cours de bourse de Maurel & Prom a connu une très forte progression sur le deuxième semestre 2010 et le premier semestre 2011, s'expliquant à la fois par la montée en puissance de sa production au Gabon, par des succès en matière d'exploration et par la publication de résultats en forte hausse. Bénéficiant parallèlement de la hausse du Brent, le cours de bourse a ainsi presque doublé (+84 %) entre le 30 juin 2010 et 30 juin 2011, s'établissant à plus de 14 euros. Le cours de Maurel & Prom a même dépassé à plusieurs reprises la barre des 14,20 euros au cours du mois de juin 2011.

Le cours a ensuite fortement diminué au début du mois d'août 2011 (-30 % entre le 26 juillet 2011 et le 8 août 2011), principalement impacté par la baisse des marchés boursiers sur la période (-18 % pour le SBF 120 sur la même période).

Au deuxième semestre 2011, le cours a à nouveau progressé pour revenir à un niveau supérieur à 14,20 euros en février 2012 (+47 % sur la période considérée).

Sur le deuxième trimestre 2012, le titre Maurel & Prom a été pénalisé par des retards de production au Gabon, dus à un glissement de terrain survenu sur deux puits du gisement d'Omoc-Nord, avant de croître à nouveau grâce au rattrapage de son retard plus rapidement que prévu.

Au quatrième trimestre 2012 et au premier trimestre 2013, le groupe a connu une forte hausse de son cours de bourse, liée principalement à la forte progression de sa production au Gabon ainsi que de ses réserves mais aussi à des rumeurs continues de rachat (Shell, Sinopec, Pertamina).

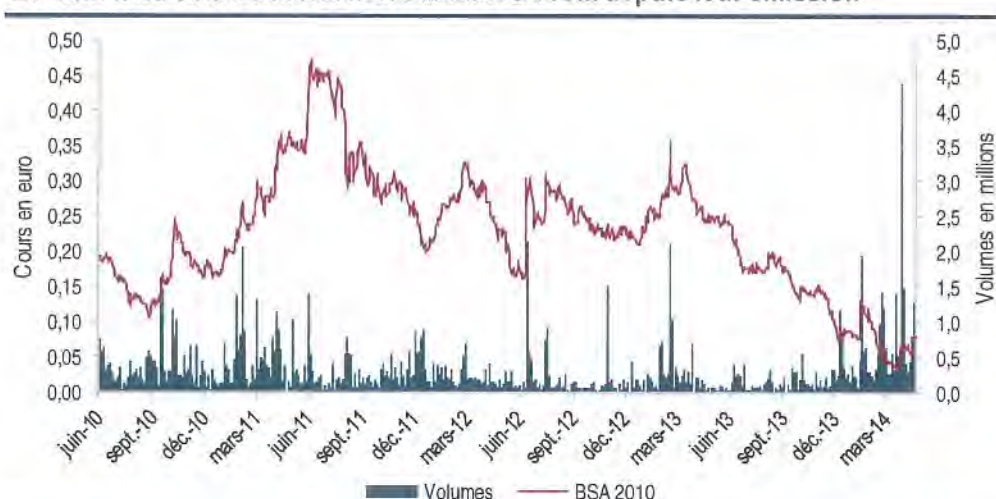
Sur le reste de l'année 2013, le cours de bourse de Maurel & Prom est resté fortement sous pression, principalement en raison de rumeurs concernant une possible non-reconduction de la licence de production du groupe au Gabon ; rumeurs liées notamment au contentieux ayant opposé Sinopec, via sa filiale Addax Petroleum, à l'Etat gabonais.

L'observation du cours des BSA permet par ailleurs de constater la très forte corrélation avec le sous-jacent sur la période allant de mai 2010 à mai 2013, le cours des BSA amplifiant de manière importante l'évolution du titre Maurel & Prom.

A partir de mai 2013, le titre de Maurel & Prom stagnant aux alentours de 11 euros avec une très faible volatilité, nous observons un décrochage progressif du cours des BSA, lié au fait que leur valeur intrinsèque est alors nulle tandis que la valeur temps diminue progressivement.

L'analyse de l'évolution parallèle du cours de l'action Maurel & Prom et du cours des BSA émis par la Société nous permet de constater que ces derniers ont tendance à amplifier les variations du sous-jacent. D'autre part, depuis près d'un an le cours du BSA se décolore du cours de l'action en affichant une forte tendance baissière.

#### Evolution du cours des BSA 2010 Maurel & Prom depuis leur émission



#### Données boursières des BSA

Cours en €	23/04/2014	Liquidité	en Milliers
Spot	0,081		
Moyen pondéré 1 mois	0,0579	Moyenne volume/jour 1 mois	704 181
Moyen pondéré 3 mois	0,0608	Moyenne volume/jour 3 mois	493 253
Moyen pondéré 6 mois	0,0758	Moyenne volume/jour 6 mois	372 044
Moyen pondéré 12 mois	0,0986	Somme volume 1 an	59 334 007
Plus haut 12 mois	0,252	Nombre de BSA au 31/03/2014 *	112 594
Plus bas 12 mois	0,033	Rotation	53%

Source : Datastream, \* Société



Nous constatons que depuis la présentation des résultats 2013 et l'annonce du projet de prolongation de la durée d'exercice des BSA, le cours s'est amélioré dans des volumes d'échange importants.

## 2.2 Présentation de l'Opération envisagée et impacts pour les actionnaires

La période d'exercice des BSA 2010 arrivant à échéance le 30 juin 2014, le représentant de la masse des porteurs de BSA a saisi le Conseil d'Administration de la Société pour que soit proposée lors de la prochaine Assemblée Générale des actionnaires une résolution demandant la prolongation de la durée d'exercice des BSA.

L'Opération envisagée est donc une modification de la caractéristique de maturité des BSA, la faisant passer du 30 juin 2014 au 31 décembre 2015.

## 3. Valorisation des BSA 2010

### 3.1 Généralités sur l'évaluation de Bons de Souscription d'Actions

Un Bon de Souscription d'Action (« BSA ») est un titre financier permettant de souscrire à des actions pendant une période donnée, dans une proportion et un prix fixé à l'avance.

La valeur d'un BSA est égale à la somme de sa valeur intrinsèque (différence entre le prix actuel de l'action pouvant être acquise et le prix d'exercice du bon) et de sa valeur temps (traduisant une anticipation d'une valeur intrinsèque encore plus forte que celle mesurée actuellement), ainsi :

<b>Valeur de l'option = Valeur intrinsèque + Valeur temps</b>
---

#### 3.11 Déterminants

Il existe six paramètres déterminants de la valeur d'une option :

- Le prix de l'actif sous-jacent, ou prix de l'action *spot* (S)
- Le prix d'exercice des bons ou *strike* (K)
- La volatilité de l'actif sous-jacent ( $\sigma$ )
- La durée de vie de l'option ou maturité (T)
- Le taux d'intérêt sans risque (r)
- Le taux de distribution des dividendes (q)

#### 3.12 Impacts des déterminants

La valeur d'une option d'achat est d'autant plus importante que :

- Le cours du sous-jacent est élevé ;
- Le prix d'exercice est faible ;
- La volatilité de l'action sous-jacente est élevée ;
- La maturité de l'option est longue ;
- Le taux sans risque est élevé ;
- Le taux de distribution des dividendes est faible.

## 3.2 Présentation des termes et conditions des BSA 2010

### 3.21 Caractéristiques des BSA 2010 émis par Maurel & Prom

Les BSA Maurel & Prom ont été émis le 19 mai 2010 ; suite à la modification de la parité d'exercice en décembre 2011, les caractéristiques des BSA 2010 sont les suivantes :

- Quantité de bons : 112 594 021 BSA 2010 au 31 mars 2014
- Prix d'exercice : l'exercice de 10 BSA implique le paiement de 14,20 euros pour acquérir 1,19 action
- Parité d'exercice : 10 BSA donnent le droit de souscrire à 1,19 action nouvelle
- Période d'exercice initiale : à tout moment du 19 mai 2010 au 30 juin 2014
- Nouvelle période d'exercice : à tout moment jusqu'au 31 décembre 2015

Les BSA sont cotés sur Euronext Paris depuis le 19 mai 2010 sous le code ISIN FR0010897082 et leur attribution en 2010 à l'ensemble des actionnaires s'est faite gratuitement.

### 3.22 Organisation de la liquidité

Les BSA sont cotés et exerçables à tout moment. Aucune clause statutaire ne limite leur libre négociation ni celle des actions nouvelles résultant de leur exercice.

Le titre Maurel & Prom s'échange sur Euronext Paris et affiche une rotation du flottant de 93% avec un volume de 70 millions d'actions échangées en un an. Celui-ci est donc liquide, et aucune décote de liquidité ne sera retenue dans nos calculs.

## 3.3 Méthode de valorisation retenue à titre principal : Modèle de Black and Scholes

### 3.31 Présentation du modèle retenu

Les BSA Maurel & Prom sont exerçables à tout moment jusqu'à la date d'échéance et donnent le droit d'acquérir des actions Maurel & Prom à un prix fixé. Ceci les rend assimilables à une option d'achat dite américaine (ou Call US).

La valeur d'options américaines est couramment déterminée par le modèle d'évaluation de Black & Scholes.

Le modèle binomial peut également être utilisé pour évaluer une option américaine dans le cas où celle-ci ne verse pas de dividende. La Société opérant des versements réguliers de dividendes à l'exception de l'exercice clos au 31 décembre 2013, nous avons privilégié le modèle de Black & Scholes.

Il est important de rappeler que l'évaluation porte sur 10 BSA donnant le droit à 1,19 action et qu'il est nécessaire de diviser le résultat obtenu par 10 afin d'obtenir la valeur d'un BSA.



### 3.32 Paramètres d'application

La formule utilisée dans le modèle de Black & Scholes pour déterminer la valeur d'une option américaine est la suivante :

$$\text{Prix de l'option d'achat} = Se^{-qT}N(d_1) - Ke^{-rT}N(d_2)$$

où :

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{S}{K}\right) + \left(r - q + \frac{\sigma^2}{2}\right)T}{\sigma\sqrt{T}}$$

$$d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{T}$$

avec :

- $N(x)$  désigne la fonction de répartition d'une loi normale centrée-réduite et représente la probabilité qu'une variable suivant cette loi soit inférieure à  $x$ .
- $S$  : le cours du sous-jacent
- $K$  : le prix d'exercice
- $T$  : la durée de vie en année
- $\sigma$  : la volatilité du sous-jacent
- $r$  : le taux sans risque
- $q$  : le taux annuel de distribution de dividende

#### Le cours du sous-jacent, ou prix de l'action *spot* (S)

Le 15 décembre 2011, suite à l'introduction en bourse de Maurel & Prom Nigeria, le droit d'attribution des bons de souscription d'actions a été modifié : 10 BSA donnent désormais droit à 1,19 action.

Dans le cadre de nos travaux, nous avons considéré le cours spot de l'action Maurel & Prom en date du 23 avril 2014, ressortant à 12,50 euros, comme référence du sous-jacent que nous avons ajusté de la parité en multipliant ce dernier par 1,19. Ainsi le prix du sous-jacent s'établit à 14,88 euros, soit  $12,50 \times 1,19$ .

#### Le prix d'exercice des bons ou *Strike* (K)

Le prix d'exercice des BSA est inchangé depuis leur émission à 14,20 euros pour 10 bons.

Le prix d'exercice est donc aujourd'hui de 14,20 euros pour 1,19 action.

#### La durée de vie de l'option (T)

La durée de vie de l'option s'exprime en années et correspond à la durée entre la date d'évaluation des BSA et leur date d'échéance.

La durée de vie restante actuelle des BSA est de 0,19 an.

Dans le cadre de la proposition qui sera faite aux actionnaires de la société, la date d'échéance des BSA initialement fixée au 30 juin 2014 serait reportée au 31 décembre 2015. Ce délai supplémentaire concédé aux porteurs de BSA a pour effet d'augmenter la durée de vie de l'option de 1,50 an (78 semaines) soit une maturité totale de 1,69 an (88 semaines).

### La volatilité de l'actif sous-jacent ( $\sigma$ )

La volatilité d'une option est certainement le paramètre le plus difficile à estimer.

Plusieurs approches existent :

- l'utilisation de volatilités implicites ressortant par exemple de l'observation de produits financiers similaires ;
- l'utilisation de volatilités historiques observées sur le titre sous-jacent s'il est coté et liquide, ou à partir d'un échantillon de sociétés comparables

La volatilité historique du titre Maurel & Prom est calculée sur une base hebdomadaire et correspond, pour une date donnée, à l'écart type annualisé de sa rentabilité. Nous avons calculé la moyenne des volatilités sur une période d'observation de 88 semaines, qui correspond à la durée de vie restante des BSA avec une date d'échéance au 31 décembre 2015.

Pour s'assurer de la cohérence du niveau obtenu, nous avons effectué les mêmes travaux sur un échantillon de sociétés comparables dont les résultats sont présentés ci-dessous :

Analyse de volatilité sur 88 semaines	
Société	Volatilité moyenne
Genel energy	25,9%
Tullow Oil	28,5%
Soco International	27,5%
DNO International	35,3%
Lundin Petroleum	26,0%
Dragon Oil	25,6%
<b>Volatilité historique des comparables</b>	<b>28,2%</b>
<b>Volatilité historique du titre M&amp;P</b>	<b>29,9%</b>

Cette analyse fait ressortir une volatilité moyenne sur 88 semaines des sociétés comparables de 28,2 % au 23 avril 2014. Ce résultat est en ligne avec la volatilité observée de l'action Maurel & Prom qui ressort à 29,9 %.

Nous retenons donc pour évaluer les BSA Maurel & Prom une volatilité du sous-jacent de 29,9 % qui correspond à la moyenne des volatilités historiques sur une période de 1,69 an du titre Maurel & Prom.

L'application de cette méthode sur la durée de vie actuelle des BSA conduirait à retenir une volatilité de 22,7 %.

### Le taux d'intérêt sans risque (r)

Le taux sans risque utilisé dans nos calculs est fonction de la maturité. Nous avons pris comme référence les taux SWAP Euro vs Euribor.



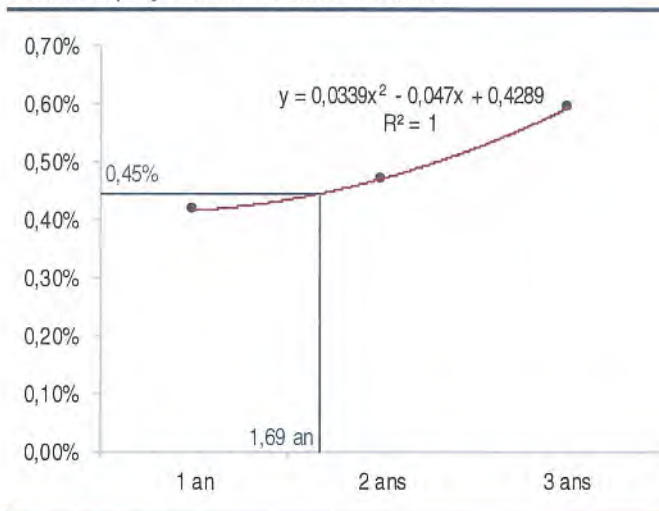
**Taux Swap -23/04/2014**

Maturité	Taux en %
1 an	0,42
2 ans	0,47
3 ans	0,59
5 ans	0,95
6 ans	1,13
7 ans	1,31
8 ans	1,47

Source Datastream

Par souci de cohérence, il convient d'utiliser un taux sans risque de maturité identique à celle des BSA Maurel & Prom, soit 1,69 an pour les BSA arrivant à maturité au 31 décembre 2015.

Les taux 1 an, 2 ans et 3 ans ne suivant pas une progression linéaire, nous avons déterminé par interpolation polynomiale la valeur du taux sans risque sur une période de 1,69 an. Pour ce faire nous avons tracé la fonction polynomiale reliant les taux 1 an, 2 ans et 3 ans et déterminé à partir de celle-ci la valeur théorique du taux sans risque de maturité 1,69 ans.

**Fonction polynomiale - Courbe des taux**

Selon nos calculs, nous retenons donc un taux sans risque de 0,45 % pour une maturité de 1,69 an.

Dans le cadre de notre évaluation des BSA avec une échéance au 30 juin 2014, nous retenons comme taux sans risque de référence le taux euribor 3 mois en date du 23 avril 2014, soit 0,33%.

**Le taux de distribution des dividendes (q)**

Chaque année, Maurel & Prom distribue un dividende sur la base de son résultat social. Au titre de l'année 2013, ce résultat est négatif et la Société n'envisage pas la distribution de dividende à ses actionnaires.

L'année 2013 étant considérée comme exceptionnelle, un retour au niveau antérieur de rendement est attendu pour 2014.

Les différents taux de rendement (ratio dividende / cours) entre 2010 et 2012 sont les suivants :

Dividende					
en €	2010	2011	2012	2013	Moyenne 10-12
Montant versé au titre de l'année *	0,25	0,40	0,40	0,00	
Cours de bourse au 31 décembre **	8,83	11,76	12,68	12,16	
<b>Dividend Yield (Ratio dividende / cours)</b>	<b>2,8%</b>	<b>3,4%</b>	<b>3,2%</b>	<b>0,0%</b>	<b>3,1%</b>

Source : \* Comptes Société, \*\* Datastream

Nous retenons, dans notre évaluation, le ratio moyen dividende / cours entre 2010 et 2012 comme taux de distribution des dividendes, soit 3,1% dans le cadre de l'évaluation des BSA avec une date d'échéance au 31 décembre 2015.

Du fait de l'annonce du non versement de dividende au titre de l'exercice clos au 31 décembre 2013, nous retenons un taux de distribution de 0 % pour l'évaluation des BSA sur leur échéance initiale au 30 juin 2014.

### 3.33 Effet dilutif du prix de l'action

Les bons étant détachés, nous estimons que l'effet dilutif est déjà intégré. D'autre part, les bons sont dans la monnaie dès lors que le cours du titre Maurel & Prom ajusté de la parité s'établit à 11,93 euros.

### 3.34 Valeur théorique des BSA Maurel & Prom

Un BSA Maurel & Prom, avec une date d'échéance au 30 juin 2014, cote au 23 avril 2014, 0,081 euro.

Sur la base d'un modèle de Black & Scholes, avec une date d'échéance au 30 juin 2014 et des paramètres de taux sans risque, de volatilité et de taux de rendement ajustés en fonction de la durée de vie restante, nous obtenons une valeur de 0,097 euro par BSA.

En prorogeant la durée de vie des bons et sur la base des paramètres retenus, la valeur d'un BSA selon le modèle Black and Scholes ressort à 0,218 euro.

Paramètres d'évaluation des BSA		
en €	30-juin-14	31-déc-15
Cours spot (12,50 x 1,19)	14,88	14,88
Date spot	23/04/2014	23/04/2014
Date échéance	30/06/2014	31/12/2015
Strike price	14,20	14,20
Période en années	0,19	1,69
Taux sans risque	0,33%	0,45%
Volatilité	22,7%	29,9%
Taux de distribution de dividende	0,0%	3,1%
Valeur de 10 BSA	0,97	2,18
<b>Valeur de 1 BSA</b>	<b>0,097</b>	<b>0,218</b>



### 3.35 Etudes de sensibilité

Nous avons réalisé une sensibilité de la valeur aux paramètres suivants :

- +/- 2,5 % de volatilité
- +/- 0,50 euro du prix du sous-jacent

Tableau de sensibilité - Échéance 30/06/2014

		Volatilité				
		17,7%	20,2%	22,7%	25,2%	27,7%
Prix du sous-jacent *	11,50	0,022	0,027	0,033	0,039	0,044
	12,00	0,048	0,054	0,060	0,066	0,072
	12,50	0,087	0,092	0,097	0,103	0,109
	13,00	0,135	0,139	0,143	0,148	0,152
	13,50	0,190	0,192	0,195	0,198	0,201

Résultats en euro

L'étude de sensibilité fait ressortir la valeur d'un BSA à échéance 30 juin 2014 dans une fourchette comprise entre 0,060 euro et 0,143 euro.

Tableau de sensibilité - Échéance 31/12/2015

		Volatilité				
		24,9%	27,4%	29,9%	32,4%	34,9%
Prix du sous-jacent	11,50	0,124	0,141	0,158	0,175	0,192
	12,00	0,152	0,169	0,187	0,204	0,222
	12,50	0,182	0,200	0,218	0,236	0,254
	13,00	0,216	0,234	0,252	0,270	0,288
	13,50	0,252	0,270	0,288	0,306	0,325

Résultats en euro

L'étude de sensibilité fait ressortir la valeur d'un BSA dans une fourchette comprise entre 0,187 euro et 0,252 euro.

#### Analyse de sensibilité de l'avantage accordé aux paramètres de volatilité et de prix du sous-jacent

		Volatilité				
		24,9%	27,4%	29,9%	32,4%	34,9%
Prix du sous-jacent	11,50	0,102	0,114	0,125	0,136	0,147
	12,00	0,104	0,115	0,127	0,138	0,149
	12,50	0,096	0,108	0,121	0,133	0,145
	13,00	0,080	0,095	0,109	0,123	0,136
	13,50	0,062	0,078	0,093	0,108	0,123

Résultats en euro

L'avantage qui serait accordé aux porteurs de BSA 2010 en cas de prolongation de leur durée de vie s'inscrit ainsi dans une fourchette comprise entre 0,108 euro et 0,133 euro.

Pour information, sur la base du cours moyen 1 mois pondéré par les volumes, soit 11,74 euros au 23 avril 2014, le prix d'un BSA 2010, compte tenu d'une prolongation de 18 mois de sa durée d'exercice, ressort à 0,171 euro.

Tableau de sensibilité - Cours moyen 1 mois - Échéance 31/12/2015

		Volatilité				
		24,9%	27,4%	29,9%	32,4%	34,9%
Prix du sous-jacent	10,74	0,088	0,103	0,118	0,134	0,150
	11,24	0,111	0,127	0,144	0,160	0,177
	11,74	0,137	0,154	0,171	0,189	0,206
	12,24	0,166	0,184	0,202	0,219	0,237
	12,74	0,198	0,216	0,234	0,252	0,270

Résultats en euro

### 3.4 Conclusion

A l'issue de nos travaux nous constatons qu'à la date du 23 avril 2014 la valeur d'un BSA, ressort :

- Sans prolongation de leur durée d'exercice, dans une fourchette comprise entre 0,060 euros et 0,143 euros, soit 0,097 euros en valeur centrale ;
- En cas de prolongation de 18 mois, dans une fourchette comprise entre 0,187 euro et 0,252 euro, soit en valeur centrale 0,218 euro.

La prolongation de la durée de vie de 18 mois, n'aura pas d'impact sur la dilution liée à ces bons, ni sur les ressources financières attachées. L'avantage qui serait consenti aux détenteurs de BSA ne porte que sur la durée de vie des bons et n'a pour effet que d'augmenter la valeur temps de ces derniers. Ainsi, l'avantage consenti aux porteurs de BSA 2010 est estimé à 0,121 euro par BSA en valeur centrale.

Paris, le 24 avril 2014

Tanguy du Chesnay