

Jacques POTDEVIN  
JPA  
7 rue Galilée  
75116 PARIS

Olivier PERONNET  
FINEXSI Expert & Conseil Financier  
14 rue de Bassano  
75116 PARIS

## **ETABLISSEMENTS MAUREL & PROM**

Société anonyme au capital de 93.604.436€

51 rue d'Anjou

75008 Paris

RCS de Paris n° 457 202 331

## **MPI**

Société anonyme au capital de 11.533.653€

51 rue d'Anjou

75008 Paris

RCS de Paris n° 517 518 247

**Rapport des Commissaires à la fusion  
sur la rémunération des apports devant être  
effectués par  
la société MPI  
au profit de la société ETABLISSEMENTS MAUREL &  
PROM**

*Ordonnance de Monsieur le Président  
du Tribunal de Commerce de Paris  
du 1<sup>er</sup> septembre 2015*

**Rapport des commissaires à la fusion  
sur la rémunération des apports devant être effectués par  
la société MPI  
à la société ETABLISSEMENTS MAUREL & PROM**

Mesdames, Messieurs les actionnaires,

En exécution de la mission qui nous a été confiée par ordonnance de Monsieur le Président du Tribunal de Commerce de Paris en date du 1<sup>er</sup> septembre 2015 concernant la fusion par voie d'absorption de la société MPI par la société Etablissements Maurel & Prom, nous avons établi le présent rapport sur la rémunération des apports prévu par l'article L 236-10 du Code de Commerce, étant précisé que notre appréciation sur la valeur des apports fait l'objet d'un rapport distinct.

La rémunération des apports résulte du rapport d'échange qui a été arrêté dans le projet de fusion signé par les représentants des sociétés concernées en date du 2 novembre 2015. Il nous appartient d'exprimer un avis sur le caractère équitable du rapport d'échange. A cet effet, nous avons effectué nos diligences selon la doctrine professionnelle de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes applicable à cette mission. Cette doctrine professionnelle requiert la mise en œuvre de diligences destinées, d'une part, à vérifier que les valeurs relatives attribuées aux actions des sociétés participant à l'opération sont pertinentes et, d'autre part, à analyser le positionnement du rapport d'échange par rapport aux valeurs relatives jugées pertinentes.

Notre mission prenant fin avec le dépôt du rapport, il ne nous appartient pas de mettre à jour le présent rapport pour tenir compte des faits et circonstances postérieurs à sa date de signature.

A aucun moment nous ne nous sommes trouvés dans l'un des cas d'incompatibilité, d'interdiction ou de déchéance prévus par la loi.

Nos constatations et conclusions sont présentées ci-après selon le plan suivant :

- 1. Présentation de l'opération,**
- 2. Vérification de la pertinence des valeurs relatives attribuées aux actions des sociétés participant à l'opération,**
- 3. Appréciation du caractère équitable du rapport d'échange proposé,**
- 4. Conclusion.**

## **1. Présentation de l'opération**

Il résulte du projet de fusion signé entre les parties le 2 novembre 2015 les informations suivantes :

### **1.1 Contexte de l'opération**

En date du 12 décembre 2011, l'Assemblée Générale des Etablissements Maurel & Prom a approuvé la distribution de 100% du capital de sa filiale MPI (dénommé précédemment Maurel & Prom Nigeria) détenue à 100%, dans le but de valoriser sur le marché la participation de cette dernière dans la société Seplat.

Aujourd'hui confrontées à la baisse brutale du prix du pétrole, à une absence de visibilité sur les marchés financiers ne permettant pas l'accès aux meilleures conditions de financement possibles, les sociétés envisagent un rapprochement afin d'accroître leur taille, leur solidité financière et développer leur capacité de croissance externe sur un marché fortement capitalistique.

C'est dans ce contexte que les sociétés ont annoncé, en date du 27 août 2015, leur volonté de rapprochement par voie de fusion absorption de MPI par Etablissements Maurel & Prom.

### **1.2 Présentation des sociétés**

#### **1.2.1 Société absorbante**

Etablissements Maurel & Prom (ci-après « M&P ») est une Société Anonyme à Conseil d'Administration au capital de 93.604.436,31 €, divisé en 121.564.203 actions de 0,77€ au 30 juin 2015 de valeur nominale chacune. Ses actions sont admises aux négociations sur le compartiment B de Euronext Paris. Son siège social est situé 51 rue d'Anjou, 75008 Paris.

« M&P a pour objet tant en France qu'à l'étranger :

- *la gestion de tous titres et droits sociaux et, à cet effet, la prise de participation dans toutes sociétés, groupements, associations, notamment par voie d'achat, de souscription et d'apport ainsi que la cession sous toute forme desdits titres ou droits sociaux ;*
- *la recherche et l'exploitation de tous gîtes minéraux, notamment de tous gisements d'hydrocarbures liquides ou gazeux et produits connexes ;*
- *la location, l'acquisition, la cession, la vente de tous puits, terrains, gisements, concessions, permis d'exploitation ou permis de recherches, soit pour son compte*

*personnel, soit pour le compte de tiers, soit en participation ou autrement ; le transport, le stockage, le traitement, la transformation et le commerce de tous hydrocarbures naturels ou synthétiques, de tous produits ou sous-produits du sous-sol liquides ou gazeux, de tous minerais ou métaux ;*

- *l'acquisition de tous immeubles, leur gestion ou leur vente ;*
- *le commerce de tous produits et marchandises ;*
- *de manière générale, la participation directe ou indirecte de la société dans toutes opérations commerciales, industrielles, immobilières, agricoles, financières, en France ou dans d'autres pays et ce, soit par la création de sociétés nouvelles, soit par apports, souscription, achat de titres ou droits sociaux, fusion, société en participation ou autrement et généralement toutes opérations de quelque nature qu'elles soient se rattachant directement ou indirectement à ces activités et susceptibles d'en faciliter le développement ou la gestion. »*

M&P exerce notamment son activité dans différents pays et notamment:

- au Gabon, où elle exploite un gisement pétrolier dans la zone d'Ezanga dans le cadre d'un permis d'exploitation en partenariat avec l'état gabonais à hauteur de 80% des droits du gisement<sup>1</sup>. Les réserves du gisement détenues par M&P sont estimées à 171,6 millions de barils de pétrole (mmbbls) en quote-part.
- en Tanzanie, où elle exploite un gisement gazier dans la baie de Mnazi dans le cadre d'un contrat de partage de production avec l'état tanzanien et la société Wentworth Resources à hauteur de 48%<sup>2</sup>. Les réserves du gisement détenues par M&P sont estimées à 35,5 millions de barils d'équivalent pétrole (mmboe) de gaz en quote-part.
- Enfin, M&P exerce une activité d'exploration par l'intermédiaire de la société Saint Aubin Energie, (ci-après St-Aubin), joint-venture détenue à hauteur de 33% par M&P et 66% par MPI, dédiée à l'activité d'exploration. Les projets menés par la société, au Canada et au Myanmar, sont en cours de développement, aucun gisement n'est actuellement exploité.

---

<sup>1</sup> L'Etat gabonais détient 20% des droits d'exploitation du gisement, Tullow Oil a récemment annoncé avoir récupéré 7,5%

<sup>2</sup> L'Etat tanzanien détient 20% des droits d'exploitation du gisement et Wentworth Resources 32%

Le stock d'hydrocarbure disponible est certifié par des auditeurs spécialisés (DeGolyer & MacNaughton et RPS Energy au cas d'espèce) et classé en différentes catégories de réserves : P1, P2 ou P3 en fonction de la probabilité d'extraction de ces réserves (cf. tableau ci-dessous).

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

*Source: Sociétés*

Les niveaux de réserves communiqués par les sociétés sont les réserves P1 et P2 généralement regroupées en une catégorie de réserves appelées 2P.

La certification du niveau de réserves par les experts est basée sur un audit de la faisabilité technique des projets d'une part, mais également sur les prévisions établies par le management en termes de profil de production et de dépenses d'investissement.

En raison de la forte chute du prix du pétrole, la société a mis en œuvre un important plan de réductions des dépenses d'investissement au Gabon, qui selon le management sera sans impact significatif sur le niveau des réserves P1 & P2, du fait de l'amélioration des rendements de production (notamment grâce à l'augmentation des capacités d'injection d'eau et à l'optimisation du programme d'injection).

En l'absence de mise à jour des évaluations des réserves par les auditeurs spécialisés, nous avons fait confirmer par le management que ces ajustements seraient sans impact significatif sur les niveaux de réserves estimés.

Enfin, la production a été stoppée totalement pendant 15 jours entre le 4 et le 19 septembre en raison d'un accident sur le pipeline d'évacuation du pétrole au Gabon (la production ayant repris progressivement à partir du 19 septembre, la fin de l'événement de force majeure a été notifiée le 29 septembre). Cet arrêt de production a provoqué une incertitude quant à l'atteinte des niveaux minimum de production prévu au contrat d'emprunt bancaire souscrit par M&P. La société a ainsi obtenu un waiver de son principal créancier en date du 13 octobre 2015 prévoyant en particulier un ajustement de l'application du "production covenant" ainsi que la clause d'amortissement accéléré prévu au contrat d'emprunt pour les tests devant s'appliquer en fin de l'année 2015.

### **1.2.2 Société absorbée**

MPI est une Société Anonyme à Conseil d'Administration au capital de 11.533.653,40€ divisé en 115.336.534 actions de 0,10€ de valeur nominale chacune. Ses actions sont admises aux

négociations sur le compartiment B de Euronext Paris. Son siège social est situé 51 rue d'Anjou, 75008 Paris.

« MPI a pour objet, tant en France qu'à l'étranger :

- *la détention et la gestion de tous titres et droits sociaux et, à cet effet, la prise de participation dans toutes sociétés, groupements, associations, notamment par voie d'achat, de souscription et d'apport ainsi que la cession sous toute forme desdits titres ou droits sociaux ;*
- *la recherche et l'exploitation de tous gîtes minéraux, notamment de tous gisements d'hydrocarbures liquides ou gazeux et produits connexes ;*
- *la location, l'acquisition, la cession, la vente de tous puits, terrains, gisements, concessions, permis d'exploitation ou permis de recherches, soit pour son compte personnel, soit pour le compte de tiers, soit en participation ou autrement ; le transport, le stockage, le traitement, la transformation et le commerce de tous hydrocarbures naturels ou synthétiques, de tous produits ou sous-produits du sous-sol liquides ou gazeux, de tous minerais ou métaux ;*
- *l'acquisition de tous immeubles, leur gestion ou leur vente ;*
- *le commerce de tous produits et marchandises ;*
- *l'émission de toutes garanties, garanties à première demande, cautions et autres sûretés, en particulier au bénéfice de tout groupement, entreprise ou société dans lequel elle détient une participation, dans le cadre de ses activités, ainsi que le financement ou le refinancement de ses activités ; et*
- *de manière générale, la participation directe ou indirecte de la société dans toutes opérations commerciales, industrielles, immobilières, agricoles, financières, en France ou dans d'autres pays et ce, soit par la création de sociétés nouvelles, soit par apports, souscription, achat de titres ou droits sociaux, fusion, société en participation ou autrement et généralement toutes opérations de quelque nature qu'elles soient se rattachant directement ou indirectement à ces activités et susceptibles d'en faciliter le développement ou la gestion. »*

MPI est une société holding détenant des participations dans différents actifs et notamment :

- 21,76% du capital de Seplat, société cotée de droit nigérian qui exploite des gisements pétroliers et gaziers en partenariat avec l'Etat nigérian. MPI détenait historiquement 45% du capital de Seplat. Cette participation a été diminuée, d'une

part, par la cession à des fonds d'investissement anglo-saxons, de titres représentant 14,9% de sa participation, et par l'introduction en bourse de Seplat, à Londres et Lagos, en avril 2014, à l'issue de laquelle, la participation restante de MPI (30,1%) a été diluée à 21,76%. MPI siège au Conseil Administration de Seplat (représentée actuellement par Monsieur Hochard) composé de douze membres.

Les principaux actifs exploités par la société sont les OML 4, 38 et 41 (détenus à 45%) et plus marginalement l'OPL 283 (détenu à 40%). Les réserves détenues par Seplat sur ces différents sites sont estimées à 281 mmboe, dont environ la moitié correspondant à du gaz. La société a récemment finalisé l'acquisition d'une participation dans les OML 53 et 55 et développe rapidement son activité d'exploitation des ressources gazières.

- Saint Aubin Energie, présentée ci-avant, détenue à 66,7% par MPI, qui développe l'activité d'exploration en commun avec M&P qui détient 33,3% de son capital.

Il convient de préciser que la société Seplat a également revu ses projets d'investissements à la baisse afin de faire face au contexte de cours du baril dégradé. Ainsi que nous avons pu le constater pour le gisement d'Ezanga de M&P, les diminutions du programme d'investissements sur les champs exploités n'ont pas donné lieu à une réévaluation des réserves P1 et P2 de Seplat.

### 1.2.3 Liens entre les sociétés

#### a) Liens en capital

A la date de signature du projet de fusion, la société absorbante et la société absorbée n'ont aucune participation croisée. Les deux sociétés ont de nombreux actionnaires communs, résultat de leur historique, présenté ci-avant, en particulier les sociétés Pacifico S.A. (contrôlée par Monsieur Jean-François Hénin) et la MACIF qui sont deux actionnaires de référence historiques de M&P.

Pacifico S.A. détient 30% des droits de vote de M&P, et 26% des droits de vote de MPI.

Il nous a été confirmé que M&P et MPI avaient analysé et documenté l'absence de contrôle commun exercé par Pacifico S.A. au sens de l'article L233-16 du Code de Commerce entre les deux entités fusionnées, ainsi que l'absence d'accord d'actionnaires ou de contrat pouvant remettre en cause cette absence de contrôle commun. Les sociétés nous ont informés que Pacifico S.A. partageait cette analyse mais avait, par mesure de prudence, saisi l'AMF d'une demande de confirmation de l'absence de dépôt d'une offre publique de retrait sur les actions de M&P et de MPI au titre de l'article 236-6 du règlement général de l'AMF (cf. paragraphe relatif aux conditions suspensives détaillées ci-après). A ce jour, cette demande est en cours de traitement par l'AMF.

Enfin, nous présentons ci-après la répartition indicative du capital et des droits de vote, post-fusion, après prise en compte des dispositions statutaires prévoyant l'activation au 15 décembre 2015 des droits de vote double des actions MPI détenues au nominatif depuis le 15 décembre 2011, telle qu'elle nous a été communiquée par les sociétés :

Actionnaires	Nombre d'actions	Capital	Droits de vote exercables		Droits de vote théoriques	
Pacifico S.A.	45.177.968	24,45 %	58.846.631	29,99 %	58.846.631	29,16 %
Macif	13.080.892	7,08 %	13.080.892	6,67 %	13.080.892	6,48 %
Salariés	1.152.220	0,62 %	1.743.048	0,89 %	1.743.048	0,86 %
Auto-détention	5.562.334	3,01 %	-	-	5.562.334	2,76 %
Public	119.824.815	64,84 %	122.550.272	62,46 %	122.550.272	60,73 %
TOTAL	184.798.229	100 %	196.220.843	100 %	201.783.177	100 %

Source : Sociétés sur la base de l'actionnariat de M&P et de MPI au 14 octobre 2015



## b) Dirigeants et administrateurs communs

Les sociétés ont les dirigeants et administrateurs communs suivants :

	Maurel & Prom	MPI
<b>Jean-François Hénin</b>	- Administrateur - Président du Conseil d'administration	- Administrateur - Président du Conseil d'administration
<b>Xavier Blandin</b>	Administrateur	- Administrateur - Directeur Général
<b>Nathalie Delapalme</b>	Administratrice	Administratrice
<b>Emmanuel de Marion de Glatigny</b>	Administrateur	Administrateur
<b>Michel Hochard</b>	Directeur Général	Directeur Général Délégué

Source : Sociétés

### 1.3 Motifs et but de l'opération

Quatre années après leur séparation, face à la chute du prix du pétrole, les sociétés souhaitent fusionner dans une entité qui s'imposerait dans les premiers rangs des sociétés européennes indépendantes d'exploration et de production pétrolière.

Le nouvel ensemble consolidé bénéficierait d'un effet de taille, d'un potentiel et d'une visibilité accrus par la diversification géographique et commerciale de ses sources de revenus, d'un meilleur accès aux marchés financiers et de synergies de coûts ainsi que d'économies fiscales significatives.

Les sociétés fusionnées augmenteraient leur capacité de développement futur sur un marché consommateur en capitaux et pourrait garantir un avenir, actuellement incertain, à leurs actionnaires respectifs.

### 1.4 Modalités générales de l'opération

L'opération est placée sous le régime juridique des fusions dans les conditions prévues aux articles L236-1 et suivants et R 236-1 et suivants du Code de Commerce.

Au plan fiscal, elle relèvera du régime de faveur prévu à l'article 210 A du Code Général des Impôts et du droit d'enregistrement prévu aux articles 816 et 301 A à 301 F du même Code.

Selon le traité de fusion, l'opération prendra effet rétroactivement tant sur le plan comptable que sur le plan fiscal au premier jour de l'exercice social de MPI en cours à la date de réalisation définitive de la fusion. En conséquence, toutes les opérations effectuées par MPI entre cette date

et la date de réalisation définitive de la fusion, seront réputées avoir été accomplies par M&P. M&P aura la propriété des biens transférés par MPI et en aura la jouissance à compter de la date de réalisation définitive de la fusion.

La date de réalisation définitive de la fusion est fixée, de convention expresse entre les parties, à la date de réalisation de la dernière des conditions suspensives énumérées ci-dessous, sans toutefois excéder la date du 29 février 2016.

### **1.5 Description et évaluation des apports**

Les apports sont constitués par l'intégralité des éléments – tant actifs, passifs que hors bilan – constituant le patrimoine de MPI.

Ils seront effectués pour leurs valeurs réelles minorées de la distribution de dividendes à intervenir sur la période intercalaire soit 49,8 millions d'euros.

### **1.6 Rémunération des apports**

Le rapport d'échange retenu par les parties s'établit à 1,75 action MPI contre 1 action M&P après prise en compte de la distribution exceptionnelle susvisée.

### **1.7 Conditions suspensives**

La Fusion et la dissolution de la Société Absorbée qui en résulte seront soumises à la réalisation des conditions suspensives suivantes :

- confirmation par l'Autorité des marchés financiers (l'« AMF ») que la Fusion n'entraînera pas, pour Pacifico S.A., l'obligation de déposer une offre publique de retrait sur les actions de M&P et de MPI au titre de l'article 236-6 du règlement général de l'AMF ;
- l'approbation par l'Assemblée Générale Extraordinaire des actionnaires de MPI de la Fusion, du présent projet de Traité et de la dissolution de MPI qui en résulte et de la distribution exceptionnelle de 0,45€ au bénéfice des actionnaires de MPI, (cette Assemblée Générale devant être convoquée pour le 17 décembre 2015) ;
- l'approbation par l'Assemblée Générale Extraordinaire des actionnaires de M&P de la Fusion, du présent projet de Traité et de l'augmentation de capital corrélative de M&P en rémunération de la fusion par absorption de MPI (cette Assemblée Générale devant être convoquée pour le 17 décembre 2015).

## **2. Vérification de la pertinence des valeurs relatives attribuées aux actions des sociétés participant à l'opération**

### **2.1 Méthodes d'évaluation et valeurs relatives attribuées aux actions des sociétés parties au projet de traité de fusion**

Conformément au projet de traité de fusion signé par les représentants des parties en date du 2 novembre 2015 le rapport d'échange de la présente fusion s'établit à 1 action M&P pour 1,75 action MPI, après prise en compte de la distribution exceptionnelle de 0,45€ par action qui sera versée par MPI avant l'opération.

Dans leur approche de valorisation multicritère, les parties ont écarté les critères suivants :

- les objectifs de cours des analystes,
- les multiples boursiers des sociétés comparables,
- les multiples de transactions comparables,
- l'actif net comptable,

pour retenir :

- l'actif net réévalué,
- le cours de bourse.

#### **2.1.1.1 Actif net réévalué**

Dans cette approche, l'évaluation de chacune des sociétés a été déterminée à partir de la somme des valeurs réévaluées de leurs actifs et passifs.

Sur la base des prévisions ajustées par le management des sociétés M&P et Seplat au cours du premier semestre 2015, la banque évaluatrice a développé une estimation des actifs d'exploitation de chacune des sociétés par la méthode de l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie au 30 juin 2015.

Le prix du pétrole utilisé pour l'évaluation correspond au prix extériorisé par les contrats futurs et au consensus des analystes pour le prix à long terme.

Les taux d'actualisation retenus sont issus d'une analyse basée sur le marché international du pétrole et sur le risque inhérent aux pays des actifs de production. Ils ressortent à 10% pour les activités au Gabon et en Tanzanie et à 12% pour le Nigéria.

Les autres actifs et passifs des sociétés ont été retenus pour leur valeur comptable au 30 juin 2015.

Aucune décote de holding n'a été appliquée à la valeur de MPI.

**La mise en œuvre du critère de l'actif net réévalué par la banque évaluatrice extériorise une parité d'échange comprise entre 1,3 et 1,7 action MPI contre 1 action M&P.**

#### **2.1.1.2 Cours de bourse**

Le cours de bourse retenu par les parties est le cours *spot* du 27 août 2015, préalablement à l'annonce de l'opération.

Les cours de bourse moyens pondérés par les volumes à 1 mois, 3 mois, 6 mois et 12 mois à cette même date ont également été analysés.

**Sur la base de ce critère, le rapport d'échange est compris entre 2,3 et 3,8 actions MPI contre 1 action M&P.**

#### **2.1.1.3 Synthèse des approches mises en œuvre par les parties**

Sur la base des rapports d'échange ainsi calculés, les parties ont retenu un rapport de 1 action M&P pour 1,75 action MPI.

## **2.2 Diligences mises en œuvre par les commissaires à la fusion**

Nous avons effectué les diligences que nous avons estimé nécessaires au regard de la doctrine professionnelle de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes applicable à cette mission. Nous avons en particulier effectué les travaux suivants :

- nous avons pris connaissance de l'opération de fusion envisagée et avons tenu des réunions avec les représentants des sociétés en présence, tant pour comprendre le contexte dans lequel cette fusion se situe, que pour analyser les modalités comptables, juridiques et fiscales envisagées ;
- nous avons examiné le projet de fusion du 2 novembre et ses annexes ;
- nous avons analysé la documentation juridique relative aux sociétés participant à la présente fusion ;
- nous avons tenu différentes réunions de travail avec la direction de M&P et MPI afin de prendre connaissance de l'activité des sociétés, des conditions contractuelles dans lesquelles les gisements sont exploités, et des particularités propres à chacun des actifs. Il convient d'observer que nous n'avons pas eu accès au management de Seplat, (société cotée au Nigéria et à Londres dans laquelle MPI détient une participation minoritaire), étant précisé que nous avons eu accès, à un profil de production révisé établi par le management de Seplat et que nous avons obtenu des réponses de la part du management de Seplat à certaines de nos questions par le biais de MPI ;
- nous avons pris connaissance des comptes annuels et des comptes consolidés de l'exercice clos au 31 décembre 2014 et des arrêtés semestriels consolidés au 30 juin 2015 des sociétés absorbée et absorbante, ainsi que des rapports des commissaires aux comptes sur les comptes individuels et consolidés au 31 décembre 2014, qui font état d'une certification sans réserve, et des attestations de revue limitée sans observation sur les comptes consolidés au 30 juin 2015 ;
- nous avons analysé les données prévisionnelles disponibles (plan de production prévisionnelle présenté dans les rapports de réserves, business plan financier, données budgétaires), et discuté de la pertinence des hypothèses retenues, et du caractère homogène de ces hypothèses pour les deux sociétés, en veillant notamment à ce que les ajustements

opérés par le management soient justifiés. Les dirigeants nous ont confirmé que ces nouvelles hypothèses ne sont pas de nature à remettre en cause les niveaux de réserves établis par les experts dans leurs rapports de réserves ;

- nous avons examiné les méthodes d'évaluation mises en œuvre par la banque évaluatrice dans le cadre de la Fusion et nous sommes assurés qu'elles étaient adaptées aux sociétés en présence et au contexte de l'opération proposée ; nous avons discuté des critères d'évaluation et de l'analyse de sensibilité de variables significatives ;
- nous avons mis en œuvre des travaux d'évaluation complémentaires reposant notamment sur des hypothèses actualisées et/ou alternatives arrêtées par nos soins, ainsi que des tests de sensibilité du rapport d'échange ;
- nous avons eu une réunion d'échange avec l'expert indépendant et pris connaissance de son rapport sur les valeurs relatives des sociétés, et l'analyse de la parité d'échange en résultant ;
- nous avons obtenu une lettre d'affirmation de la part des dirigeants des sociétés concernées par l'opération confirmant notamment l'absence d'évènements ou de faits susceptibles d'affecter de manière significative, les conditions de l'opération, les valorisations relatives, et la valeur des apports ;
- nous nous sommes entretenus avec les membres des comités ad hoc de M&P et MPI sur les résultats de nos travaux relatifs à la parité d'échange ;
- nous avons pris connaissance des informations contenues dans les courriers que certains actionnaires de MPI ont pu faire parvenir à la direction des sociétés, aux membres du comité ad hoc de MPI, à l'expert indépendant, à l'AMF ou encore au collège des commissaires à la fusion ; nous avons procédé à nos propres analyses et sollicité les remarques des dirigeants concernant les valorisations.

Enfin, nous avons accompli des diligences spécifiques au contrôle des apports dont nous rendons compte dans un rapport distinct.

## **2.3 Commentaires et observations des commissaires à la fusion sur les évaluations exposées dans le projet de traité de fusion**

### **2.3.1 Critères écartés par les parties**

#### **2.3.1.1 Objectifs de cours de bourse publiés par des analystes financiers**

Cette méthode consiste à déterminer la valeur d'une société sur la base des objectifs de cours publiés par les analystes financiers.

La mise en œuvre de ce critère n'a pas été retenue compte tenu d'une absence de couverture suffisante des sociétés M&P et MPI par les analystes financiers. L'échantillon de prévisions disponible pour MPI, est en particulier très insuffisant pour obtenir un consensus fiable (1 seul analyste).

Par ailleurs, la fourchette d'objectif de cours pour M&P apparaît trop large (de 4,5€ pour Natixis à 12€ pour CM-CIC) pour être considérée comme un consensus fiable.

En conséquence, le critère d'objectifs de cours de bourse publiés par des analystes financiers doit à notre avis être effectivement écarté.

#### **2.3.1.2 Multiples boursiers de sociétés comparables (Méthode analogique)**

La méthode des comparables boursiers consiste à déterminer la valeur d'une société par application de multiples observés sur un échantillon d'autres sociétés cotées du même secteur d'activité, aux agrégats jugés pertinents de sa performance, notamment financière.

La mise en œuvre d'une telle approche suppose de pouvoir disposer d'un échantillon de sociétés comparables en termes d'activité, de caractéristiques opérationnelles, de taille et de niveau de rentabilité. Or, il n'existe pas de sociétés qui soient comparables à M&P ou MPI. En effet, les spécificités liées à la production de pétrole et de gaz dans des pays différents (Gabon et Tanzanie pour M&P, Nigéria pour MPI via sa participation dans Seplat) rendent très délicate une comparaison opérationnelle et financière avec d'autres sociétés du secteur. Il n'est donc pas possible de réunir un échantillon suffisant de sociétés comparables pour la mise en œuvre de ce critère.

Cette méthode doit donc être écartée.

### **2.3.1.3 Méthode des multiples de transactions comparables**

La méthode des transactions comparables repose sur l'analyse des multiples extériorisés lors des opérations de rachat total ou partiel d'entreprises intervenues dans le secteur d'activité de l'entité évaluée.

Au cas d'espèce, cette approche apparaît particulièrement délicate à mettre en œuvre pour plusieurs raisons.

Tout d'abord, au plan de la comparabilité. En effet, l'évaluation par la méthode des multiples de transactions comparables suppose de pouvoir établir un échantillon de transactions comparables, représentatif du secteur d'activité, homogène en terme de profil de rentabilité et de niveau de risques, et suffisamment large pour être significatif. Compte tenu du nombre de transactions limitées sur le secteur, l'élaboration d'un échantillon suffisamment large imposerait d'analyser des transactions sur une période relativement longue. Or, la forte volatilité des cours du baril et en particulier la baisse importante de ces cours sur les 12 derniers mois conduirait à appréhender un multiple moyen de valorisation qui n'aurait pas de sens dans le contexte de marché actuel.

En outre, chaque transaction possède une spécificité qui rend son interprétation délicate, d'autant que le niveau des informations disponibles pouvant être considérées comme fiables, est limité.

Dans ce contexte, cette méthode ne peut valablement être mise en œuvre.

### **2.3.1.4 Actif net comptable consolidé**

La référence à l'actif net comptable ne paraît pas pertinente au cas présent, dans la mesure où elle correspond à l'application des conventions comptables auxquelles se réfère la société, qui ne reflètent pas sa véritable valeur et son potentiel de développement futur.

L'actif net comptable de MPI est majoritairement composé de trésorerie, de la participation dans Seplat et de la quote-part dans la joint-venture Saint Aubin Energie. A fin juin 2015, il s'établissait à 5,12€ par action, soit 4,67€ par action après versement de la distribution exceptionnelle de 0,45€. Celui de M&P, qui intègre globalement ses entités opérationnelles au Gabon et en Tanzanie, ressortait à 7,96€ par action (cf. détail du calcul ci-dessous).



<b>Actif net comptable consolidé M&amp;P</b>		<b>Actif net comptable consolidé MPI</b>	
en M€	30/06/2015	en M€	30/06/2015
<i>Actifs immobilisés</i>	1 854	<i>Actifs immobilisés</i>	51
<i>Titres mis en équivalence</i>	101	<i>Titres mis en équivalence</i>	292
<b>Total actif non courant</b>	<b>1 955</b>	<b>Total actif non courant</b>	<b>343</b>
<i>Actif circulant</i>	214	<i>Actif circulant</i>	10
<i>Trésorerie</i>	108	<i>Trésorerie</i>	222
<b>Total actif courant</b>	<b>322</b>	<b>Total actif courant</b>	<b>232</b>
<b>Total Actif</b>	<b>2 277</b>	<b>Total Actif</b>	<b>576</b>
<i>Provisions</i>	(34)	<i>Provisions</i>	(0)
<i>Dette financière</i>	(737)	<i>Dettes courantes</i>	(8)
<i>Impôts différés passifs</i>	(393)	<b>Total dettes</b>	<b>(8)</b>
<i>Dettes courantes</i>	(190)	<b>Actif net comptable</b>	<b>568</b>
<b>Total dettes</b>	<b>(1 354)</b>	Dividende exceptionnel	(50)
<b>Actif net comptable</b>	<b>923</b>	<b>Actif net comptable post-dividende</b>	<b>518</b>
Nombre de titres (millions)	115,9	Nombre de titres (millions)	110,8
<b>Actif net comptable M&amp;P (€/action)</b>	<b>7,96</b>	<b>Actif net comptable MPI (€/action)</b>	<b>4,67</b>

Rappelons que Seplat est valorisée dans les comptes consolidés de MPI pour une quote-part de mise en équivalence de la situation nette consolidée selon le référentiel IFRS, et non sa valeur de marché, laquelle est sensiblement inférieure.

Rappelons enfin que les cours de bourse de M&P et MPI ressortent à des niveaux très inférieurs à leurs actifs nets consolidés.

Il convient donc à notre avis d'écarter cette méthode.

A titre indicatif relevons que sur la base de leurs actifs nets comptables consolidés, le rapport d'échange ressortirait à 1,70 action MPI pour 1 action M&P.

Nous sommes donc globalement en accord avec le fait d'écarter les critères que nous venons de décrire.

## **2.4 Critères examinés**

### **2.4.1.1 Propos liminaire**

Nous allons successivement examiner la parité résultant des deux méthodes qui nous semblent les plus pertinentes dans le cadre de ce projet de fusion :

- la méthode des cours de bourse ;
- la méthode de l'actif net réévalué (ANR).

L'appréciation d'une parité d'échange suppose d'utiliser des méthodes de valorisation de manière symétrique pour les 2 groupes et de mettre en œuvre des hypothèses homogènes, en particulier dans le cas de la méthode de l'actif net réévalué par les flux de trésorerie futurs (hypothèse de prix du baril de pétrole notamment).

L'utilisation de méthodes différentes pour chacun des groupes impliquerait des distorsions importantes qui altéreraient le caractère équitable de la parité d'échange qui résulterait d'un tel calcul.

### **2.4.1.2 Cours de bourse**

#### *2.4.1.2.1 Evolution des cours de bourse*

Le cours de bourse est un instrument de mesure du prix des actions de la société librement négociées sous réserve d'un niveau de flottant et de liquidité suffisant.

L'évolution des cours de bourse et du prix du pétrole au cours des 24 derniers mois est la suivante :

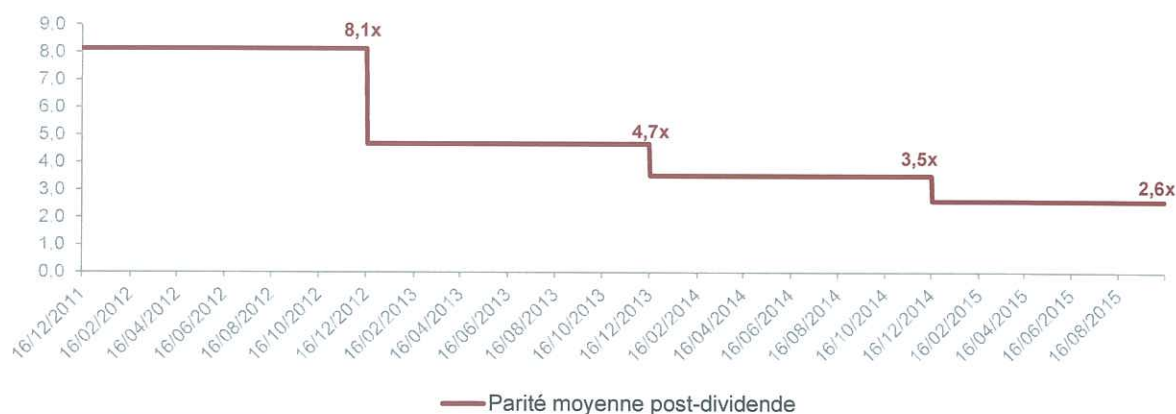
### Evolution des cours de bourse de M&P, MPI par rapport au cours du Brent du 15/10/13 au 15/10/15



La baisse des cours de M&P et MPI au cours de l'année 2015 est directement corrélée à la chute du prix du pétrole. Il convient toutefois de nuancer ce constat pour le cours de bourse de MPI, moins sensible aux variations de prix du pétrole en raison de l'importante part de trésorerie qui compose son bilan.

#### 2.4.1.2.2 Evolution de la parité

Parité moyenne M&P/MPI post-dividende depuis l'introduction en bourse de MPI



La référence au cours de bourse nous paraît justifiée et pertinente, en raison du flottant des deux entités M&P et MPI, dont les titres font l'objet de volumes de transaction suffisants. De plus, l'actif sous-jacent de MPI, Seplat est également une société cotée.

La parité d'échange post-distribution exceptionnelle au jour de l'annonce de l'opération était de 2,27 actions MPI pour 1 action M&P.

#### Parité M&P/MPI post-dividende extériorisée par les cours de bourse

€/action	M&P	MPI	Parité d'échange	Prime induite <sup>(1)</sup>
Spot (15/10/2015)	3,96	2,61	1,83	
Spot (27/08/2015)	4,69	2,52	2,27	29%
Moyenne 1 mois <sup>(2)</sup>	4,94	2,45	2,48	42%
Moyenne 3 mois <sup>(2)</sup>	5,86	2,72	2,58	48%
Moyenne 6 mois <sup>(2)</sup>	6,74	3,12	2,52	44%

<sup>(1)</sup> Prime induite par rapport à la parité d'échange proposée de 1,75

<sup>(2)</sup> Les moyennes sont pondérées par les volumes échangés et calculées à partir de la date d'annonce (27/08/15)  
Source: Capital IQ

La parité retenue fait apparaître une prime pour les actionnaires de MPI de 29% par rapport à la parité post-dividende extériorisée par les cours spot à la date d'annonce. Cette prime atteint 48% en comparant la parité retenue de 1,75 MPI pour 1 M&P avec celle induite par les cours moyens pondérés à 3 mois.

On doit relever que le cours de bourse de MPI extériorise une décote structurelle de l'ordre de 30% par rapport à son ANR.

La parité retenue a donc pour effet de neutraliser l'incidence de cette décote structurelle.

#### 2.4.1.3 Actif net réévalué par la méthode des DCF

La méthode de l'actif net réévalué constitue à notre avis une approche pertinente pour fixer les valeurs relatives parce qu'elle permet d'apprécier le potentiel de croissance et de rentabilité future de chaque société. La réévaluation des actifs d'exploitation (Ezanga, Tanzanie pour M&P, Seplat pour MPI) est réalisée en utilisant la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie estimés par la direction des sociétés à partir des contrats de partage de production et de la fiscalité propre aux pays concernés dont nous détaillons les grands principes d'élaboration ci-après.

### 2.4.1.3.1 Constructions des plans d'affaires

#### Réserves certifiées par les experts

Les plans d'affaires sont établis notamment à partir des données prévisionnelles du management, des rapports de réserves des auditeurs D&M et RPS et des contrats de partage de production structurant l'exploitation des gisements opérés par les sociétés M&P, et des contrats de concession s'agissant de Seplat.

Les flux de trésorerie prévisionnels sont estimés à partir des niveaux de réserves 2P au 31 décembre 2014 certifiés par les rapports des experts au premier trimestre 2015 détaillés dans le tableau ci-dessous.

<b>Réserves 2P par gisement</b>						
en mmboe	Gabon		Tanzanie		Nigéria	
	Total	Part M&P <sup>(1)</sup>	Total	Part M&P <sup>(2)</sup>	Total	Part SEPLAT <sup>(3)</sup>
Huiles	241	193			339	138
Gaz			74	35	329	143

<sup>(1)</sup> Participation de M&P à l'exploitation du gisement d'Ezanga (Gabon) : 80%

<sup>(2)</sup> Participation de M&P à l'exploitation du gisement de Mnazi Bay (Tanzanie) : 48%

<sup>(3)</sup> Participation de SEPLAT à l'exploitation des gisements OML 4, 38, 41: 45%, (OPL 283: 40%) (Nigéria)

Source: Rapports de réserves D&M et RPS

La certification des niveaux de réserves par les experts s'appuie sur les résultats des analyses géotechniques, ainsi que sur les prévisions d'investissement et d'exploitation des gisements, formulées par le management.

Selon le management de chacune des sociétés, les ajustements à la baisse des budgets d'investissements et des profils de production (concernant Seplat, le profil de production en gaz est revu à la hausse comparé aux données du rapport de l'expert D&M) liés à l'effondrement du cours du pétrole et présentés ci-avant (cf.1.21), ne devraient pas remettre en cause les niveaux de réserves tels qu'ils ont été certifiés par les experts au début de l'année 2015.

#### Cadre contractuel et réglementaire

Dans chacun des pays où s'opère une production, la recherche et l'exploitation d'hydrocarbures suit un cycle similaire : l'Etat accorde des droits d'exploration aux sociétés intéressées qui devront réaliser et financer intégralement les investissements de recherches nécessaires pour mettre en évidence des ressources.

Si celles-ci s'avèrent fructueuses, les revenus issus de l'exploitation des gisements sont répartis en fonction, d'une part, de la participation détenue, et d'autre part, des coûts déjà engagés par la société pour l'exploitation du gisement et lors de la phase d'exploration.

Ce mécanisme de « *cost stop* » au Gabon et en Tanzanie permet à M&P de bénéficier d'une part plus importante de la production issue du gisement jusqu'à récupération de la quote-part des sommes dues par l'Etat partenaire au titre des dépenses engagées pour l'exploitation et lors de la phase d'exploration, et la récupération par M&P de ses propres dépenses.

Au Nigéria, les investissements réalisés par l'opérateur sont pris en déduction des revenus imposables permettant à la société Seplat de réaliser des économies d'impôts conséquentes, compte tenu du taux d'imposition des profits provenant des hydrocarbures de 85%. Notons également que la société Seplat bénéficie du statut « Pionnier » lui garantissant une exonération d'impôt sur les sociétés jusqu'à fin 2015, pouvant éventuellement s'étendre jusqu'en 2017 (sous réserve d'obtention d'un accord pour le renouvellement pour 2016 et pour 2017 de manière indépendante).

Dans chacun des pays, des royalties sont prélevées sur la production : 7% des revenus d'exploitation jusqu'à 2018 puis 12% pour les gisements du Gabon ; 12,5% en Tanzanie sur les revenus issus du gaz (réglés directement par la société représentant l'Etat), 20% des revenus du pétrole et 7% des revenus du gaz au Nigéria.

Enfin, le prix de vente des huiles retenu est un prix variable qui dépend des évolutions du marché international alors que les prix de vente du gaz sont fixés contractuellement pour des périodes longues.

#### ***2.4.1.3.2 Appréciation des principales hypothèses d'évaluation par les commissaires à la fusion***

Conformément à nos diligences, nous avons procédé à la revue des principales hypothèses retenues pour l'estimation des flux futurs de trésorerie au 30 juin 2015 et avons mis en œuvre notre propre évaluation dont nous détaillons les analyses de sensibilité ci-après.

#### ***Ajustement des plans d'affaires***

A la lumière de la documentation obtenue et des réunions de travail organisées avec le management au sujet des nouveaux modes de développement des gisements, il ne nous a pas semblé nécessaire de procéder à des corrections significatives des données d'investissement et de production prévisionnelles utilisées par la banque évaluatrice.

Toutefois, s'agissant du plan d'affaires préparé par le management de Seplat, nous avons intégré par prudence un montant supplémentaire d'investissement à long terme de 10m\$ aux flux de trésorerie des OML 4, 38 et 41 à partir de l'exercice 2019 ; le plan d'affaires du management ne prévoyant qu'une enveloppe très limitée.

### Hypothèses de prix du baril de pétrole

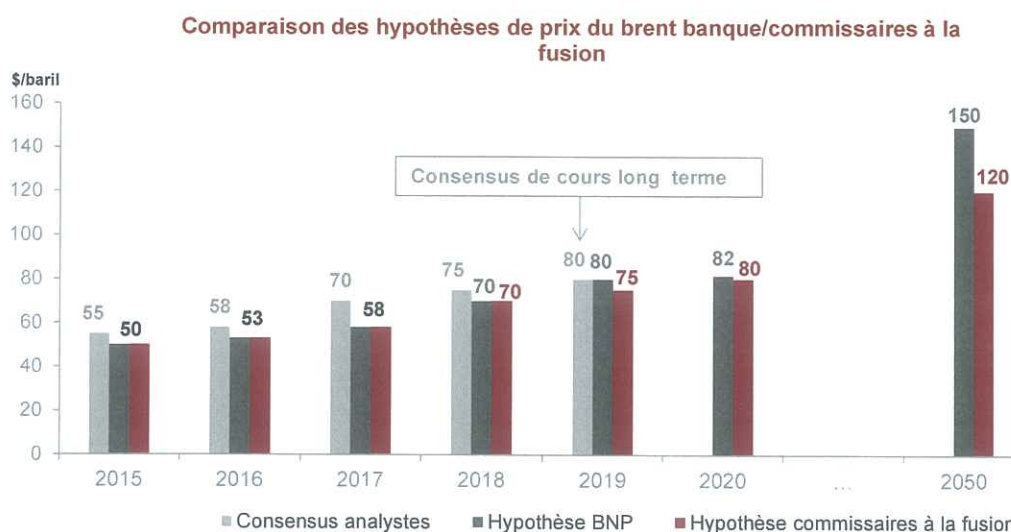
M&P a une exposition au prix du pétrole qui accroît sa volatilité en comparaison de celle de MPI, dont les actifs sous-jacents ont une exposition moindre à l'évolution du prix du pétrole, MPI disposant de trésorerie et Seplat produisant de l'huile mais également du gaz.

Pour rappel, le prix du baril de pétrole a oscillé entre 95,96\$ par baril et 38,24\$ par baril sur les 12 mois précédant l'annonce de l'opération.

Le prix du baril de pétrole utilisé par la banque pour l'estimation des flux de trésorerie correspond au prix extériorisé par les contrats *forward* pour les trois premiers exercices du business plan. A partir de 2019 le consensus de prix long terme de 80\$ par baril est appliqué et inflaté au taux annuel de 2%.

L'utilisation du cours du Brent extériorisé par les contrats futurs nous semble cohérente. Cependant, nous avons considéré que l'utilisation d'un cours de 70\$ par baril en 2018 et 80\$ par baril en 2019 représentait, un retournement et une progression très rapides quant au prix retenu entre 2017 et 2018.

Dans notre évaluation le prix du baril croît de manière plus modérée sur les premiers exercices et l'inflation est limitée à un plafond de 120\$ (cf. graphique ci-dessous).



Source: Rapport d'évaluation BNPP et travaux Commissaires à la fusion

### Décote de holding sur MPI

Le cours de bourse de MPI extériorise une décote moyenne d'environ 30% depuis l'introduction en bourse de la société Seplat. Cette décote structurelle n'a finalement pas été intégrée dans le cas central de l'évaluation de MPI réalisée par les parties.

Si cette décote est structurelle et peut s'expliquer par le fait notamment que MPI n'exerce pas le contrôle de Seplat avec environ 22% de son capital, il nous semble que dans un exercice de détermination d'une parité à partir d'une évaluation sur la base de la méthode de l'actif net réévalué des sociétés, la prise en compte de cette décote au niveau de MPI n'est pas appropriée, dès lors qu'elle est déjà prise en compte implicitement dans la parité d'échange résultant des cours de bourse.

Aucune décote n'a donc été appliquée à la valeur de MPI pour la détermination de sa valeur par la méthode de l'actif net réévalué.

En revanche pour tenir compte du profil de holding de MPI, une approche alternative de son ANR par référence au cours de bourse de sa participation dans Seplat, a été mise en œuvre.

### Créance envers la Nigerian Petroleum Development Company

Seplat détient une créance de 561m\$ au 30 juin 2015 envers la Nigerian Petroleum Development Company (ci-après NPDC, société d'Etat partenaire de Seplat) au titre de la non-participation de cette dernière aux appels de fonds nécessaires à l'exploitation des gisements opérés conjointement avec Seplat. , Selon un accord signé le 14 juillet 2015 avec NPDC, il est prévu que Seplat récupère 100% des revenus issus de l'exploitation gazière (au lieu des 45% correspondants à sa quote-part de détention) comme contrepartie du remboursement des arriérés jusqu'au 31 décembre 2014 (soit 231m\$). Les arriérés relatifs à la période 2015 devront faire l'objet d'un examen par l'Etat partenaire, et d'un nouvel accord pour le remboursement le cas échéant.

Dans leur approche d'évaluation, les parties ont décidé de limiter cette somme à 400m\$ et de retenir une hypothèse de recouvrabilité de 50% afin de prendre en considération le risque de non-paiement par la NPDC.

Nous avons maintenu la limitation du montant à 400m\$. Toutefois, nous avons ventilé l'intégralité des revenus supplémentaires perçus jusqu'à 2019 sur la base de l'échéancier figurant dans l'accord de remboursement signé le 14 juillet 2015, en considérant que la



recouvrabilité de la créance n'était pas remise en cause par la direction de Seplat (la créance figure pour son montant nominal dans les comptes de Seplat au 30 juin 2015).

#### Arrêt de production chez Seplat

En raison de différents incidents d'exploitation sur l'oléoduc d'enlèvement des huiles, Seplat doit faire face à des interruptions régulières de production. Celles-ci ont atteint 52 jours pleins et 25 jours partiels au seul premier semestre 2015.

Ces arrêts d'évacuation et donc de production sont récurrents et concernent exclusivement la société Seplat. L'arrêt de production décrit ci-avant sur le pipeline gabonais utilisé par M&P est un évènement isolé qui ne devrait pas se reproduire dans le futur. Afin de prendre en compte cet élément le management de Seplat a intégré l'équivalent de 30 jours d'arrêt de production dans ses prévisions de production, en considérant que la société développerait un système d'évacuation alternatif pour les huiles.

Compte tenu des niveaux d'arrêts de production historiques et de la révision à la baisse du plan d'investissement, le développement d'un nouvel équipement d'évacuation des huiles prévu par le management risque d'être remis en cause. Il nous a semblé prudent d'intégrer 30 jours d'arrêt de production supplémentaires à l'occasion de nos travaux d'évaluation.

S'agissant de M&P, à l'exception de l'arrêt de production lié à l'incident technique exceptionnel sur le pipe de Total le 4 septembre 2015 et qui a été pris en compte dans les projections de production pour le second semestre 2015, il n'a pas été retenu d'hypothèses d'arrêts de production significatifs sur l'horizon du business plan, par référence à ses données historiques.

### Taux d'actualisation

#### **Calcul du coût du capital**

	<b>Gabon</b>	<b>Tanzanie</b>	<b>Nigéria</b>
Taux sans risque (USD)	2,3%	2,3%	2,3%
Beta	1,0	1,0	1,0
Prime de risque marché actions	5,9%	5,9%	5,9%
Prime de risque pays	1,9%	1,9%	3,9%
<b>Coût du capital</b>	<b>10,0%</b>	<b>10,0%</b>	<b>12,0%</b>

Source: Rapport d'évaluation BNPP

Comme présenté ci-avant, les taux d'actualisation utilisés ont été déterminés à partir d'une analyse basée sur une activité internationale en dollars auxquels une prime de risque pays a été ajoutée.

Cette approche et ces résultats sont cohérents avec les différentes notes d'analystes et documents de référence de sociétés comparables (cf. tableau ci-dessous), en particulier sur les paramètres de risque pays. Nous avons donc retenu des taux d'actualisation équivalents dans notre évaluation.

#### **Coût du capital de M&P**

<b>Source / date</b>	<b>Coût du capital</b>
<u>Notes d'analystes</u>	
Exane BNP (08/07/15)	7,3%
SocGen 26/11/2014	10,3%
<u>Documents de référence sociétés comparables</u>	
Document de référence 2014 TULLOW OIL <sup>(1)</sup>	11,0%
Document de référence 2014 VAALCO ENERGY <sup>(2)</sup>	10,0%
<b>Moyenne</b>	<b>9,7%</b>

Source: Notes d'analystes et documents de référence

#### **Coût du capital de SE PLAT**

<b>Source / date</b>	<b>Coût du capital</b>
<u>Notes d'analystes</u>	
CLS Stockbrokers (13/07/2015)	12,0%
Auerbach Grayson (21/05/2015)	12,0%
RBC Capital Markets (24/04/2015)	12,5%
Vetiv Research (13/04/15)	12,0%
<b>Document de référence 2014 SEPLAT</b>	<b>12,0%</b>
<b>Moyenne</b>	<b>12,1%</b>

### Autres points d'attention relatifs à la méthodologie

Comme la banque évaluatrice, nous avons situé le point de départ de notre évaluation au 30 juin 2015. Les données prévisionnelles 2015 ont été ajustées à la lumière des résultats semestriels des deux sociétés et des événements intervenus depuis cette clôture comptable.

La position de dette nette pour M&P et Seplat a été calculée sur la base des comptes consolidés semestriels du 30 juin 2015 des deux sociétés. Nous avons notamment tenu compte dans nos calculs des provisions non courantes (avantages au personnel, provision pour remise en état des sites) ainsi que des dettes relatives à certains compléments de prix à verser par Seplat dans le cadre de l'acquisition des OML 53 et 55. Concernant les emprunts obligataires de M&P (principalement ORNANE à échéance 2019 et 2021), ils ont été traités comme de la dette dans

le calcul de la dette nette ajustée ; leurs valeurs d'exercice respectives étant très éloignées de la monnaie.

La trésorerie nette de MPI a par ailleurs été calculée sur la base des comptes consolidés semestriels au 30 juin 2015, ajustée de la distribution exceptionnelle de 0,45€ par action versé préalablement à l'opération.

Enfin, le nombre d'actions retenu pour le calcul de l'ANR par action a été calculé sur la base du nombre d'actions en circulation connu au 30 juin 2015, retraité des actions auto-détenues et des attributions d'actions gratuites. S'agissant des BSA émis par M&P venant à échéance le 31 décembre 2015, leur prix d'exercice étant très éloigné de la monnaie et leur valeur de marché très faible, ils n'ont pas été retenus comme instrument dilutif dans notre calcul du nombre d'actions.

#### *2.4.1.3.3 Evaluation de la joint-venture Saint Aubin Energie*

La société Saint Aubin Energie a été créée conjointement par M&P et MPI afin de mener les différents projets d'exploration et de recherches. Elle est détenue à 1/3 par la société M&P et à 2/3 par la société MPI.

La probabilité de succès et le niveau de rentabilité future des différents projets d'exploration menés par St-Aubin est aujourd'hui très complexe à déterminer en raison de nombreuses incertitudes techniques et économiques comme l'évolution du prix du pétrole notamment.

Face à ces difficultés, une pratique communément appliquée par les sociétés du secteur consiste à évaluer les actifs d'exploration à partir des dépenses engagées dans les projets. C'est l'approche qui a été retenue par les parties pour évaluer la société St-Aubin.

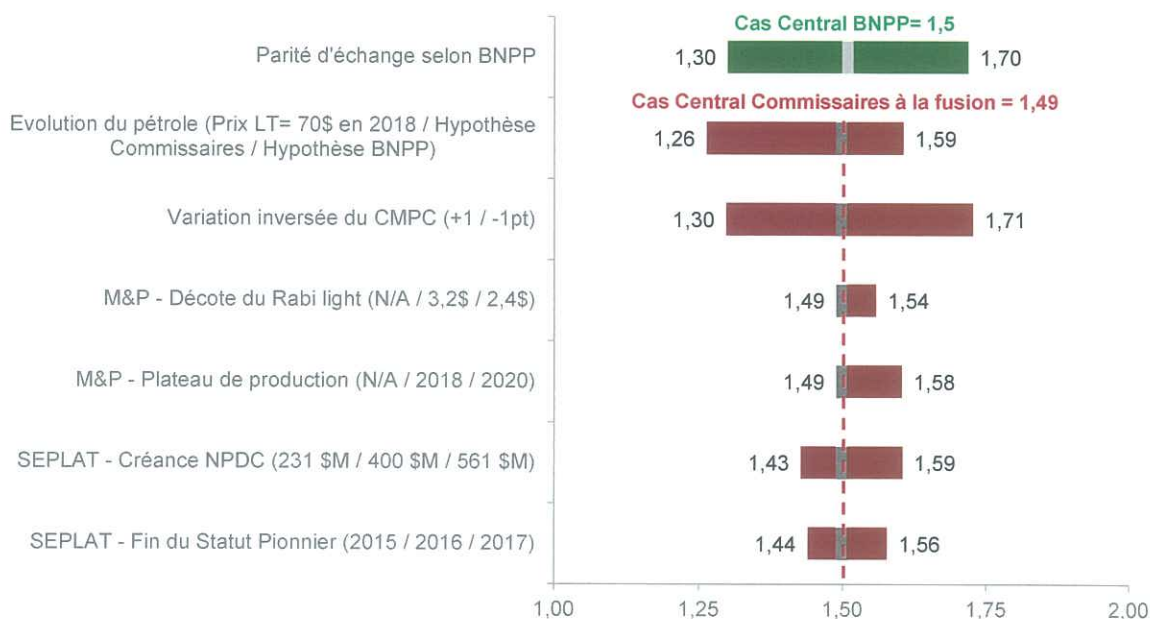
Le montant des dépenses retenu correspond à celui des actifs d'exploration comptabilisés au 30 juin 2015.

Cette méthode d'évaluation nous semble pertinente compte-tenu du degré d'incertitude important autour de la rentabilité des projets et des évolutions futures du marché du pétrole, lesquels recèlent en même temps des potentialités dont il est difficile d'apprécier la portée dans le contexte de marché actuel.

#### 2.4.1.3.4 Synthèse et analyses de sensibilité

Afin de mesurer la sensibilité des facteurs clés sur les sociétés parties à l'opération ? nous avons réalisé des tests de sensibilité dont nous rendons compte dans le graphique ci-dessous :

##### Parité d'échange M&P/MPI selon méthode ANR



Source: Travaux Commissaires à la fusion

Note: Le graphique présente la sensibilité aux 3 hypothèses affichées dans le libellé

Sur la base de notre évaluation des valeurs relatives des actions M&P et MPI par la méthode de l'actif net réévalué, le rapport d'échange ressort dans une fourchette de 1,26 à 1,71 la valeur centrale ressort à 1,49 action MPI pour 1 action M&P.

#### 2.4.1.4 Actif net réévalué par la méthode du cours de bourse (SEPLAT)

Compte tenu des caractéristiques de MPI, société holding dont le patrimoine est majoritairement composé d'une participation minoritaire dans Seplat (société cotée), et de trésorerie disponible, il nous est apparu utile d'apprécier l'actif net réévalué de MPI au travers d'une approche par la somme des parties.

Dans cette approche alternative de l'actif net réévalué, la valeur de MPI est basée sur la valeur boursière de Seplat appréciée à différentes dates (au jour de l'annonce, et moyennes 1 à 3 mois). Les actifs et passifs de MPI et de M&P sont évalués de manière similaire à celle présentée ci-dessus, seule la valeur de Seplat est réévaluée sur la base d'un autre critère et aucune décote n'est appliquée à la valeur de MPI.

Sur la base de cette évaluation des valeurs relatives des actions M&P et MPI par la méthode de l'actif net réévalué basé sur le cours de bourse de Seplat, le rapport d'échange est compris entre 1,91 et 2,28 actions MPI pour 1 action M&P.

Nous n'avons pas identifié d'autre critère d'évaluation applicable adapté à l'objectif recherché de détermination du poids relatif des actions des sociétés en présence.

### 2.4.1.5 Synthèse

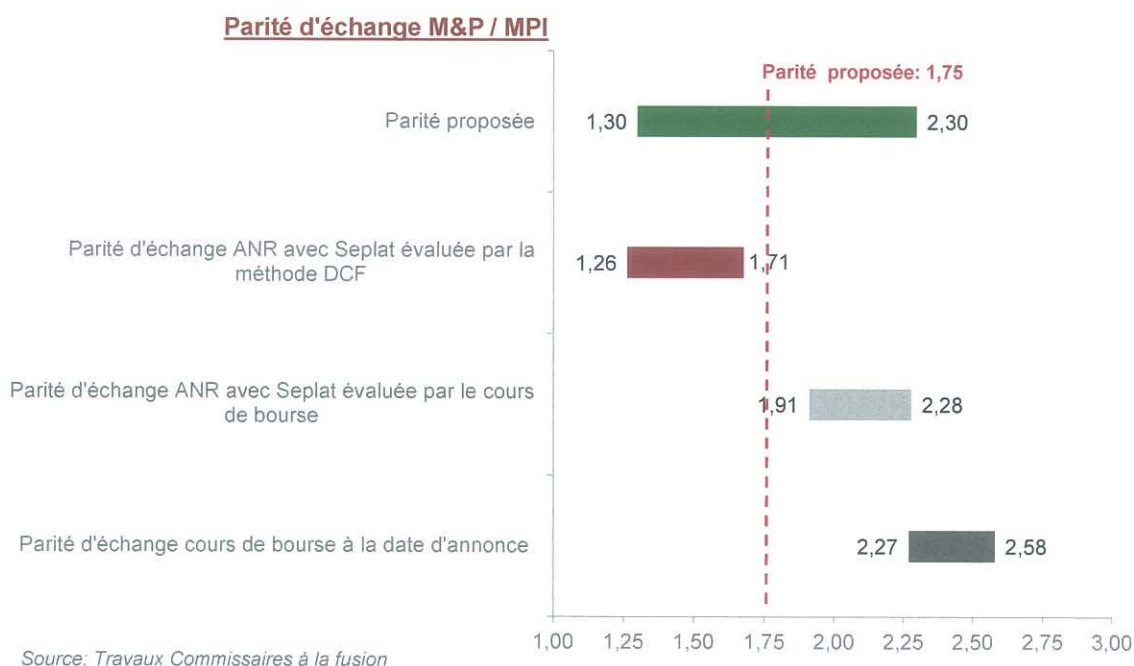
Les critères examinés (cours de bourse, actualisation des flux de trésorerie) apparaissent pertinents pour apprécier la parité d'échange.

En complément des analyses menées par les parties, nous avons considéré des hypothèses alternatives pour la mise en œuvre de l'actualisation des flux de trésorerie.

Sur le critère de l'actif net réévalué, nous avons considéré la détermination de celui de MPI par une approche de la somme des parties, en nous référant au cours de bourse de Seplat, son principal actif sous-jacent.

La mise en œuvre des critères du cours de bourse et de l'actualisation des flux futurs de trésorerie n'appelle pas d'autre remarque particulière.

La synthèse de l'approche multicritères peut se résumer comme suit :



Les résultats obtenus sur les approches complémentaires que nous avons mises en œuvre s'inscrivent dans la fourchette des calculs présentés par la banque évaluatrice.

### **3. Appréciation du caractère équitable du rapport d'échange proposé**

#### **3.1 Rapport d'échange proposé par les parties**

Sur la base de l'analyse multicritères les parties ont fixé un rapport d'échange de 1 action M&P pour 1,75 action MPI.

#### **3.2 Diligences effectuées pour vérifier le caractère équitable du rapport d'échange**

Nous avons mis en œuvre les principales diligences suivantes :

- nous avons analysé le positionnement du rapport d'échange par rapport aux valeurs relatives jugées pertinentes ;
- nous avons également appréhendé l'incidence du rapport d'échange sur la situation future des deux groupes d'actionnaires.

#### **3.3 Appréciation et positionnement du rapport d'échange proposé**

Le rapport d'échange est positionné post-dividende de 0,45€ dont bénéficieront les actionnaires de MPI.

Le rapport d'échange proposé de 1,75 action MPI pour 1 action M&P se situe en bas de la fourchette des rapports d'échange résultant des méthodes d'évaluation des valeurs relatives pertinentes présentées ci-dessus

Ce choix peut paraître favorable aux actionnaires de MPI dans la mesure où le rapport d'échange retenu favorise le critère de l'actif net réévalué, dont la fourchette haute est de 1,7, proche de la parité proposée.

La comparaison de la parité obtenue par une évaluation de la valeur relative de MPI par la méthode de l'actif net réévalué sur la base du cours de bourse de Seplat avec celle obtenue par l'analyse du cours de bourse des deux sociétés, nous semble pertinente dans la mesure où elle tient compte du profil de MPI et des composantes de son patrimoine ; la fourchette basse de ce critère se situe à 1,9 actions MPI pour 1 action M&P.

Le rapport d'échange proposé de 1,75 action MPI pour 1 action M&P se trouve sur les bornes de ces deux critères qui nous paraissent dominants.

Au regard du critère des cours de bourse, la parité offre une prime à l'actionnaire de MPI, du fait de la décote structurelle subie par son cours de bourse, critère incontournable qui ne peut donc être écarté compte tenu du profil des deux entités.

### 3.4 Incidence du rapport d'échange proposé sur la situation des différentes catégories d'actionnaires

#### 3.4.1 Evolution du bénéfice net consolidé par action

##### Synergies de coûts :

En date du 27 août 2015, dans le communiqué de presse annonçant leur fusion, les parties évaluaient les synergies de coûts (*pro forma* 2014) à 2,5M€ au titre d'économies réalisées sur les coûts de cotation, de structure et de gestion de MPI.

##### Synergies et disynergies fiscales :

Dans ce même communiqué de presse, les sociétés estimaient les économies fiscales (*pro-forma* 2014) à 12M€.

#### Analyse du Bénéfice net par actions (BNPA) - m€

2014a	MP standalone	MPI standalone	MP "proforma" avec une parité de 1,75
Nombre d'actions (hors autodétentions)	115,9	110,8	179,2
Bénéfice Net	13	50	76
<b>BNPA 2014 (incl synergies &amp; intercos)</b>	<b>0,11</b>	<b>0,45</b>	<b>0,42</b>

Source: Travaux Commissaires à la fusion

Il ressort de cette analyse que sur une base 2014 *pro-forma*, MPI subirait une dilution de son bénéfice net par action, cette dilution devant toutefois être relativisée compte tenu de la prime induite par la parité offerte au regard des cours de bourse, et de la distribution exceptionnelle, au moment de l'opération, d'un dividende représentatif de près de 2,2<sup>3</sup> ans de dividende, par référence aux distributions passées.

L'appréciation de l'évolution du BNPA est rendue très difficile du fait des cours actuels du pétrole et des matières premières. Les deux sociétés sont exposées à des pertes si les cours du pétrole restent proches des niveaux actuels.

<sup>3</sup> Le calcul est réalisé à partir de la moyenne des trois dernières distributions de dividendes : 0,21€, extériorisant un rapport de 2,18 comparé à la distribution exceptionnelle de 0,45€

A ce titre, l'actionnaire de MPI aura reçu lors de l'opération une distribution exceptionnelle, et se retrouvera comme celui de M&P actionnaire d'une société de taille plus significative, avec une liquidité accrue et une diversification de ses actifs ; en cas de reprise sectorielle, l'action du nouvel ensemble pourrait se valoriser significativement.

### **3.4.2 Liquidité des titres**

Le nouvel ensemble, compte tenu de sa taille et de son poids sur le marché (plus d'un milliard d'euros de capitalisation boursière), devrait être davantage suivi par les analystes augmentant ainsi sa visibilité, et susceptible d'accroître son attractivité pour les investisseurs.

Dans ces conditions, le rapport d'échange proposé nous paraît équitable et n'appelle pas d'autre remarque de notre part.



#### **4. Synthèse**

Nos travaux tels que décrits dans le présent rapport conduisent à attirer l'attention sur les points suivants :

- les travaux d'évaluation sont basés sur des prévisions dans un domaine exposé à l'évolution du prix des matières premières et de la parité des devises (€/ \$), aux risques géopolitiques et à la volatilité des marchés financiers.
- les hypothèses et prévisions ont un caractère incertain mais elles nous ont semblé cohérentes pour déterminer des valeurs relatives.
- nous avons eu accès au management des sociétés, mais pas directement à celui de Seplat.

Ces remarques ne remettent pas en cause notre appréciation mais en font partie intégrante.

## 5. Conclusion

Sur la base de nos travaux et à la date du présent rapport, nous sommes d'avis que le rapport d'échange de 1 action M&P pour 1,75 action MPI arrêté par les parties présente un caractère équitable.

Fait à Paris, le 2 novembre 2015

Les Commissaires à la Fusion



Jacques POTDEVIN



Olivier PERONNET

Commissaires aux comptes  
Membres de la Compagnie Régionale de Paris

## Glossaire

**Réserves** : les réserves sont classées en fonction de la quantité d'hydrocarbures qu'il est possible d'extraire d'un réservoir connu, sont distinguées notamment :

- les réserves P1 ou prouvées dont la probabilité de récupération est de 90% ;
- les réserves P2 ou probables dont la probabilité de récupération est de 50% ;
- les réserves P3 ou possibles dont la probabilité de récupération est de 10%.

Les réserves P1 et P2 sont communément regroupées et qualifiées de réserves 2P.

### **Unités de mesure :**

**Mmbl** : millions de barils ;

**Kbpd** : milliers de barils par jour ;

**Mmcfpd** : millions de pieds cubes par jour ;

**Bcf** : milliards de pieds cubes ;

**Mmboe** : millions de barils d'équivalent pétrole.