Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

PROJET DE NOTE ÉTABLI PAR LA SOCIÉTÉ

SOCIÉTÉ INDUSTRIELLE ET FINANCIÈRE DE L'ARTOIS

EN RÉPONSE

AU PROJET D'OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT SUIVIE D'UN RETRAIT OBLIGATOIRE

composée d'une offre publique d'achat et, à titre alternatif, d'une offre publique d'échange

VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIÉTÉ INDUSTRIELLE ET FINANCIÈRE DE L'ARTOIS

INITIÉE PAR

BOLLORÉ

AMF AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS

Le présent projet de note en réponse (le « **Projet de Note en Réponse** ») a été établi et déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (« **AMF** ») le 10 octobre 2024, conformément aux articles 231-19 et 231-26 de son règlement général (le « **RGAMF** »).

Le projet d'offre et le présent Projet de Note en Réponse restent soumis à l'examen de l'AMF.

AVIS IMPORTANT

En application des dispositions des articles 231-19, et 261-1 et suivants du RGAMF, le rapport du cabinet Accuracy, agissant en qualité d'expert indépendant (l'« **Expert Indépendant** »), est inclus dans le présent Projet de Note en Réponse.

Le présent Projet de Note en Réponse est disponible sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et Société Industrielle et Financière de l'Artois (www.sif-artois.fr) et peut être obtenu sans frais sur simple demande auprès de Société Industrielle et Financière de l'Artois (31/32, Quai de Dion Bouton - 92800 Puteaux).

Conformément à l'article 231-28 du RGAMF, les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de Société Industrielle et Financière de l'Artois seront déposées auprès de l'AMF et mises à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique de retrait selon les mêmes modalités.

Table des Matières

1 RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES ET CONDITIONS DE L'OFFRE 3

1.1 Présentation de l'Offre 3

1.2 Contexte et motifs de l'Offre 4

1.2.1 Contexte 4

1.2.2 Motifs de l'Offre 5

1.3 Rappel des principaux termes de l'Offre 5

1.3.1 Principaux termes de l'Offre Publique de Retrait 5

1.3.2 Procédure d'apport à l'Offre Publique de Retrait 5

1.3.3 Calendrier indicatif de l'Offre 5

1.3.4 Retrait Obligatoire suite à l'Offre Publique de Retrait 5

1.3.5 Restrictions concernant l'Offre à l'étranger 6

1.3.6 Accords susceptibles d'avoir une incidence sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre 6

2 AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION 7

3 INTENTION DES ADMINISTRATEURS D'ARTOIS 13

4 INTENTION DE LA SOCIÉTÉ QUANT AUX ACTIONS AUTO-DÉTENUES 13

5 RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT 13

6 ÉLÉMENTS CONCERNANT LA SOCIÉTÉ SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE 14

6.1 Structure et répartition du capital de la Société 14

6.2 Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions 14

6.2.1 Obligation de déclaration en matière de franchissement de seuils 14

6.2.2 Transfert d'actions 15

6.3 Clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce 15

6.4 Participations directes et indirectes au capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissements de seuils ou d'une déclaration d'opération sur titres en application des articles L. 233-7 et L. 233-12 du Code de commerce 15

6.5 Liste des détenteurs de titres Artois comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci 15

6.6 Mécanismes de contrôles prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel 15

6.7 Accords dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote 15

6.8 Règles applicables à la nomination et au remplacement des administrateurs d'Artois 15

6.8.1 Nomination et remplacement des administrateurs 15

6.8.2 Modification des statuts d'Artois 16

6.9 Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier concernant l'émission ou le rachat d'actions 16

6.10 Accords conclus par Artois étant modifiés ou prenant fin en cas de changement de contrôle d'Artois .. 17

6.11 Accords prévoyant des indemnités pour les administrateurs, les salariés ou les dirigeants s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique d'achat ou d'échange 17

7 MODALITÉS DE MISE À DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES À LA SOCIÉTÉ17

8 PERSONNES RESPONSABLES DU CONTENU DU PROJET DE NOTE EN RÉPONSE 17

1 RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES ET CONDITIONS DE L'OFFRE

1.1 Présentation de l'Offre

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 236-3 et 237-1 du RGAMF, Bolloré SE, une société européenne dont le siège social est situé à Odet – 29500 Ergué-Gabéric, enregistrée sous le numéro 055 804 124 R.C.S Quimper (« **Bolloré** » ou l'« **Initiateur** »), a déposé auprès de l'AMF le 13 septembre 2024 un projet d'offre publique de retrait sur la Société (l'« **Offre Publique de Retrait** ») qui sera suivie d'un retrait obligatoire (le « **Retrait Obligatoire** »), et, avec l'Offre Publique de Retrait, l' « **Offre** ») sur Société Industrielle et Financière de l'Artois, une société anonyme à conseil d'administration dont le siège est situé 31/32, Quai de Dion Bouton – 92800 Puteaux, enregistrée sous le numéro 562 078 261 R.C.S. Nanterre (« **Artois** » ou la « **Société** »), dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment A du marché réglementé d'Euronext Paris (« **Euronext Paris** ») sous le code ISIN FR0000076952, mnémonique « ARTO », dont les conditions sont décrites ci-après ainsi que dans le projet de note d'information déposé par l'Initiateur[1] (le « **Projet de Note d'Information** »).

L'Offre Publique de Retrait est une offre publique alternative composée :

- d'une offre publique d'achat (la « **Branche en Numéraire** ») aux termes de laquelle les actionnaires d'Artois pourront céder leurs actions au prix de 9.300,00 euros par action (le « **Prix d'Offre** ») ;

- d'une offre publique d'échange (la « **Branche en Titres** ») aux termes de laquelle les actionnaires d'Artois pourront échanger 1 action Artois contre 407 actions Universal Music Group N.V. (la « **Parité d'Échange** »), une société à responsabilité limitée (*naamloze vennootschap*) de droit néerlandais, dont le siège statutaire (*statutaire zetel*) est situé à Amsterdam, Pays-Bas et le siège social à 's-Gravelandseweg 80, 1217 EW, Hilversum, Pays-Bas, immatriculée à la Chambre de commerce des Pays-Bas (*Kamer van Koophandel*) sous le numéro d'identification 81106661, dont les actions sont admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext à Amsterdam (« **Euronext Amsterdam** ») sous le code ISIN NL0015000IY2, mnémonique « UMG » (« **UMG** »), détenues en portefeuille par l'Initiateur.

À la date du présent Projet de Note en Réponse, l'Initiateur détient, directement ou indirectement, seul ou de concert, 255.145 actions Artois représentant autant de droits de vote, soit 95,85% du capital et des droits de vote théoriques d'Artois[2].

L'Offre Publique de Retrait porte sur la totalité des actions existantes Artois non détenues, directement ou indirectement, seul ou de concert, par l'Initiateur[3], soit un nombre total maximum de 11.105 actions de la Société représentant autant de droits de vote, soit, 4,17% du capital et des droits de vote théoriques de la Société[2], déterminé comme suit :

[1] Un avis de dépôt a été publié le 16 septembre 2024 par l'AMF sur son site internet (www.amf-france.org) sous le numéro 224C1625.

[2] Sur la base d'un nombre total de 266.200 actions et de 266.200 droits de vote théoriques de la Société à la date du Projet de Note en Réponse (calculés en application de l'article 223-11 du RGAMF).

[3] Hors Bolloré Participations SE et M. Vincent Bolloré, qui ont indiqué leur intention de participer à l'Offre. Les 25 actions de la Société détenues par Bolloré Participations SE et les 25 actions détenues par M. Vincent Bolloré font par conséquent partie des actions visées par l'Offre. Le détail des participations des sociétés appartenant au groupe Bolloré figure en section 6.1 ci-après.

Actions existantes	266.200
moins actions détenues directement par l'Initiateur :	24.830
moins actions détenues par les autres sociétés du groupe Bolloré[3] :	230.265
Total des actions visées par l'Offre :	**11.105**

Il n'existe pas de titres de capital ou instruments financiers pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote d'Artois, autres que les actions composant le capital social de la Société à la date du présent Projet de Note en Réponse.

L'Offre Publique de Retrait sera ouverte pour une durée de 15 jours de négociation.

Dans la mesure où l'Initiateur détient d'ores et déjà directement ou indirectement, seul ou de concert, plus de 90% du capital et des droits de vote de la Société, l'Offre Publique de Retrait sera suivie d'un Retrait Obligatoire. Dans le cadre du Retrait Obligatoire, les actions Artois visées par l'Offre Publique de Retrait non apportées à celle-ci seront par conséquent transférées à l'Initiateur, moyennant une indemnisation exclusivement en numéraire égale au Prix d'Offre (soit 9.300,00 euros par action Artois), nette de tout frais.

Conformément à l'article 231-13 du RGAMF, l'Offre est présentée par Natixis et Société Générale (les « **Établissements Présentateurs** »), qui garantissent la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur relatifs à l'Offre.

1.2 Contexte et motifs de l'Offre

1.2.1 Contexte

Le contexte de l'Offre est plus détaillé à la section 1.1. du Projet de Note d'Information.

Il convient de noter qu'à la suite de la fusion-absorption de sa filiale à 100% Compagnie de Cornouaille, intervenue le 17 juillet 2024, Bolloré s'est vu transférer, entre autres, 329.517.854 actions UMG préalablement détenues par Compagnie de Cornouaille à cette date.

Le 10 juillet 2024, les sociétés Compagnie du Cambodge et Société des Chemins de Fer et Tramways du Var et du Gard ont annoncé le projet de fusion-absorption de la seconde par la première, et les sociétés Financière Moncey et Compagnie des Tramways de Rouen ont annoncé, le même jour, le projet de fusion-absorption de la seconde par la première.

Le 12 septembre 2024, le directoire de Compagnie du Cambodge et le conseil d'administration de Société des Chemins de Fer et Tramways du Var et du Gard ont approuvé les termes du projet de la fusion de la seconde par la première, d'une part, et les conseils d'administration de Financière Moncey et de Compagnie des Tramways de Rouen ont approuvé les termes du projet de la fusion de la seconde par la première, d'autre part.

Le 13 septembre 2024, en sus de l'Offre, Bolloré a déposé auprès de l'AMF un projet d'offre publique de retrait suivi d'un retrait obligatoire respectivement sur les sociétés Financière Moncey et Compagnie du Cambodge, toutes deux étant également assorties d'une branche alternative d'échange consistant en la remise d'actions UMG détenues en portefeuille par Bolloré. Ces trois projets d'offres ne sont pas inter-conditionnés à leurs réalisations respectives.

Dans cette perspective, l'Initiateur a mandaté les Établissements Présentateurs, afin de procéder à une évaluation des actions Artois, qui figure en section 3 (*Éléments d'appréciation des termes de l'Offre*) du Projet de Note d'Information.

1.2.2 Motifs de l'Offre

L'Offre s'inscrit dans le cadre des mesures de rationalisation et de simplification des structures du groupe Bolloré visant à réduire ses coûts de gestion administrative et fonctionnelle.

La mise en œuvre du Retrait Obligatoire permettra à la Société de mettre fin à l'admission de ses titres à la négociation sur un marché réglementé et par conséquent de réduire les coûts induits par les obligations législatives et réglementaires applicables aux sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé, étant rappelé que l'Initiateur étant lui-même une société cotée, il reste par ailleurs soumis auxdites obligations légales et règlementaires.

1.3 Rappel des principaux termes de l'Offre

1.3.1 Principaux termes de l'Offre Publique de Retrait

En application des dispositions de l'article 231-13 du RGAMF, les Établissements Présentateurs, agissant pour le compte de l'Initiateur, ont déposé le 13 septembre 2024 le projet d'Offre auprès de l'AMF, sous la forme d'une offre publique de retrait qui sera suivie d'un retrait obligatoire visant les actions Artois.

Les Établissements Présentateurs garantissent, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du RGAMF, la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

En application des articles 236-1 et suivants du RGAMF, l'Initiateur s'engage irrévocablement à offrir aux actionnaires de la Société la possibilité d'apporter leurs actions à l'Offre Publique de Retrait, pendant une période de 15 jours de négociation, en contrepartie :

- d'un Prix d'Offre de 9.300,00 euros par action Artois apportée à la Branche en Numéraire ; et/ou

- d'une Parité d'Échange de 407 actions UMG, détenues en portefeuille par l'Initiateur, contre 1 action Artois apportée à la Branche en Titres. Le nombre, la provenance et les caractéristiques des actions UMG sont détaillés à la section 2.5. du Projet de Note d'Information.

Les actionnaires d'Artois pourront apporter en tout ou partie leurs actions soit à la Branche en Numéraire, soit à la Branche en Titres, soit en les répartissant entre la Branche en Numéraire et la Branche en Titres.

1.3.2 Procédure d'apport à l'Offre Publique de Retrait

La procédure d'apport à l'Offre est décrite à la section 2.4. du Projet de Note d'Information.

1.3.3 Calendrier indicatif de l'Offre

Le calendrier indicatif de l'Offre est décrit à la section 2.7. du Projet de Note d'Information.

1.3.4 Retrait Obligatoire suite à l'Offre Publique de Retrait

Conformément aux dispositions de l'article L. 433-4, II du Code monétaire et financier et de l'article 237-1 et suivants du RGAMF, à l'issue de l'Offre Publique de Retrait, les actions Artois qui n'auront pas été présentées à l'Offre Publique de Retrait, seront transférées à l'Initiateur, moyennant une indemnisation exclusivement en numéraire égale au Prix d'Offre (soit 9.300,00 euros par action Artois), nette de tout frais.

Il est précisé que cette procédure entraînera la radiation des actions Artois d'Euronext Paris.

Les modalités détaillées du Retrait Obligatoire sont présentées à la section 2.6. du Projet de Note d'Information.

1.3.5 Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

Les restrictions concernant l'Offre à l'étranger sont décrites à la section 2.11. du Projet de Note d'Information.

1.3.6 Accords susceptibles d'avoir une incidence sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre

À la connaissance de la Société, il n'existe pas d'accord pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.

Il n'existe par ailleurs pas d'engagement d'apport ou de non-apport à l'Offre Publique de Retrait.

2 AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

À la date du Projet de Note en Réponse, le Conseil d'administration de la Société est composé comme suit :

- Monsieur Cédric de Bailliencourt (Président) ;
- Madame Chantal Bolloré ;
- Monsieur Cyrille Bolloré ;
- Madame Marie Bolloré ;
- Monsieur Sébastien Bolloré ;
- Bolloré Participations SE (représentée par Madame Stéphanie Collinet) ;
- AFICO (représentée par Monsieur François Fabri) ;
- Monsieur Hubert Fabri ;
- Compagnie du Cambodge (représentée par Monsieur Emmanuel Fossorier) ;
- Société Bordelaise Africaine (représentée par Madame Janine Goalabré) ;
- Monsieur Jean-Philippe Hottinguer ;
- Socfrance (représentée par Madame Juliette Laquerrière) ;
- Madame Céline Merle-Béral ;
- Madame Jacqueline de Ribes ; et
- Monsieur Olivier Roussel.

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du RGAMF, les membres du Conseil d'administration de la Société se sont réunis le 10 octobre 2024, sous la présidence de Monsieur Cédric de Bailliencourt, son président, à l'effet d'examiner le projet d'Offre et de rendre un avis motivé sur l'intérêt et les conséquences du projet d'Offre pour la Société et ses actionnaires, étant rappelé qu'Artois n'emploie aucun salarié.

L'ensemble des membres du Conseil d'administration étaient présents ou représentés à cette réunion.

Un extrait des délibérations du Conseil d'administration de la Société, relatif à l'adoption de son avis motivé, est reproduit ci-après.

« *Le Président rappelle que le 13 septembre 2024, Bolloré SE (l'"**Initiateur**") a déposé un projet d'offre publique de retrait suivi d'un retrait obligatoire sur la Société, assortie d'une branche alternative d'échange consistant en la remise d'actions Universal Music Group N.V. (UMG) détenues en portefeuille par l'Initiateur (l'"**Offre**"). L'Offre s'inscrit dans le cadre des mesures de rationalisation et de simplification des structures du groupe Bolloré visant à réduire ses coûts de gestion administrative et fonctionnelle.*

Le Président rappelle que préalablement à la réunion, les membres du Conseil d'administration ont pris connaissance :

- *du communiqué de presse de l'Initiateur du 12 septembre 2024 annonçant le projet d'Offre qui consiste en une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire composée d'une offre publique d'achat (au prix de 9.300,00 euros), et, à titre alternatif, d'une offre publique d'échange (selon une parité de 407 actions UMG pour une action Société Industrielle et Financière de l'Artois) ;*

- *du communiqué de presse de l'Initiateur du 4 octobre 2024 détaillant les contreparties proposées dans les projets de fusions-absorptions de Société des Chemins de Fer et Tramways du Var et du Gard et de Compagnie des Tramways de Rouen et les offres publiques de retrait suivies d'un retrait obligatoire portant sur les actions de Compagnie du Cambodge, Financière Moncey et Société Industrielle et Financière de l'Artois ;*

- *du projet de note d'information déposé par l'Initiateur auprès de l'AMF le 13 septembre 2024, qui contient notamment le contexte et les motifs de l'Offre, les intentions de l'Initiateur, les caractéristiques de l'Offre et les éléments d'appréciation du Prix d'Offre (le "**Projet de Note d'Information**") ;*

- *du rapport du cabinet Accuracy, représenté par Monsieur Henri Philippe, en qualité d'expert indépendant (l'"**Expert Indépendant**") sur le caractère équitable des conditions financières de l'offre publique de retrait et du retrait obligatoire ; et*

- *du projet de note en réponse de la Société, établi conformément à l'article 231-9 du RGAMF.*

1. Rappel du processus de désignation de l'Expert Indépendant

Le Président rappelle que Société Industrielle et Financière de l'Artois n'étant pas en mesure de constituer un comité ad hoc, le Conseil d'administration a ratifié le 12 septembre 2024, après confirmation de l'absence d'opposition de l'AMF, conformément à l'article 261-1-1 du RGAMF, la désignation du cabinet Accuracy, représenté par Monsieur Henri Philippe, en qualité d'expert indépendant, avec pour mission de préparer un rapport sur le caractère équitable des conditions financières de l'offre publique de retrait et du retrait obligatoire conformément aux dispositions des articles 261-1, I, 1° et 4°et II et 262-1 du RGAMF.

2. Interactions avec l'Expert Indépendant

Une réunion de lancement des travaux de l'Expert Indépendant a eu lieu le 18 juillet 2024 avec les directions financière et juridique de Société Industrielle et Financière de l'Artois, à l'issue de laquelle les informations et documents demandés par l'Expert Indépendant ont commencé à lui être communiqués afin que ce dernier puisse débuter ses travaux.

Les directions financière et juridique de la Société se sont ensuite entretenues à plusieurs reprises avec l'Expert Indépendant aux cours des réunions suivantes :

- *le 6 septembre 2024, afin de faire un premier point d'étape sur les travaux accomplis par l'Expert Indépendant depuis sa désignation et de discuter des méthodes de valorisation privilégiées par ce dernier ;*

- *le 9 septembre 2024, afin que l'Expert Indépendant puisse présenter les premiers éléments chiffrés de ses travaux ;*

- *le 24 septembre 2024, afin que l'Expert Indépendant puisse présenter son projet de rapport et ses premières conclusions ;*

- *le 3 octobre 2024, afin d'échanger sur les courriers reçus de la part des actionnaires minoritaires dans le cadre de l'Offre.*

La Société s'est assurée que l'Expert Indépendant disposait de l'ensemble des informations demandées par lui pour l'exécution de sa mission et qu'il ait été à même de mener ses travaux dans des conditions le satisfaisant. Le Conseil d'administration indique ne pas avoir relevé d'éléments de

nature à remettre en cause le bon déroulement des travaux de l'Expert Indépendant. En particulier, le Conseil d'administration a pris connaissance des questions et réflexions d'actionnaires qui ont été adressées à l'Initiateur, à la Société ou à l'Expert Indépendant et intégrées dans son rapport.

Le détail des interactions entre la Société et l'Expert Indépendant, ainsi que la liste des documents auxquels il a eu accès dans le cadre de sa mission, figurent de manière exhaustive dans le rapport de l'Expert Indépendant.

3. Synthèse et conclusion du rapport de l'Expert Indépendant

L'Expert Indépendant a remis son rapport final au Conseil d'administration le 10 octobre 2024.

Les conclusions du rapport de l'Expert Indépendant sont les suivantes :

- *« Caractère équitable du Prix d'Offre*

  Dans la perspective de la mise en œuvre du Retrait Obligatoire, nous estimons que le prix d'indemnisation de 9 300,0 € qui sera versé aux Actionnaires Minoritaires résiduels de la Société est équitable d'un point de vue financier.

  En effet, ce prix est légèrement supérieur au haut de fourchette de notre estimation de la Valeur Intrinsèque des actions de la Société.

  A ce titre, nous considérons que le Prix d'Offre :
  - *intègre de manière satisfaisante la valeur du groupe Bolloré, telle qu'appréhendée au travers du cours de bourse de Bolloré SE (soit 5,8 € par action), référence nous apparaissant incontournable au regard (i) de la liquidité importante du marché du titre Bolloré SE (et de celui de ses principales participations cotées Vivendi et UMG) et (ii) de la lisibilité du patrimoine du Groupe qui peut être appréhendée au travers de références de valeur directement observables (cours de bourse et trésorerie nette),*
  - *intègre de manière raisonnable le coût lié à la fiscalité sur les dividendes supporté à chaque strate du chemin de détention (estimé au travers de la Décote liée aux Frottements Fiscaux de 10%),*
  - *n'intègre a priori pas le coût de la liquidité restreinte qui résulte du chemin de détention indirecte des titres Bolloré SE détenus in fine par SIF Artois,*
  - *n'intègre pas non plus le coût de la liquidité très faible de l'action de la Société ».*

- *« Analyse des opérations connexes*
  A la suite des diligences que nous avons réalisées, nous n'avons identifié aucun élément nous conduisant à penser que les opérations connexes à l'Offre sont susceptibles d'avoir affecté les conditions financières de l'Offre.

  Notamment, ni les Fusions, ni les Opérations Connexes, ne sont susceptibles d'avoir introduit une rupture d'équité entre (i) les actionnaires de la société absorbée, Société des Chemins de Fer et Tramways du Var et du Gard, et les actionnaires de la Société d'une part et (ii) les actionnaires de la Société et ceux des sociétés cibles des Autres Offres d'autre part ».

- *« Intérêt pour les Actionnaires Minoritaires d'opter pour la Parité d'Échange*

  La Parité d'Échange de 407 actions UMG pour 1 action SIF Artois extériorise une contre-

valeur de 9 267,39 €[4], soit une décote de -0,35% par rapport au Prix d'Offre à la date d'annonce de l'Offre.

L'Actionnaire Minoritaire optant pour la Parité d'Échange se verra donc appliquer une légère décote par rapport au Prix d'Offre tout en bénéficiant d'un actif offrant une liquidité satisfaisante ; la décote (ou, selon d'évolution à la hausse du cours de bourse d'UMG, la prime[5]) reste toutefois fluctuante. D'un point de vue financier, les actionnaires de la Cible peuvent décider de conserver leurs titres UMG, s'ils considèrent que le titre UMG bénéficie d'un potentiel de rebond à la suite de la baisse de cours intervenue à l'occasion des résultats du S1 2024, et s'ils sont en mesure de reporter sur le titre UMG, en neutralité fiscale, leur investissement dans SIF Artois ».

- *« En conclusion, nous confirmons le caractère équitable des conditions financières de l'Offre, en ce compris dans la perspective de la mise en œuvre du Retrait Obligatoire, pour les Actionnaires Minoritaires de Société Industrielle et Financière de l'Artois ».*

4. Avis motivé du Conseil d'administration

Compte tenu de ce qui précède et connaissance prise :

- *des termes de l'Offre ;*
- *des motifs et intentions de l'Initiateur, et des éléments de valorisation préparées par les établissements présentateurs tels que figurant dans le Projet de Note d'Information ;*
- *des conclusions du rapport établi par l'Expert Indépendant ;*

après en avoir délibéré, le Conseil d'administration, à l'unanimité de ses membres :

***constate que**, sur l'intérêt de l'Offre pour les actionnaires de la Société et pour la Société, étant rappelé que la Société n'emploie aucun salarié :*

- *l'Offre s'inscrit dans le cadre des mesures de rationalisation et de simplification des structures du groupe Bolloré visant à réduire ses coûts de gestion administrative et fonctionnelle ;*
- *l'Initiateur contrôle déjà la Société, dont il détient à cette date, directement et indirectement, seul et de concert avec d'autres entités du groupe Bolloré, 95,85% du capital et des droits de vote théoriques ;*
- *l'Offre porte sur la totalité des actions existantes Société Industrielle et Financière de l'Artois non détenues, directement ou indirectement, seul ou de concert avec d'autres entités du groupe Bolloré, par l'Initiateur, soit un nombre total maximum de 11.105 actions de la Société représentant autant de droits de vote, soit 4,17% du capital et des droits de vote théoriques de la Société, étant précisé que Bolloré Participations SE et M. Vincent Bolloré, qui détiennent chacun 0,01% du capital et des droits de vote de la Société, ont fait état de leur intention d'apporter l'intégralité de leur participation dans la Société à l'Offre ;*
- *l'Offre représente, (i) en cas d'apport à la branche en numéraire, une opportunité d'obtenir*

---

[4] *sur la base d'un CMPV 20 Jours de UMG de 22,77 € par action au 11 septembre 2024 (soit le dernier jour de cotation avant l'annonce de l'Offre du 12 septembre 2024), coupon détaché.*

[5] *Prime de 3,9% sur la base d'un cours UMG de 23,73 € par action au 8 octobre 2024.*

*une liquidité immédiate sur tout ou partie de leur participation au prix de 9.300,00 euros par action de la Société (le "**Prix d'Offre**"), ou (ii) en cas d'apport à la branche en titres, celle de reporter l'investissement sur des actions UMG selon la parité d'échange proposée de 1 action Société Industrielle et Financière de l'Artois contre 407 actions UMG (la "**Parité d'Echange**") ;*

- *le Prix d'Offre extériorise une prime de 69,1% par rapport au cours de bourse du 11 septembre 2024 (soit le dernier jour de cotation avant l'annonce de l'Offre du 12 septembre 2024), et de 70,9%, 78,8% et 86,6% sur les moyennes pondérées par les volumes des cours de bourse sur une période respectivement d'un mois, de trois mois et de douze mois avant cette date ;*

- *la Parité d'Echange a été calculée à partir du cours moyen pondéré 1 mois d'UMG (post détachement du dividende), soit 22,8 euros au 11 septembre 2024, dernier jour de cotation avant l'annonce de l'Offre du 12 septembre 2024 ;*

- *l'Initiateur a l'intention de mettre en œuvre le retrait obligatoire des actions de la Société et la radiation des actions de la Société du marché réglementé d'Euronext Paris à l'issue de l'offre publique de retrait ;*

- *l'Expert Indépendant a relevé que :*

  - *« Dans la perspective de la mise en œuvre du Retrait Obligatoire, nous estimons que le prix d'indemnisation de 9 300,0 € qui sera versé aux Actionnaires Minoritaires résiduels de la Société est équitable d'un point de vue financier » ;*

  - *« A la suite des diligences que nous avons réalisées, nous n'avons identifié aucun élément nous conduisant à penser que les opérations connexes à l'Offre sont susceptibles d'avoir affecté les conditions financières de l'Offre » ;*

  - *« La Parité d'Échange de 407 actions UMG pour 1 action SIF Artois extériorise une contre-valeur de 9 267,39 €[6], soit une décote de -0,35% par rapport au Prix d'Offre à la date d'annonce de l'Offre. L'Actionnaire Minoritaire optant pour la Parité d'Échange se verra donc appliquer une légère décote par rapport au Prix d'Offre tout en bénéficiant d'un actif offrant une liquidité satisfaisante ; la décote (ou, selon d'évolution à la hausse du cours de bourse d'UMG, la prime[7]) reste toutefois fluctuante. D'un point de vue financier, les actionnaires de la Cible peuvent décider de conserver leurs titres UMG, s'ils considèrent que le titre UMG bénéficie d'un potentiel de rebond à la suite de la baisse de cours intervenue à l'occasion des résultats du S1 2024, et s'ils sont en mesure de reporter sur le titre UMG, en neutralité fiscale, leur investissement dans SIF Artois » ;*

- *la conclusion de l'Expert Indépendant est la suivante :*

  - *« En conclusion, nous confirmons le caractère équitable des conditions financières de l'Offre, en ce compris dans la perspective de la mise en œuvre du Retrait Obligatoire, pour les Actionnaires Minoritaires de Société Industrielle et Financière de l'Artois ».*

***décide** que l'Offre est conforme aux intérêts :*

---

[6] *sur la base d'un CMPV 20 Jours de UMG de 22,77 € par action au 11 septembre 2024 (soit le dernier jour de cotation avant l'annonce de l'Offre du 12 septembre 2024), coupon détaché.*

[7] *Prime de 3,9% sur la base d'un cours UMG de 23,73 € par action au 8 octobre 2024.*

- *de la Société, la mise en œuvre du retrait obligatoire lui permettant de mettre fin à l'admission de ses titres à la négociation sur un marché réglementé et par conséquent de réduire les coûts induits par les obligations législatives et réglementaires s'y rapportant ;*

- *de ses actionnaires, le prix de 9.300,00 euros par action de la Société et la parité d'échange de 407 actions UMG pour 1 action de la Société proposés par l'Initiateur étant considérés comme équitables par l'Expert Indépendant et valorisant correctement les actions détenues par les actionnaires minoritaires, y compris dans la perspective d'un retrait obligatoire pour ce qui concerne la branche en numéraire ;*

- *étant rappelé que la Société n'emploie aucun salarié ;*

recommande *aux actionnaires de la Société (i) d'apporter leurs actions à l'offre publique de retrait, soit à l'offre publique d'achat afin d'obtenir une liquidité immédiate sur tout ou partie de leur participation au prix de 9.300,00 euros par action de la Société, soit à l'offre publique d'échange afin de reporter leur investissement sur des actions UMG selon la parité d'échange de 407 actions UMG pour 1 action de la Société ou (ii) de laisser l'acquisition de leurs actions se faire en numéraire dans le cadre du retrait obligatoire afin d'économiser des frais de transaction ;*

prend acte *que le Directeur général finalisera et déposera le 10 octobre 2024 auprès de l'AMF le projet de note en réponse établi sous sa responsabilité, lequel inclura le rapport de l'Expert Indépendant et la position exprimée par le Conseil d'administration relativement à l'Offre dans sa séance de ce jour.* »

3 INTENTION DES ADMINISTRATEURS D'ARTOIS

Les intentions des administrateurs de la Société sont présentées dans le tableau ci-dessous.

Pour les administrateurs qui auraient l'intention d'apporter leurs actions de la Société à la Branche en Titres, cette intention est exprimée en l'état des cours de bourse d'UMG et pourrait ne plus être maintenue en cas de variation significative de cette donnée.

Nom	Fonction	Nombre d'actions détenues à la date de l'avis motivé	Intention
Monsieur Cédric de Bailliencourt	Président du Conseil d'administration	110	Envisage d'apporter majoritairement ses actions à la Branche en Titres
Madame Marie Bolloré	Administrateur	1	Envisage d'apporter ses actions à la Branche en Titres
Monsieur Hubert Fabri	Administrateur	25	Envisage d'apporter ses actions à la Branche en Titres
Madame Chantal Bolloré	Administrateur	1	Envisage d'apporter ses actions à la Branche en Titres
Bolloré Participations SE	Administrateur	25	Envisage d'apporter ses actions à la Branche en Titres
Madame Jacqueline de Ribes	Administrateur	25	Envisage d'apporter ses actions à la Branche en Titres
AFICO	Administrateur	25	Envisage d'apporter ses actions à la Branche en Titres
Monsieur Olivier Roussel	Administrateur	30	Envisage d'apporter ses actions à la Branche en Titres

Il est précisé que les actions de la Société détenues par Compagnie du Cambodge, Société Bordelaise Africaine et Socfrance, administrateurs, ne sont pas visées par l'Offre, comme cela est rappelé à la section 1.1 ci-dessus.

4 INTENTION DE LA SOCIÉTÉ QUANT AUX ACTIONS AUTO-DÉTENUES

À la date du Projet de Note en Réponse, la Société ne détient aucune de ses propres actions.

5 RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT

En application des dispositions des articles 231-19 et 261-1 et suivants du RGAMF, le Conseil d'administration de la Société, lors de sa séance du 12 septembre 2024, a ratifié la désignation du cabinet Accuracy, représenté par Monsieur Henri Philippe, en qualité d'Expert Indépendant avec pour mission de préparer un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

Ce rapport, en date du 10 octobre 2024, est reproduit dans son intégralité en Annexe et fait partie intégrante du présent Projet de Note en Réponse.

6 ÉLÉMENTS CONCERNANT LA SOCIÉTÉ SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

6.1 Structure et répartition du capital de la Société

Le capital social de la Société s'élève, à la date du présent Projet de Note en Réponse, à 5.324.000 euros, divisé en 266.200 actions ordinaires, entièrement libérées et toutes de même catégorie. Le nombre de droits de vote théoriques s'élève à 266.200.

Le tableau ci-après présente, à la connaissance de la Société et sur la base des dernières informations disponibles, la répartition du capital et des droits de vote de la Société, à la date du présent Projet de Note en Réponse :

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	Droits de vote théoriques	% de droits de vote théoriques*
Bolloré SE (Initiateur)	24.830	9,33%	24.830	9,33%
Financière Moncey**	111.947	42,05%	111.947	42,05%
Société Bordelaise Africaine**	80.368	30,19%	80.368	30,19%
Compagnie du Cambodge**	19.755	7,42%	19.755	7,42%
Socfrance**	18.195	6,84%	18.195	6,84%
Bolloré Participations SE***	25	0,01%	25	0,01%
Vincent Bolloré	25	0,01%	25	0,01%
Total groupe Bolloré	*255.145*	*95,85%*	*255.145*	*95,85%*
Public	11.055	4,15%	11.055	4,15%
TOTAL	**266.200**	**100%**	**266.200**	**100%**

** Conformément à l'article 223-11 du RGAMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de toutes les actions auxquelles sont rattachés des droits de vote, en ce compris les actions dépourvues de droits de vote.*
*** Sociétés contrôlées directement ou indirectement par Bolloré.*
**** Sociétés contrôlées par M. Vincent Bolloré.*

La Société n'a pas émis d'autre titre de capital, ni aucun instrument financier ou droit pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société.

6.2 Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions

À la date du Projet de Note en Réponse, il n'existe aucune restriction statutaire à l'exercice des droits de vote et aux transferts des actions Artois.

6.2.1 Obligation de déclaration en matière de franchissement de seuils

Les obligations légales prévues à l'article L. 233-7 du Code de commerce sont applicables. Les statuts de la Société ne prévoient pas d'obligations de déclaration de franchissements de seuils supplémentaires.

6.2.2 Transfert d'actions

Aucune clause des statuts n'a pour effet de restreindre les transferts d'actions de la Société.

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

À la date du Projet de Note en Réponse, aucune clause de convention prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition et portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote de la Société n'a été portée à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du code de commerce.

6.4 Participations directes et indirectes au capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissements de seuils ou d'une déclaration d'opération sur titres en application des articles L. 233-7 et L. 233-12 du Code de commerce

À la connaissance de la Société, selon les dernières informations sur les franchissements de seuils communiquées, les actionnaires de la Société détenant plus de 2% de son capital et/ou de ses droits de vote sont indiqués dans le tableau figurant à la section 6.1. ci-avant.

6.5 Liste des détenteurs de titres Artois comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci

L'article 24 des statuts de la Société prévoit que les actions entièrement libérées pour lesquelles il est justifié d'une inscription nominative depuis deux ans au moins au nom du même actionnaire ne bénéficient pas d'un droit de vote double.

À la connaissance de la Société, il n'existe pas de détenteurs de titres comportant des droits de contrôle spéciaux.

6.6 Mécanismes de contrôles prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel

Néant.

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

À la date du Projet de Note en Réponse, la Société n'a connaissance d'aucun accord entre actionnaires pouvant entrainer des restrictions aux transferts d'actions Artois et à l'exercice des droits de vote.

6.8 Règles applicables à la nomination et au remplacement des administrateurs d'Artois

6.8.1 Nomination et remplacement des administrateurs

Les règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration sont décrites à l'article 12 des statuts de la Société.

Aux termes des stipulations de l'article 12 des statuts de la Société, la Société est administrée par un Conseil d'administration de trois membres au moins et de dix-huit membres au plus, personnes physiques ou morales.

Conformément à l'article 12 des statuts de la Société, les membres du Conseil d'administration sont nommés pour une durée de trois ans.

Les administrateurs sont nommés, renouvelés et révoqués dans les conditions légales et réglementaires en vigueur.

Les fonctions d'un membre du Conseil d'administration prennent fin à l'issue de l'assemblée générale ordinaire qui statue sur les comptes de l'exercice écoulé et tenue dans l'année au cours de laquelle expire leur mandat.

Le nombre des membres du Conseil d'administration ayant dépassé l'âge de 85 ans ne pourra être supérieur au tiers (arrondi au chiffre immédiatement supérieur) des membres en fonction. Si cette proportion vient à être dépassée, le membre le plus âgé sera réputé démissionnaire d'office.

Aux termes de l'article 15 des statuts de la Société, le Conseil d'administration nomme parmi ses membres un Président pour exercer les missions qui lui sont confiées par la loi, son mandat pouvant être renouvelé conformément aux prescriptions légales. Les fonctions du Président prennent fin de plein droit, à l'issu de la première assemblée générale ordinaire tenue après la date à laquelle il atteint l'âge de 99 ans révolus. Le Conseil d'administration désigne, s'il le juge utile, parmi ses membres, un Vice-président.

6.8.2 Modification des statuts d'Artois

Conformément à l'article L. 225-96 du Code de commerce, l'assemblée générale extraordinaire est seule habilitée à modifier les statuts dans toutes leurs dispositions.

6.9 Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier concernant l'émission ou le rachat d'actions

Aux termes de l'article 17 des statuts de la Société, le Conseil d'administration détermine les orientations de l'activité de la Société et veille à leur mise en œuvre. Sous réserve des pouvoirs expressément attribués aux assemblées d'actionnaires et dans la limite de l'objet social, il se saisit de toute question intéressant la bonne marche de la Société et règle par ses délibérations les affaires qui la concernent. Le Conseil d'administration procède aux contrôles et vérifications qu'il juge opportuns.

Conformément à l'article 15 des statuts de la Société, le Président exerce les missions qui lui sont conférées par la loi et notamment veille au bon fonctionnement des organes de la société. Il préside le Conseil d'administration, en organise les travaux et s'assure que les administrateurs sont en mesure de remplir leur mission.

Outre les pouvoirs légaux qui lui sont conférés par la loi et les statuts de la Société, le Conseil d'administration bénéficie des autorisations et délégations listées ci-dessous.

Nature de l'autorisation ou délégation accordée	**Date de l'assemblée générale et résolution concernée**	**Montant nominal maximal ou pourcentage du capital social ou nombre d'actions autorisé**	**Durée**	**Utilisation au cours de l'exercice clos (2023)**
Émission d'actions ordinaires ou de toutes valeurs mobilières donnant accès au capital avec maintien du droit préférentiel de souscription	01/06/2023 (10ème résolution)	Emprunt : 200 000 000 euros Capital : 1 700 000 euros	26 mois	Néant

Nature de l'autorisation ou délégation accordée	Date de l'assemblée générale et résolution concernée	Montant nominal maximal ou pourcentage du capital social ou nombre d'actions autorisé	Durée	Utilisation au cours de l'exercice clos (2023)
Émission d'actions ordinaires à libérer par incorporation de réserves, bénéfices ou primes ou par élévation du nominal	01/06/2023 (11ème résolution)	1 700 000 euros[8]	26 mois	Néant
Délégation à l'effet de procéder à une augmentation de capital visant à rémunérer des apports de titres ou de valeurs mobilières donnant accès au capital	01/06/2023 (12ème résolution)	10% du capital social	26 mois	Néant

6.10 Accords conclus par Artois étant modifiés ou prenant fin en cas de changement de contrôle d'Artois

Aucun contrat dont la résiliation impacterait significativement les activités de la Société ne contient de clause de changement de contrôle.

6.11 Accords prévoyant des indemnités pour les administrateurs, les salariés ou les dirigeants s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique d'achat ou d'échange

Néant.

7 MODALITÉS DE MISE À DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES À LA SOCIÉTÉ

Conformément à l'article 231-28 du RGAMF, les autres informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société feront l'objet d'un document spécifique déposé auprès de l'AMF et mis à la disposition du public selon les modalités propres à assurer une diffusion effective et intégrale, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre. Elles seront disponibles sur les sites internet de la Société (www.sif-artois.fr) et de l'AMF (www.amf-france.org) et pourront être obtenues sans frais auprès d'Artois, 31/32, Quai de Dion Bouton (92811) Puteaux.

8 PERSONNES RESPONSABLES DU CONTENU DU PROJET DE NOTE EN RÉPONSE

« *Conformément à l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, à ma connaissance, les données du présent projet de note en réponse sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée.* »

Monsieur Cédric de Bailliencourt

Président-directeur général de la Société

[8] Montant qui s'impute sur les augmentations de capital susceptibles d'être réalisées en vertu des émissions avec maintien du droit préférentiel de souscription.

Annexe

Rapport de l'Expert Indépendant

Accuracy

Expertise indépendante

dans le cadre de l'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire sur les actions *Société Industrielle et Financière de l'Artois*

10 octobre 2024

Transactions & Investments
Disputes & Crises
Corporate Strategy & Finance
Business Performance

Expertise indépendante dans le cadre de l'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire initiée par *Bolloré SE* visant les actions *Société Industrielle et Financière de l'Artois*

Le groupe *Bolloré* (le « **Groupe** ») est un groupe industriel diversifié, dont la société de référence *Bolloré SE* est cotée sur le marché *Euronext Paris* (compartiment A) et contrôlée par la famille *Bolloré*. Dans le cadre de la poursuite de la rationalisation et de la simplification de ses structures, le groupe *Bolloré* envisage plusieurs opérations de réorganisation capitalistique (les « **Opérations** ») :

- Le 10 juillet 2024, le Groupe a annoncé le projet de fusion-absorption (i) de *Société des Chemins de Fer et Tramways du Var et du Gard* par *Compagnie du Cambodge*, et (ii) de *Compagnie des Tramways de Rouen* par *Financière Moncey* (les « **Fusions** »), précédées par la division du nominal par 100 de chacune des sociétés absorbantes.
- Le 12 septembre 2024, le Groupe a annoncé le projet d'Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire (OPR-RO) (l'« **Offre** ») initiée par *Bolloré SE* (l' « **Initiateur** ») sur les actions de *Société Industrielle et Financière de l'Artois* (« **SIF Artois** », la « **Cible** » ou la « **Société** »). Cette opération prend la forme d'une offre publique alternative payable, soit en espèces, au prix de 9 300,0 € par action (le « **Prix d'Offre** »), soit en actions *Universal Music Group* (« ***UMG*** ») à raison de 407 actions *UMG* pour 1 action *SIF Artois* (la « **Parité d'Échange** »).
- Le même jour, le Groupe a annoncé conjointement deux projets d'OPR-RO initiées par *Bolloré SE* sur les actions de *Compagnie du Cambodge* et *Financière Moncey* (les « **Autres Offres** »).

Dans ce contexte, conformément à la réglementation boursière, le Conseil de d'administration de la Société a désigné *Accuracy* le 12 septembre 2024 en qualité d'expert indépendant aux fins d'obtenir un avis sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre et, en particulier, du Prix d'Offre proposé aux actionnaires minoritaires de la Société (les « **Actionnaires Minoritaires** ») en tant que prix d'indemnisation dans le contexte du retrait obligatoire. En l'absence de comité *ad hoc* constitué majoritairement d'administrateurs indépendants, la désignation de l'expert est intervenue après que l'*AMF* a confirmé, conformément aux dispositions de l'article 261-1-1 du règlement général de l'*AMF,* qu'elle n'exercerait pas son droit d'opposition.

Plus précisément, l'intervention d'*Accuracy* est requise au titre de trois dispositions de l'article 261-1 du règlement général de l'*AMF* :

(i) *« La société visée est déjà contrôlée au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce, avant le lancement de l'opération, par l'initiateur de l'offre » (alinéa I - 1°) ;*

(ii) *« Lorsqu'il existe une ou plusieurs opérations connexes à l'offre susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix ou la parité de l'offre publique considérée » (alinéa I – 4°) ;*

(iii) *« La société visée désigne également un expert indépendant préalablement à la mise en œuvre d'un retrait obligatoire » (alinéa II).*

Le présent rapport d'expertise est donc une attestation d'équité au sens de l'article 262-1 du Règlement Général de l'*AMF*, dont les principes d'élaboration sont détaillés dans l'instruction d'application n°2006-08 du 25 juillet 2006 telle que modifiée le 10 février 2020 et dans une recommandation sur l'expertise financière indépendante en date du 28 septembre 2006, modifiée le 19 octobre 2006, le 27 juillet 2010 et le 10 février 2020.

Ce rapport est structuré en huit parties distinctes. La première fournit une présentation synthétique de la société *Accuracy*, des missions d'expertise effectuées au cours des vingt-quatre derniers mois, ainsi qu'une attestation d'indépendance et une description des diligences effectuées dans le cadre de la présente mission. La deuxième partie présente les caractéristiques opérationnelles et la performance récente de la Société, aussi bien d'un point de vue financier que boursier. Nous en tirons un certain nombre de conséquences sur la méthodologie d'évaluation à mettre en œuvre dans le cadre de la présente expertise. La troisième partie de ce rapport examine plus spécifiquement les caractéristiques et la nature de l'Offre et expose les objectifs de notre mission ainsi que les premières conclusions afférentes. La quatrième et la cinquième partie détaillent les travaux d'évaluation réalisés par *Accuracy* pour estimer la valeur des actions de la Cible, dans le strict respect de l'approche multicritères recommandée par les autorités de marché en pareilles circonstances. La sixième partie expose nos commentaires sur le rapport d'évaluation élaboré dans le cadre de l'Offre par *Natixis* et *Société Générale*, banques présentatrices (les « **Banques** »). La septième partie analyse et expose notre appréciation des observations reçues d'actionnaires minoritaires de la Société. La huitième et dernière partie présente nos conclusions sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre pour les actionnaires minoritaires de la Cible (les « **Actionnaires Minoritaires** »), dans le contexte de la présente offre et dans la perspective du retrait obligatoire.

1. Présentation d'*Accuracy* et des principales diligences effectuées

1.1. Présentation d'*Accuracy*

Accuracy est une société de conseil en finance d'entreprise détenue en totalité par ses Associés. Implantée en Europe, Afrique, Amérique du Nord et Asie, *Accuracy* propose une large palette de solutions « sur-mesure » en finance d'entreprise dans les cinq domaines suivants : support aux transactions, support aux contentieux, redressement d'entreprises, analyses de marché et évaluations financières.

Forte d'une équipe de plus de 700 consultants (dont plus de 300 à Paris), *Accuracy* dispose d'une grande expérience dans l'évaluation d'activités et d'entreprises, ainsi que dans l'évaluation d'instruments financiers complexes (*management package*, options, actions de préférence, etc.).

Au cours des vingt-quatre derniers mois, *Accuracy* a réalisé les missions d'expertise indépendante (au sens du règlement général de l'AMF) suivantes :

Figure 1 | Attestations réalisées par Accuracy au cours des 24 derniers mois

Attestations réalisées par Accuracy au cours des 24 derniers mois

Date de dépôt	Cible	Initiateur	Type d'opération	Banque présentatrice
Nov-23	Orapi	Paredes	Offre publique d'achat suivie le cas échéant d'un retrait obligatoire	BNP Paribas et Crédit Industriel e Commercial
Sep-23	Evolis	HID Global	Offre publique d'achat suivie le cas échéant d'un retrait obligatoire	BNP Paribas
Aug-23	Biorcorp Production	Novo Nordisk	Offre publique d'achat simplifiée	Lazard Frères et Portzamparc
Oct-22	Le Tanneur & Cie	Tolomei Participations et Qatar Luxury Group	Offre publique de retrait	Natixis

1.2. Personnel associé à la réalisation de la mission

La présente mission a été dirigée par Henri Philippe, Associé d'*Accuracy*, Guillaume Charton et Mathilde de Montigny, Directeurs.

– Henri Philippe dispose d'une expérience professionnelle de plus de vingt ans dans le domaine de l'évaluation financière et a participé à plus d'une

quarantaine d'opérations d'attestation d'équité. Henri Philippe est diplômé de l'*ESC Bordeaux*, titulaire d'un MBA de la *Wake Forest University* et d'un doctorat en finance de l'*Université Paris-Dauphine* ; il est également maître de conférences associé à l'*Université Paris 1 Panthéon Sorbonne*, à l'*Ecole des Ponts ParisTech* et chargé de cours au *Groupe HEC*.

- Guillaume Charton a une expérience de plus de quinze ans dans le conseil financier et est spécialisé en évaluation. Il a notamment participé à une dizaine de missions d'expertise indépendante sur des sociétés cotées. Guillaume Charton est diplômé d'*HEC*.
- Mathilde de Montigny a une expérience de plus de vingt ans dans le conseil financier et est spécialisée en évaluation. Elle a notamment participé à une vingtaine de missions d'expertise indépendante sur des sociétés cotées. Mathilde de Montigny est diplômée de l'*Université Paris-Dauphine*.

Pour la réalisation de la mission, Henri Philippe, Guillaume Charton et Mathilde de Montigny ont été assistés par un consultant expérimenté disposant de plus de cinq ans d'expérience en conseil financier et de trois consultants juniors.

Bruno Husson, Associé Honoraire d'*Accuracy*, a assuré le contrôle-qualité des travaux réalisés. Bruno Husson est intervenu à plus de quatre-vingt-dix reprises en qualité d'expert indépendant pour attester le caractère équitable des conditions financières envisagées pour une opération impliquant les actionnaires minoritaires d'une société cotée en bourse. Bruno Husson est diplômé d'*HEC* et docteur d'Etat en finance ; il a également enseigné la finance d'entreprise pendant quarante ans au sein du *Groupe HEC*, en qualité de membre de la Faculté puis de Professeur Affilié. Il n'est plus aujourd'hui employé par *Accuracy*.

1.3. Déclaration d'indépendance

Accuracy n'a réalisé aucune mission, et en particulier aucune mission d'évaluation, pour le compte de la Société et plus généralement les sociétés du Groupe Bolloré ou de l'Initiateur au cours des dix-huit derniers mois.

Sur cette période, *Accuracy* a réalisé certaines missions pour le compte d'entités du Groupe *Bolloré*, en ce comprises *Vivendi*, *Havas* et le groupe *Canal+*. Les honoraires relatifs à ces missions représentent moins de 1% du chiffre d'affaires d'*Accuracy* sur la période.

Ainsi, *Accuracy* atteste, conformément à l'article 261-4 du règlement général de l'*AMF*, de « *l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui avec les personnes concernées par l'offre ou l'opération et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement lors de l'exercice de sa mission* ».

1.4. Rémunération

Le montant des honoraires forfaitaires perçus par *Accuracy* au titre de la présente mission s'élève à 100 000 euros hors taxes, frais et débours divers (lesquels s'élèvent à six pour cent de nos honoraires hors taxes).

1.5. Diligences effectuées

1.5.1. Programme de travail

Accuracy a mis en œuvre le programme de travail suivant :

- analyse des projets des Fusions,
- analyse des rapports de M. Maurice Nussenbaum du cabinet *Sorgem Evaluation*, commissaire à la fusion dans le cadre des Fusions,
- analyse du projet de note d'information élaboré par l'Initiateur et ses conseils,
- analyse du contexte de l'Opération, de la vie boursière des actions de la Cible et de l'Initiateur sur la période récente et de la liquidité de ces titres, ainsi que du niveau de suivi par les analystes financiers,
- analyse de la performance financière historique et prévisionnelle de la Cible et du Groupe, à partir des rapports annuels de la période récente et des prévisions élaborées par les dirigeants du Groupe,
- entretiens avec les dirigeants du Groupe (le « **Management** »), portant notamment sur la présentation du Groupe, de son historique, ses perspectives, sa situations financière,
- entretiens avec des représentants des Banques,
- examen critique des références d'évaluation représentées par les cours de bourse de *Bollore SE* et de *SIF Artois* sur la période récente et les prix cibles des analystes financiers de *Bolloré SE*,
- évaluation des actions de la Société selon une approche par « somme des parties » consistant à évaluer séparément les différentes lignes de participations détenues par la Société, dans le respect d'une approche multicritère, c'est-à-dire en utilisant l'ensemble des références et méthodes d'évaluation disponibles considérées comme pertinentes dans chaque cas d'espèce,
- examen des éléments d'actifs et de passifs non-financiers ajoutés ou déduits de la valeur estimée du portefeuille d'activités (ou valeur d'entreprise) pour obtenir la valeur des capitaux propres des entités évaluées,
- dans le cadre de la méthode des flux de trésorerie disponibles actualisés (ou méthode DCF pour *Discounted Cash Flows*), examen des modalités de

calcul de la valeur terminale et des paramètres retenus pour la détermination du taux d'actualisation,
- obtention d'une lettre d'affirmation de la part des dirigeants du Groupe,
- contrôle-qualité réalisé par un expert indépendant n'ayant pas participé à la mission,
- rédaction du présent rapport d'expertise.

Accuracy considère avoir effectué cette mission en se conformant pleinement au Règlement Général de l'*AMF* et à ses recommandations sur l'expertise financière indépendante.

1.5.2. Calendrier de l'étude

Notre mission s'est déroulée du 23 juillet 2024 au 10 octobre 2024, date de la signature du présent rapport.

Au cours de cette période, nous avons eu des réunions de travail avec le Management, les conseils du Groupe, ainsi qu'avec les Banques :

- 23 juillet 2024 : réunion de lancement des travaux en présence de la Société, *Natixis* et *Société Générale,*
- 25 juillet 2024 : réunion de travail introductive avec le commissaire à la fusion, M. Maurice Nussenbaum de *Sorgem Evaluation*,
- 27 juillet 2024 : réunion de travail avec le Management concernant l'élaboration des plans d'affaires des divisions opérationnelles de *Bolloré SE*,
- 29 août 2024 : réunion de travail avec le Management afin de répondre à nos questions préliminaires,
- 6 septembre 2024 : réunion de travail en présence de *Sorgem Evaluation* concernant leur rapport préliminaire d'évaluation des apports,
- les 6 septembre et 9 septembre 2024 : réunions de travail avec le Management, en présence de *Natixis* et *Société Générale.*
- 24 septembre 2024 : réunion de travail avec le Management en présence de *Natixis* et *Société Générale*.
- 3 octobre 2024 : réunion de travail avec le Management afin d'échanger sur les courriers reçus de la part des actionnaires minoritaires,

1.5.3. Informations utilisées

Nos travaux se sont principalement appuyés sur les informations confidentielles qui nous ont été communiquées par le Management, à savoir :

- le rapport d'évaluation élaboré par les Banques,
- les structures actionnariales et la liste des participations des entités suivantes : *Compagnie du Cambodge*, *Financière Moncey*, *Société*

Industrielle et Financière de l'Artois, *Société des Chemins de Fer et Tramways du Var et du Gard*, *Compagnie des Tramways de Rouen*, *Compagnie de l'Odet* et *Bolloré SE*. Nous avons également reçu ces informations pour l'ensemble des *holding*s du Groupe. L'ensemble des informations nous ont été communiquées au 31 décembre 2023 et au 30 juin 2024, avant impact des Fusions,

- les plans d'affaires élaborés par le Management couvrant la période 2024-2028 pour les activités *Bolloré Energy* (avec une moyenne extrapolée 2029-2050), *Films*, *Systèmes* (incluant *IER*, *Automatic Systems* et *Polyconseil*), ainsi que *Blue* sur la période 2024-2040,
- les comptes contributifs historiques sur la période 2021-23 des activités *Bolloré Energy*, *Films*, *Systèmes* et *Blue*,
- les comptes consolidés au 31 décembre 2023, ainsi qu'au 30 juin 2024 de *Bolloré SE*, *Compagnie de l'Odet*, *Compagnie du Cambodge*, *Financière Moncey* et *Société Industrielle et Financière de l'Artois*,
- les comptes sociaux au 31 décembre 2021, 31 décembre 2022, 31 décembre 2023, ainsi qu'au 30 juin 2024, des différentes entités du groupe *Bolloré*,
- les dividendes versés sur les trois derniers exercices par *Compagnie du Cambodge*, *Financière Moncey*, *Société Industrielle et Financière de l'Artois*, *Société des Chemins de Fer et Tramways du Var et du Gard*, *Compagnie des Tramways de Rouen*, *Compagnie de l'Odet* et *Bolloré SE*, et de plusieurs autres *holding*s et filiales du Groupe,
- le plan d'attribution d'actions gratuites *Bolloré SE* au 14 mars 2024,
- un document décrivant les transactions intervenues du 29/06/2022 au 30/11/2023 sur le capital des entités du groupe *Bolloré*, initiées par d'autres entités du Groupe,
- un document reprenant l'ensemble des transactions réalisées sur le capital de *Compagnie de l'Odet*, *Bolloré SE* et *Rubis* par les entités du Groupe, sur l'exercice 2024 avant la date d'annonce de l'Offre,
- les valeurs nettes comptables au 31 décembre 2023 et 30 juin 2024 des autres actifs hors exploitation détenus par *Bolloré SE* (vignes, oliveraies, actifs immobiliers, *holding*s et autres participations non-cotées),
- les éléments de position financière du Groupe au 30 juin 2024 (hors *Vivendi*),
- les éléments d'endettement net au 30 juin 2024 de *Compagnie du Cambodge*, *Financière Moncey*, *Société Industrielle et Financière de l'Artois*, *Société des Chemins de Fer et Tramways du Var et du Gard*, *Compagnie des Tramways de Rouen* et d'autres *holding*s du groupe *Bolloré*,
- l'évolution mensuelle de la dette financière nette sur le premier semestre de l'exercice 2024 de *Compagnie du Cambodge*, *Financière Moncey*, *Société Industrielle et Financière de l'Artois*, *Société des Chemins de Fer et*

Tramways du Var et du Gard, *Compagnie des Tramways de Rouen* et d'autres *holding*s du Groupe.

Nous avons également utilisé l'information publique disponible et notamment :

- les rapports annuels et semestriels, ainsi que les communiqués de presse de la Société et de ses filiales cotées, ainsi que ceux de *Bolloré SE et Compagnie de l'Odet*,
- les notes de brokers suivant le titre *Bolloré SE* (*CIC*, *Oddo BHF*, *Kepler Chevreux*, *AlphaValue*),
- des rapports annuels de sociétés comparables,
- des informations de marché diffusées par les bases de données financières *Capital IQ*, *Mergermarket*, *Bloomberg*.

1.5.4. Listes des principaux interlocuteurs

Dans le cadre de nos travaux, nous avons échangé principalement avec les personnes suivantes :

- Cédric de Bailliencourt, Vice-Président et Directeur Financier, *Bolloré*,
- Fabricio Protti, Directeur Général adjoint, *Bolloré*,
- Juliette Laquerriere-Talaga, Directrice financière adjointe, *Bolloré*,
- Caroline Descaves-Garcia, Directrice financière adjointe, *Bolloré*,
- Adrien Oost, Directeur juridique, *Bolloré*,
- Cyrille d'Amécourt, Juriste M&A, *Bolloré*,
- Emmanuel Fossorier, *Directeur communication financière*, *Bolloré*,
- Xavier Le Roy, Directeur des Relations Investisseurs, *Vivendi*,
- Elisa Boasso, Relations Investisseurs, *Bolloré*
- Pauline Robin, Directrice M&A, *Bolloré*,
- Dominique Bompoint, Avocat, *Cabinet Bompoint,*
- Lionel Simonet, Avocat, *Cabinet Bompoint,*
- Vincent Ramonéda, Avocat, *Cabinet Bompoint,*
- Georges Chabenne, *Managing Director*, *Natixis Partners,*
- Alvin Philippe, *Managing Director*, *Natixis Partners,*
- Rémi Chanceaulme, *M&A Associate*, *Natixis Partners,*
- Olivier Biraud, *Senior Banker*, *Société Générale CIB,*
- Fabien Parpex, *Managing Director M&A*, *Société Générale CIB,*
- Arnaud Girard, *M&A Vice President*, *Société Générale CIB,*

1.5.5. Limites de nos travaux

Nous avons considéré que les informations (de nature comptable et financière) que les dirigeants ou les conseils de la Société nous ont communiquées dans le cadre de notre mission étaient fiables et transmises de bonne foi.

Conformément à la définition de notre mission, les éléments de prévision élaborés par les dirigeants du Groupe et de la Société n'ont fait l'objet d'aucune validation ou vérification de notre part. Nous nous sommes néanmoins efforcés d'apprécier le caractère raisonnable de ces données prévisionnelles au regard des performances historiques récentes du Groupe et des explications orales données par le Management sur ses perspectives de développement.

Dans le cadre de notre mission, nous avons également obtenu de la part du Groupe une lettre d'affirmation.

Par ailleurs, même s'ils reposent sur une analyse des états financiers historiques et prévisionnels du Groupe et de la Société, nos travaux ne constituent en aucune façon un audit, ni même une revue limitée, de ces états financiers.

2. Contexte de l'Opération

Le groupe *Bolloré* est un groupe industriel diversifié, dont la société de référence *Bolloré SE* est cotée sur le marché *Euronext* Paris (compartiment A) et contrôlée majoritairement par la famille *Bolloré*. Dans une optique de simplification de ses structures, le groupe *Bolloré* envisage plusieurs opérations successives :

- la fusion-absorption de *Société des Chemins de Fer et Tramways du Var et du Gard* par *Compagnie du Cambodge,* qui sera, pour rappel, réalisée postérieurement à la division par 100 du nominal de *Compagnie du Cambodge,*
- la fusion-absorption de *Compagnie des Tramways de Rouen* par *Financière Moncey* dont le nominal sera divisé par 100 pré-fusion,
- les offres publiques de retrait suivies d'un retrait obligatoire sur les sociétés *Compagnie du Cambodge*, *Financière Moncey* et *Société Industrielle et Financière de l'Artois*.

SIF Artois est une société *holding* financière du groupe *Bolloré*, dont la majeure partie du patrimoine est constituée par les participations détenues directement et indirectement dans la société *Bolloré SE* via les *holding*s qui la contrôlent, à savoir *Compagnie de l'Odet*, *Sofibol*, *Financière V* et *Omnium Bolloré* (les « ***Holdings* de Contrôle** »). Ces sociétés *holding* dont l'objet principal est de détenir des actions dans *Bolloré SE* et les autres Holdings de Contrôle forment une chaîne d'auto-détention (la **« Boucle d'Auto-contrôle »**).

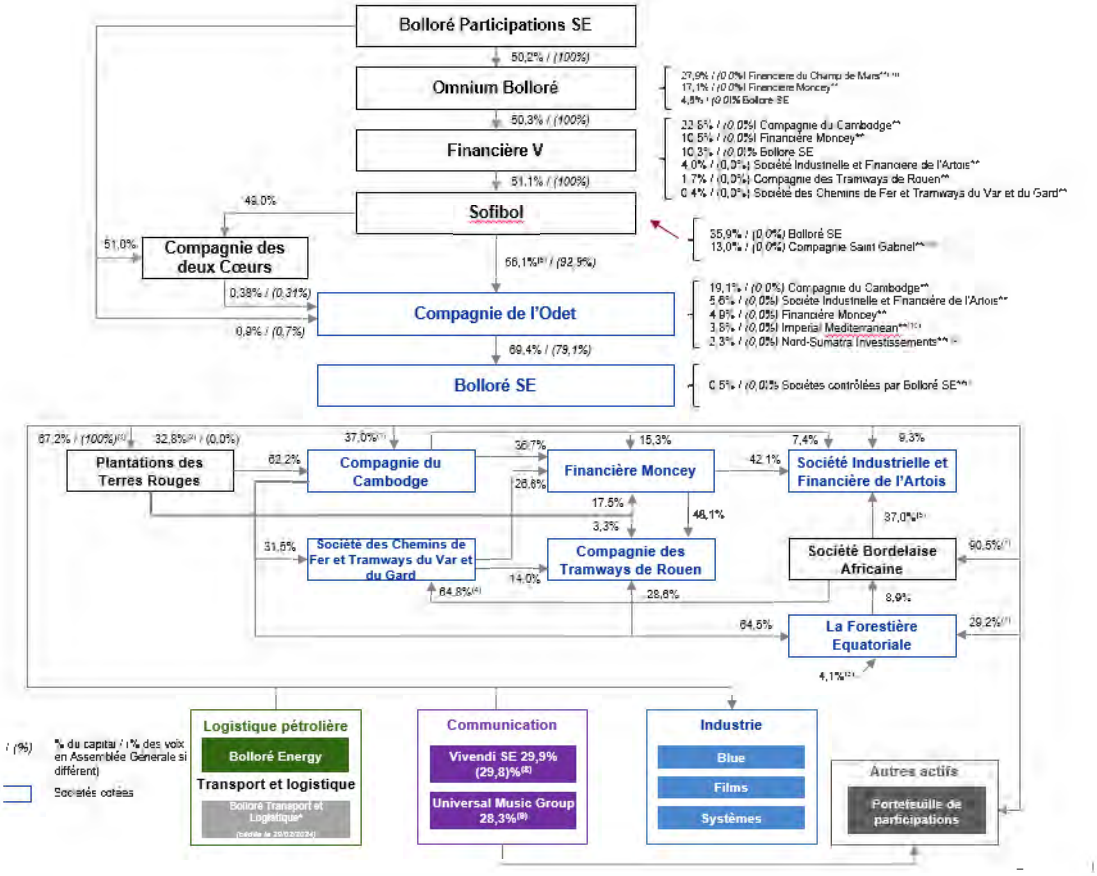
La présente section expose une présentation du Groupe assortie d'une analyse de la vie boursière de l'action *Bolloré SE,* suivie d'une présentation de *SIF Artois* et d'une analyse de la vie boursière de son action. Elle conclut sur la démarche d'évaluation à mettre en œuvre pour l'évaluation de *SIF Artois* compte tenu de la spécificité de sa structure tant patrimoniale qu'actionnariale.

2.1. Présentation du groupe *Bolloré*

2.1.1. Un portefeuille d'actifs essentiellement composé du pôle Communication…

Le groupe *Bolloré* est un conglomérat industriel à l'organigramme complexe et dont le patrimoine comprend un ensemble d'activités opérationnelles diversifiées ainsi qu'un important portefeuille d'actifs financiers.

Figure 2 | Organigramme simplifié du groupe *Bolloré* au 30 juin 2024



Source : Publications des résultats au 30 juin 2024, Bolloré SE

(1) Directement et indirectement par des filiales à 100%.

(2) Dont moins de 10,0% par Compagnie du Cambodge et 22,8% par Société Industrielle et Financière de l'Artois.

(3) 4,1% par SFA, filiale à 98,4% de Plantations des Terres Rouges.

(4) 64,8% par sa filiale directe à 53,6% Socfrance.

(5) 30,2% par Société Bordelaise Africaine et 6,8% par sa filiale directe à 53,6% Socfrance.

(6) Dont 5,4% par sa filiale directe à 100% Compagnie de Guénolé.

(7) Imperial Mediterranean, Société Bordelaise Africaine et Nord-Sumatra Investissements.

(8) Suite à la réalisation définitive de la fusion absorption simplifiée de Compagnie de Cornouaille par Bolloré SE, au 17 juillet 2024, 29,3% qui étaient détenus par Compagnie de Cornouaille, sont désormais détenues par Bolloré SE et 0,6% par Compagnie de l'Odet (% du total des voix brut).

(9) Suite à la réalisation définitive de la fusion absorption simplifiée de Compagnie de Cornouaille par Bolloré SE, au 17 juillet 2024, 18,01% qui étaient détenues par Compagnie de Cornouaille, sont désormais détenues par Bolloré SE, 0,33% par Compagnie de l'Odet et 9,94% par Vivendi SE.

(10) Détenues directement et indirectement à 100% par Bolloré SE.

** L'activité Bolloré Logistics a été cédée le 29 février 2024 et est classée depuis le 8 mai 2023 en activités destinées à être cédées et a été retraitée dans les comptes consolidés du Groupe en application de la norme IFRS.*

*** Contrôlée par Bolloré SE.*

Au cours des trois dernières années, le portefeuille d'activités du Groupe s'est recentré et simplifié avec :

- la cession de ses activités de transport et de logistique en Afrique (*Bolloré Africa Logistics)* au groupe *MSC* intervenue le 21 décembre 2022 sur la base d'une valeur d'entreprise nette des intérêts minoritaires de 5,7 mds€,

– la cession de son activité de commission de transport et logistique internationale (*Bolloré Logistics*) à *CMA-CGM* intervenue le 29 février 2024 pour un montant provisoire de 4,85 mds€.

Ainsi, le portefeuille d'activités du groupe *Bolloré* se compose désormais de la manière suivante.

Le pôle Communication (EBITA consolidé 2023 de 1 102 m€[1]) est de loin le principal pôle d'activités du Groupe. Il regroupe les participations détenues dans :

– *Vivendi* (détenu à 29,3% par *Bolloré SE*[2] et 0,6 % par *Compagnie de l'Odet*) qui est un groupe de média coté, qui comprend notamment les filiales suivantes : (i) *Groupe Canal+*, leader de la télévision payante en France, (ii) *Lagardère*, acteur clé dans l'édition de livres grand public et d'éducation et opérateur majeur dans le *travel retail*, (iii) *Havas*, l'un des principaux groupes mondiaux de communication, (iv) *Prisma Media*, leader de la presse magazine et digital en France et (v) *Gameloft*, éditeur de jeux vidéo.
– *Universal Music Group*[3] (« ***UMG*** ») qui est l'un des principaux acteurs mondiaux du divertissement musical.

Le pôle Logistique Pétrolière (EBITA de 44 m€ en 2023) est composé essentiellement de *Bolloré Energy* et regroupe les activités de logistique, distribution et transport pétrolier en France et en Europe.

Le pôle Industrie (EBITA de (114) m€) comprend trois divisions dont les activités présentent des degrés de maturité distincts.

– La division « *Blue* » regroupe les activités du Groupe en matière de mobilité électrique : (i) conception et production de batteries électriques selon la technologie « Lithium Métal Polymère » (« ***LMP*** »), une technologie innovante de batterie solide, sans cobalt, nickel ou cadmium. Cette division demeure un pari industriel en phase de développement et dont les chances de succès sont encore difficiles à évaluer.
– La division « Films » est spécialisée dans la production des films diélectriques pour condensateurs et des films thermo-rétractables recyclables pour emballages spéciaux. Le groupe *Bolloré* fait partie des leaders mondiaux dans ces secteurs.
– La division Systèmes propose des solutions intégrées d'optimisation de flux de personnes, de matériels et de données, contribuant à la gestion des

[1] Correspond au résultat opérationnel avant les amortissements des actifs incorporels liés aux regroupements d'entreprises (ou PPA), les dépréciations des écarts d'acquisition et autres actifs incorporels liés aux regroupements d'entreprises. Il intègre les contributions des sociétés mises en équivalence opérationnelles : *UMG* chez *Bolloré* et *Vivendi* ainsi que *Lagardère* chez *Vivendi*.

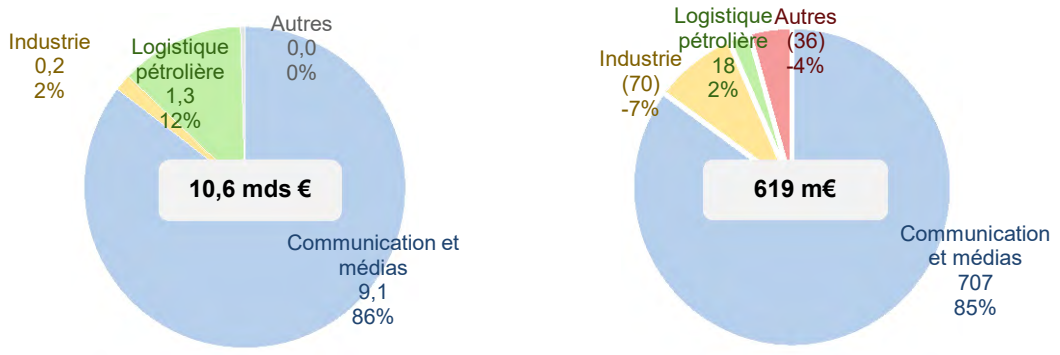
[2] via *Compagnie de Cornouaille*, filiale à 100% de *Bolloré SE*, qui a été absorbée par cette dernière le 17 juillet 2024.

[3] 18,01% par *Compagnie de Cornouaille*, filiale à 100% de *Bolloré SE*, qui a été absorbée par cette dernière le 17 juillet 2024, 0,3% par *Compagnie de l'Odet* et 9,9% par *Vivendi*.

infrastructures et des systèmes de transport au travers de sociétés telles que *Automatic Systems* ou *IER*.

Le pôle Autres Activités (EBITA 2023 de (38) m€) regroupe essentiellement des sociétés *holding* ainsi que certains actifs agricoles.

Figure 3 | Répartition du chiffre d'affaires et de l'EBITA(1) du Groupe au 30 juin 2024



Source : Bolloré SE, rapport annuel 2023 et semestriel S1 2024
(1) Résultat opérationnel ajusté

Au total, même si le Groupe conserve, en dehors du Pôle Communication, une grande diversité d'activités opérationnelles, celles-ci ne représentent qu'une fraction limitée de l'EBITA[4].

2.1.2. … d'un portefeuille de participations et de trésorerie nette

Le portefeuille de participations financières du Groupe est comptabilisé à sa juste valeur pour un montant de 7 162 m€ au 30 juin 2024, hors participations détenues par *Vivendi*. Il se compose :

- de titres cotés détenus directement par le Groupe (151 m€ au 30 juin 2024),
- de titres non cotés (35 m€),
- de titres des *Holdings* de Contrôle (6 976 m€).

[4] Ce constat demeure valide si l'on intègre Vivendi à hauteur de la quote-part détenue par le Groupe (29,46% après neutralisation de l'auto-détention). L'EBITA du pôle Communication s'élèverait ainsi à 444 m€ contre 336 m€ pour le Groupe au 31 décembre 2023.

Figure 4 | Portefeuille de participations au 30 juin 2024

€m	via Bolloré SE	via Vivendi SE	Total
Banijay Group	-	715,7	715,7
Telecom Italia	-	813,6	813,6
Prisa	-	47,7	47,7
MediaForEurope	-	408,5	408,5
Telefonica	-	233,7	233,7
Autres participations cotées	151,4	0,4	151,8
Participations cotées	**151,4**	**2 219,6**	**2 371,0**
Participations non cotées	**35,3**	**92,4**	**127,8**
Compagnie de l'Odet[1]	3 067,9	-	3 067,9
Sofibol	2 191,8	-	2 191,8
Financière V	1 139,7	-	1 139,7
Omnium Bolloré	575,7	-	575,7
Participations dans Holdings de Contrôle[2]	**6 975,0**	**-**	**6 975,0**
Total	**7 161,7**	**2 312,0**	**9 473,8**

Source : Rapports S1 2024 de Bolloré SE et de Vivendi SE
Note : [1] La participation cotée dans Compagnie de l'Odet est évaluée au cours de bourse.
[2] Les participations dans les holdings intermédiaires du Groupe (Sofibol, Financière V, Omnium Bolloré) sont basées sur le cours de bourse de Compagnie de l'Odet. Ces valorisations intègrent également une décote d'illiquidité de 7,18% de ces titres (modèle de Chaffe). Cette décote est estimée par un expert pour le compte de Bolloré.

Au 30 juin 2024, la trésorerie nette consolidée du Groupe s'élève à 2 156 m€. En retraitant la dette nette de *Vivendi* d'un montant de -3 880 m€, la trésorerie nette de *Bolloré* s'élève à 6 036 m€.

2.1.3. La majeure partie de la valeur du Groupe peut être appréhendée à l'aide de références de valeur directement observables

Il apparait qu'une très grande partie du portefeuille d'actifs du Groupe (hors titres des *holding*s de contrôle) peut être aujourd'hui appréhendée à partir de références de valeurs objectives.

Vivendi et *UMG* sont deux sociétés cotées dont les titres sont suffisamment liquides et suivis par les analystes financiers pour que les marchés y afférents puissent être considérés comme efficients. En effet :

- *Vivendi* : la capitalisation boursière s'élève à 10 251 m€[5] au 30 juin 2024, avec 4 533 m€ de volumes échangés sur les 12 derniers mois. Le titre *Vivendi* est suivi par 9 analystes financiers.
- *UMG* : la capitalisation boursière s'élève à 42 477 m€[6] au 30 juin 2024, avec 7 962 m€ de volumes échangés sur les 12 derniers mois. Le titre *UMG* est suivi par 19 analystes financiers.

[5] Capitalisation boursière calculée sur la base du CMPV 20 jours de Vivendi, au 30 juin 2024.
[6] Capitalisation boursière calculée sur la base du CMPV 20 jours de *UMG*, au 30 juin 2024.

Sur ces bases, la valeur des participations détenues par le Groupe dans *Vivendi* (29,89%) et *UMG (18,34%[7])* peut être estimée à 10 855 m€.

Le portefeuille de titres cotés (excluant les lignes de participations détenues par *Vivendi*[8], dont la valeur a déjà été prise en compte plus haut) s'élève à 151 m€ (hors titres des Holdings de Contrôle).

La trésorerie nette hors *Vivendi* s'élève quant à elle à 6 036 m€.

Les autres actifs du Groupe se composent essentiellement des éléments suivants :

- Autres divisions, composées de la Division Energy, la Division *Blue*, la Division Films et la Division Systèmes. Ces actifs peuvent être classés en deux catégories :
  - Les divisions historiques et matures du Groupe : Energy, Films et Systèmes.
  - La Division Blue, qui reste en devenir et un pari technologique.
- Autres actifs et passifs, composés de :
  - Autres actifs, constitués par des actifs agricoles, des vignobles, des avions, des oliveraies aux Etats-Unis et un parc d'actifs immobiliers, comprenant notamment la tour Bolloré,
  - autres passifs à caractère de dette, comprenant des provisions pour risques et charges, des provisions pour retraite ainsi que des engagements de rachat de minoritaires,
  - intérêts minoritaires, présents au niveau des différentes activités opérationnelles et des *holdings* détenues directement ou indirectement par *Bolloré SE*.

Il ressort de nos analyses que près de 90% de la valeur du patrimoine du Groupe hors Titres des *Holding*s de Contrôle peut être appréhendée au travers de références de valeur directement observables (cours de bourse ou trésorerie nette).

Si l'on inclut également les titres de participations détenus dans les Holdings de Contrôle et sur la base de la juste valeur estimée de ces titres par le Groupe, cette proportion s'élève à 93%.

2.1.4. Vie boursière de l'action Bolloré SE

2.1.4.1. Structure de l'actionnariat

Bolloré SE a été introduite en bourse en 1985 sous le nom de *Bolloré Technologies*. Aujourd'hui cotée à la bourse d'*Euronex*t Paris (Compartiment A),

[7] Hors la participation de 9,94% détenue par *Vivendi.*

[8] UMG (quote-part Vivendi), Telecom Italia, FL Entertainment, MediaForEurope, Telefonica, Prisa

Bolloré SE affichait le 30 juin 2024 une capitalisation boursière d'environ 16,8 mds€.

Le capital social de *Bolloré SE* était composé au 30 juin 2024 de 2 852 174 816 actions ordinaires, détenues à hauteur de 69,4% par la *holding* cotée *Compagnie de l'Odet*.

Figure 5 | Composition du capital au 31 décembre 2023 et au 30 juin 2024

	Au 30 juin 2024					
Actionnaire	**Nombre d'actions**	**% du capital**	**Nombre de voix théoriques[6]**	**% des droits de vote**	**Droits de vote exerçables en AG**	**% des droits de vote**
Compagnie de l'Odet[1]	1 979 198 566	69,4 %	3 905 278 362	78,9 %	3 905 278 362	79,1 %
Autres sociétés du Groupe[2]	198 808	0,0 %	397 616	0,0 %	397 616	0,0 %
Sociétés détenant des actions d'autocontrôle[3]	15 322 838	0,5 %	-	-	-	-
Autodétention	-	-	-	-	-	-
Groupe Bolloré	**1 994 720 212**	**69,9 %**	**3 905 675 978**	**78,9 %**	**3 905 675 978**	**79,1 %**
Yacktman Asset Management LP[4]	201 728 372	7,1 %	201 728 372	4,1 %	201 728 372	4,1 %
Orfim	155 169 347	5,4 %	310 338 694	6,3 %	310 338 694	6,3 %
Public	500 556 885	17,6 %	519 647 359	10,5 %	519 647 359	10,5 %
Ecart[5]	-	-	15 322 838	0,3 %		
Hors Groupe Bolloré	**857 454 604**	**30,1 %**	**1 031 714 425**	**20,8 %**	**1 031 714 425**	**20,9 %**
Total	**2 852 174 816**	**100,0 %**	**4 952 713 241**	**100,0 %**	**4 937 390 403**	**100,0 %**

	Au 31 décembre 2023					
Actionnaire	**Nombre d'actions**	**% du capital**	**Nombre de voix théoriques[6]**	**% des droits de vote**	**Droits de vote exerçables en AG**	**% des droits de vote**
Compagnie de l'Odet[1]	1 973 613 200	66,9 %	3 842 171 887	77,0 %	3 842 171 887	78,8 %
Autres sociétés du Groupe[2]	198 808	0,0 %	397 616	0,0 %	397 616	0,0 %
Sociétés détenant des actions d'autocontrôle	15 322 838	0,5 %	-	-	-	-
Autodétention	101 493 058	3,4 %	-	-	-	-
Groupe Bolloré	**2 090 627 904**	**70,8 %**	**3 842 569 503**	**77,0 %**	**3 842 569 503**	**78,8 %**
Yacktman Asset Management LP[4]	201 728 372	6,8 %	201 728 372	4,0 %	201 728 372	4,1 %
Orfim	155 169 347	5,3 %	310 338 694	6,2 %	310 338 694	6,4 %
Public	503 648 751	17,1 %	521 239 073	10,4 %	521 239 073	10,7 %
Ecart[5]	-	-	116 815 896	2,3 %		
Hors Groupe Bolloré	**860 546 470**	**29,2 %**	**1 033 306 139**	**20,7 %**	**1 033 306 139**	**21,2 %**
Total	**2 951 174 374**	**100,0 %**	**4 992 691 538**	**97,7 %**	**4 875 875 642**	**100,0 %**

Source : Bolloré SE, rapport annuel 2023.
Note : [1] Contrôlée directement par Sofibol, elle-même contrôlée indirectement par Bolloré Participations SE (Famille Bolloré)
[2] Incluant Bolloré Participations SE et ses filiales, Omnium Bolloré, Financière V et Sofibol.
[3] Imperial Mediterranean (0,45%), Société Bordelaise Africaine (0,06%) et Nord-Sumatra Investissements (0,01%).
[4] Sur la base du nombre d'actions et de voix déclarées au 1er juin 2023 par la société Yacktman Asset Management LP, agissant pour le compte de clients et de fonds dont elle assure la gestion, à l'occasion d'une déclaration des achats et ventes effectuées pendant une offre publique (Avis AMF n° 223C0804 article 231-46 du règlement général de l'AMF).
[5] Correspondant aux actions déténues par les sociétés visées au [3] et aux actions auto-détenues, toutes privées de droits de vote.
[6] Selon le règlement général de l'AMF, article 223-11 al.2

2.1.4.2. Liquidité et suivi du titre

Au 12 septembre 2024, le titre *Bolloré SE* affichait un flottant relativement faible (29,5% du total d'actions). Néanmoins, le marché du titre affiche des volumes d'échange importants.

Sur les douze derniers mois précédant l'annonce de l'Opération, le nombre total d'actions échangées s'établit à environ 226 497 420 actions, représentant une valeur cumulée de 1 295 m€.

Les volumes moyens quotidiens échangés représentent 5,1 m€ (pour 885 milliers de titres).

Le titre *Bolloré SE* fait l'objet d'un suivi régulier par quatre analystes financiers (environ 20 notes de broker publiées entre mars et juillet 2024).

Figure 6 | Liquidité du titre *Bolloré SE* à la veille de l'annonce de l'Offre

		Volume quot. moyen			Volume cumulé			
	Cours de bourse moyen (€)*	Nombre de titres	Valeur des titres échangés (€)	En % du capital	Nombre de titres	Valeur des titres échangés (€)	En % du capital	En % du flottant
12-sept.-24	5,70	820 890	4 679 073	0,0 %	820 890	4 679 073	0,0 %	0,1 %
Derniers 7 jours	5,68	870 023	4 944 582	0,0 %	5 220 140	29 667 492	0,2 %	0,8 %
Dernier mois	5,80	681 745	3 953 309	0,0 %	15 680 130	90 926 107	0,6 %	2,3 %
3 derniers mois	5,72	930 439	5 320 082	0,0 %	61 408 970	351 125 421	2,2 %	9,1 %
6 derniers mois	5,92	866 936	5 130 251	0,0 %	111 834 770	661 802 379	3,9 %	16,6 %
12 derniers mois	5,72	884 756	5 060 315	0,0 %	226 497 420	1 295 440 525	8,0 %	33,7 %

Source : Capital IQ
Note : le cours de bourse moyen est calculé sur la base des cours moyens pondérés par les volumes

2.1.4.3. Evolution historique du cours de bourse

La **Figure 7** présente l'évolution du cours de bourse de *Bolloré SE* depuis septembre 2019. L'avènement de la pandémie de Covid-19 a fait plonger le cours à 2,2 €/action le 18 mars 2020, son plus bas niveau depuis 2012.

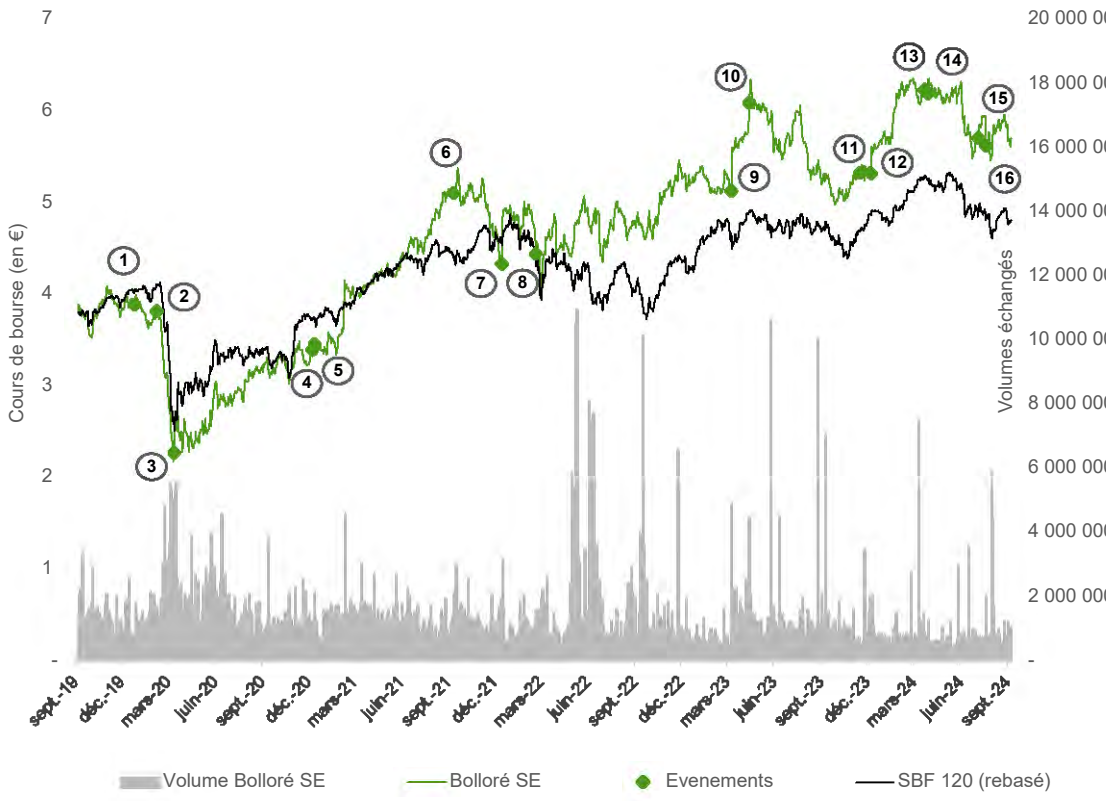
Une succession de décisions stratégiques (distribution aux actionnaires de *Vivendi* de 60% d'*UMG*, acquisition par *Vivendi* de *Prisma Media*, montée de *Vivendi* au capital de *Lagardère*, etc.) porteront le titre *Bolloré SE* à 5,4 €/action fin septembre 2021.

Une seconde phase sera enclenchée en 2022 avec la cession de *Bolloré Africa Logistics* à l'armateur suisse *MSC* pour une valeur d'entreprise nette des intérêts minoritaires de 5,7 mds€. Une telle cession d'actifs sera largement plébiscitée par le marché, bien que son impact ait été quelque peu contrebalancé par le contexte macroéconomique global morose de 2022 (invasion de l'Ukraine par la Russie, crise de l'énergie, pressions inflationnistes etc.). Dans la même

perspective, le Groupe entre en négociations avec l'armateur français *CMA CGM* en avril 2023, pour la cession de *Bolloré Logistics*, sur la base d'une valeur d'entreprise de 4,85 mds€. Cette cession sera une nouvelle fois saluée par le marché, le cours franchissant alors la barre des 6,0 €.

Le cours de *Bolloré SE* oscille depuis autour de 5,5 €, avant de franchir de nouveau la barre des 6,0 €, porté par un contexte macroéconomique plus favorable entre fin 2023 et début 2024 (ralentissement de la hausse des taux directeurs, baisse des niveaux d'inflation, etc.). Les annonces des mesures visant à mieux extérioriser la valeur des actifs détenus à différents niveaux soutiennent également la dynamique positive du titre *Bolloré SE*, la principale mesure à l'étude, annoncée en décembre 2023, étant la séparation du Groupe *Vivendi* des trois pôles *Groupe Canal+*, *Havas* et *Louis Hachette Groupe*, qui a été intégrée positivement par le marché.

Figure 7 | Evolution du cours de bourse de *Bolloré SE* jusqu'à la veille de l'annonce du projet de Retrait Obligatoire



Source : Capital IQ

Légende du graphique

(1) 31 décembre 2019 : *Vivendi* signe un accord avec un consortium mené par *Tencent* pour la cession de 10% du capital d'*UMG* pour 3 mds€.

(2) 13 février 2020 : Publication des résultats de l'exercice 2019 : CA FY19 de 24 843 m€, i.e. +3% à périmètre et change constants ; CA T4-2019 de 6 95 m€, i.e. -0,1% à périmètre et change constants.

(3) 18 mars 2020 : Premier jour du confinement ordonné au titre de la pandémie de Covid-19.

(4) 14 décembre 2020 : *Vivendi* entre en négociations exclusives avec le groupe allemand *Gruner + Jahr* pour l'acquisition de *Prisma Media*.

(5) 18 décembre 2020 : *Tencent* exerce l'option lui permettant d'acquérir une tranche supplémentaire de 10% du capital d'*UMG*, pour 3 mds€.

(6) 16 septembre 2021 : *Vivendi* reprend les parts d'*Amber Capital* dans *Lagardère*, portant ainsi sa participation de 27% à 45%. OPA sur *Lagardère* réalisée entre février et juin 2022.

(7) 20 décembre 2021 : Entrée en négociations exclusives avec *MSC* pour la cession de *Bolloré Africa Logistics* sur la base d'une valeur d'entreprise nette des intérêts minoritaires de 5,7 mds€.

(8) 24 février 2022 : Invasion de l'Ukraine par la Russie.

(9) 14 mars 2023 : Projet d'offre publique d'achat simplifiée de *Bolloré SE* sur ses propres actions / Publication des résultats de l'exercice 2022 : CA de 20 677 m€, i.e. +20% à périmètre et change constants ; EBITA ajusté de 1 502 m€, +47% à périmètre et change constants.

(10) 18 avril 2023 : Entrée en négociations exclusives avec *CMA CGM* pour la cession de *Bolloré Logistics* pour 4,85 mds€.

(11) 21 novembre 2023 : Finalisation du rapprochement entre *Vivendi* et *Lagardère* (*Vivendi* détient 60% du capital de *Lagardère*).

(12) 13 décembre 2023 : *Vivendi* annonce étudier un projet de scission de ses entités, qui conduirait à la cotation de *Canal+*, *Havas et Louis Hachette Groupe*. Le projet pourrait être soumis aux actionnaires de *Vivendi* en décembre 2024 (communiqué de presse *Vivendi* du 22 juillet 2024).

(13) 20 mars 2024 : Franchissement du seuil de 5% du capital de *Rubis*, entreprise française de distribution de produits pétroliers (carburant, GPL, bitume) diversifiée dans le photovoltaïque.

(14) 2 avril 2024 : *Vivendi* annonce le projet de cession de ses activités de festivals et de billetterie à l'international à *CTS Eventim*.

(15) 10 juillet 2024 : Annonce du projet de fusion par absorption (i) de *Société des Chemins de Fer du Var et du Gard* par *Compagnie du Cambodge*, ainsi que (ii) de *Compagnie des Tramways de Rouen par Financière Moncey*.

(16) 25 juillet 2024 : Baisse consécutive à la publication des résultats d'*UMG*, faisant état d'un ralentissement de la croissance des abonnements et du streaming.

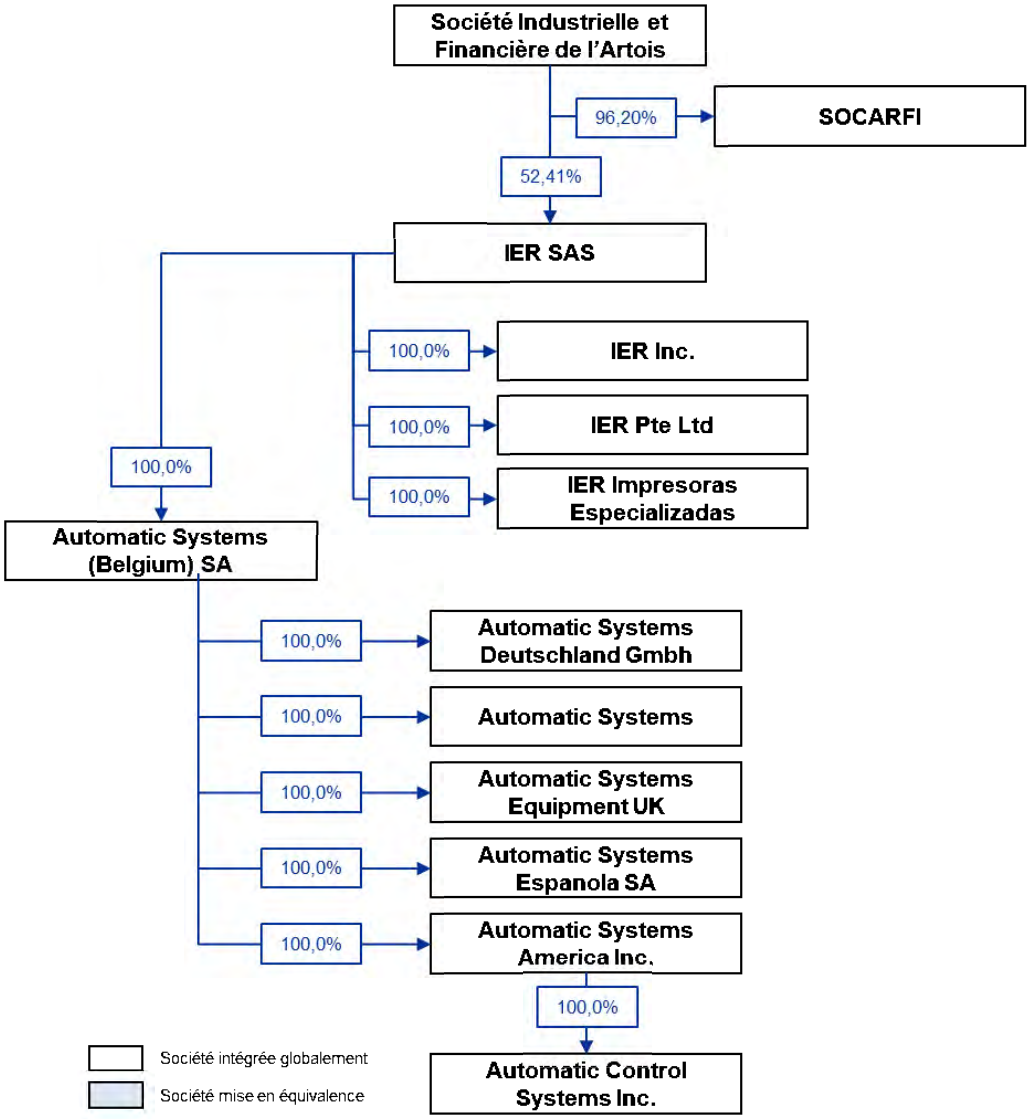
2.2. Présentation de *Société Industrielle et Financière de l'Artois*

2.2.1. Une pure holding financière détenant un patrimoine essentiellement composé de participations dont la valeur dépend de Bolloré SE

Cotée à la bourse d'Euronext Paris (compartiment A), *SIF Artois* est une pure société *holding* détenue à 42,1% par *Financière Moncey* et à 30,2% par *Société Bordelaise Africaine* au 30 juin 2024. La participation de *Bolloré SE* dans la Société s'élève à 9,3% du capital. Comme le montre l'organigramme simplifié de *SIF Artois* au 31 décembre 2023 présenté ci-après, la Société fait partie d'un vaste ensemble de sociétés *holding* aux ramifications complexes, héritage de l'acquisition du groupe *Rivaud* par le groupe *Bolloré* à la fin des années 1990.

SIF Artois détient des participations financières historiques dans 6 sociétés du groupe *Bolloré.* La Société détient également une participation dans une activité opérationnelle via la détention directe de 52,41% dans *IER SAS*, spécialiste des systèmes d'accès pour piétons et les projets d'intégration de systèmes de contrôle des flux de passages dans les gares et aéroports.

Figure 8 | Organigramme simplifié de *Société Industrielle et Financière de l'Artois* au 31 décembre 2023



Source : Bolloré SE, rapport annuel 2023

2.2.2. Vie boursière de l'action SIF Artois

2.2.2.1. Structure de l'actionnariat

La Société *SIF Artois* est cotée à la Bourse de Paris. Le 10 juillet 2024, dernier jour de cotation précédant l'annonce de *Bolloré SE* de simplification de sa structure actionnariale, le cours de l'action *SIF Artois* s'établit à 5 500 €, soit une capitalisation boursière de 1 464m€, avec toutefois, comme indiqué ci-après, un flottant très réduit.

Le capital social de la Société était composé à cette date de 266 200 actions ordinaires, détenues à hauteur de 42,1 % par *Financière Moncey*, 30,2% par *Société Bordelaise Africaine*, 7,4% par *Compagnie du Cambodge* et enfin 6,8% par *Socfrance*. Le flottant représente 4,2% du capital et des droits de vote.

Figure 9 | Composition du capital après fusion avant l'Opération

Actionnaire	Nombre d'actions	% du capital	Droits de vote	% droits de vote
Bolloré SE (Initiateur)	*24 830*	*9,33 %*	*24 830*	*9,33 %*
*Financière Moncey***	*111 947*	*42,05 %*	*111 947*	*42,05 %*
*Société Bordelaise Africaine***	*80 368*	*30,19 %*	*80 368*	*30,19 %*
*Compagnie du Cambodge***	*19 755*	*7,42 %*	*19 755*	*7,42 %*
*Socfrance***	*18 195*	*6,84 %*	*18 195*	*6,84 %*
*Bolloré Participations SE****	*25*	*0,01 %*	*25*	*0,01 %*
Vincent Bolloré	*25*	*0,01 %*	*25*	*0,01 %*
Total groupe Bolloré	255 145	95,85 %	255 145	95,85 %
Public	11 055	4,15 %	11 055	4,15 %
TOTAL	**266 200**	**100,00 %**	**266 200**	**100,00 %**

Source : Projet de note d'information de la Société Bolloré SE, 12/09/2024
*Notes : * Conformément à l'article 223-11 du RGAMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de toutes les actions auxquelles sont rattachés des droits de vote, en ce compris les actions privées de droits de vote*
*** Sociétés contrôlées directement ou indirectement par Bolloré*
**** Sociétés contrôlées par la famille Bolloré*

A noter que le nombre d'actions de la Société visées par l'Offre est de 11 105 actions, dont 11 055 actions détenues par le public ainsi que 25 actions détenues par *Bolloré Participations SE* et 25 actions détenues par M. *Vincent Bolloré,* qui ont indiqué leur intention de participer à l'Offre.

2.2.2.2. Liquidité et suivi du titre

Sur les douze derniers mois précédant l'annonce de l'Opération, le total des volumes échangés s'établit à environ 1 090 actions *SIF Artois,* représentant une valeur cumulée de 5,4 m€, soit 9,8% du flottant. A noter qu'en raison de sa faible liquidité, le titre *SIF Artois* s'échange au fixing, limitant à deux fois par jour les opérations d'échange et donc de détermination de prix.

Les volumes quotidiens échangés sont particulièrement faibles en valeur absolue avec en moyenne entre 0 et 4 titres échangés par jour. Par ailleurs, le titre *SIF Artois* n'a fait l'objet d'aucun suivi par les analystes financiers.

Figure 10 | Liquidité du titre à la veille de l'annonce de l'Offre

		Volume quot. moyen			Volume cumulé			
	Cours de bourse moyen (€) *	Nombre de titres	Valeur des titres échangés (€)	En % du capital	Nombre de titres	Valeur des titres échangés (€)	En % du capital	En % du flottant
12-sept.-24	5 500,00	-	-	-	-	-	-	-
Derniers 7 jours	5 500,00	-	-	-	-	-	-	-
Dernier mois	5 600,00	0	2 435	0,0 %	10	56 000	0,0 %	0,1 %
3 derniers mois	5 095,00	1	6 176	0,0 %	80	407 600	0,0 %	0,7 %
6 derniers mois	5 012,65	3	13 212	0,0 %	340	1 704 300	0,1 %	3,1 %
12 derniers mois	4 981,10	4	21 209	0,0 %	1 090	5 429 400	0,4 %	9,8 %

Source : Capital IQ
** Le cours de bourse moyen est calculé sur la base des cours de clôture moyens pondérés par les volumes*

L'actionnariat flottant limité et le faible volume d'échanges illustrent la très faible liquidité du marché de l'action *SIF Artois*.

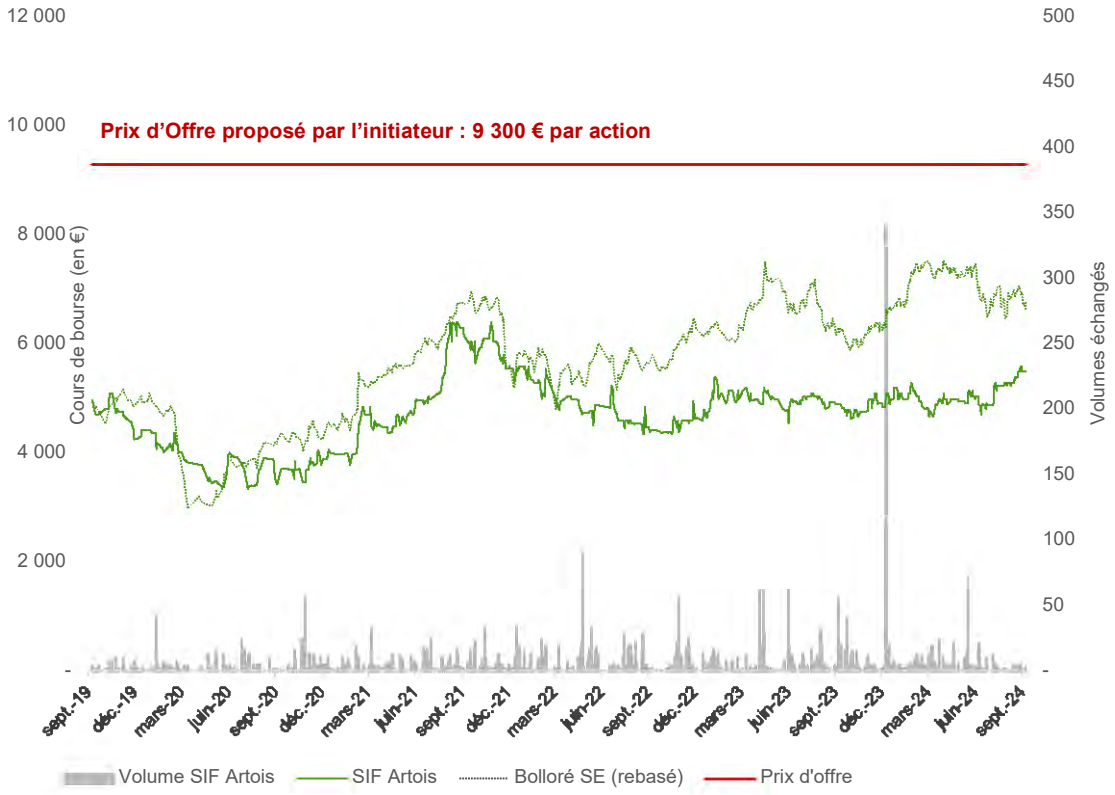
2.2.2.3. Evolution historique du cours de bourse

La **Figure 10** présente l'évolution du cours de bourse de *SIF Artois* depuis septembre 2019. L'évolution de ce dernier est logiquement corrélée à celle du titre *Bolloré SE*.

La très faible liquidité du titre le rend relativement insensible aux annonces de résultats, à l'exception de certaines baisses temporaires.

A la suite de l'annonce de l'Offre le 12 septembre 2024 après la séance boursière, le cours a atteint près de 9 450 €, soit un niveau dépassant légèrement le prix d'offre 9 300,0 € proposé par *Bolloré SE* (branche numéraire).

Figure 11 | Evolution du cours de bourse de *SIF Artois* jusqu'à la veille de l'annonce de l'Offre



Source : Capital IQ

2.3. Implication sur la démarche d'évaluation

Les caractéristiques de *SIF Artois* détaillées précédemment (caractéristiques patrimoniales, structure du capital, marché du titre) ont des implications sur la mise en œuvre de l'approche multicritères en vue de l'estimation de la valeur de ses actions. Il convient d'en tenir compte de façon rigoureuse, tant dans l'examen des références disponibles (actif net comptable, cours de bourse, transactions récentes) que dans la mise en œuvre des méthodes d'évaluation (DCF, comparaisons boursières et transactionnelles, ANR).

2.3.1. Implication sur la démarche d'évaluation de SIF Artois

S'agissant de la référence d'évaluation représentée par le cours de bourse de *SIF Artois* (avant annonce de l'Offre), nous considérons que la très faible liquidité observée sur les actions de la Société au cours des douze derniers mois ne garantit pas les conditions d'une bonne efficience du marché. A ce titre, nous

écartons l'utilisation de cette référence pour estimer la Valeur Intrinsèque de la Société, telle qu'elle sera définie plus loin dans ce rapport.

Comme indiqué précédemment, *SIF Artois* est une société *holding* financière dont la majeure partie du patrimoine est constituée par les participations directes et indirectes qu'elle détient dans certaines *Holding*s de Contrôle, dont le patrimoine est lui-même en majeure partie constitué par les participations directes et indirectes que ces *holdings* détiennent dans *Bolloré SE*. Ces éléments nous conduisent à adopter, pour l'évaluation des actions de la Société, une démarche méthodologique dite par « somme des parties » (parfois désignée par le vocable « méthode de l'ANR » pour actif net réévalué). Dès lors, le choix des références retenues pour l'évaluation des actions de chacune des *Holding*s de Contrôle entrant dans la composition du patrimoine de la Société constitue un enjeu important de la valeur.

Compte tenu des éléments exposés ci-avant et des caractéristiques patrimoniales et actionnariales complexes de *SIF Artois*, les travaux d'évaluation présentés dans la suite de ce rapport visent à refléter la situation d'un actionnaire détenant indirectement (via un chemin de détention complexe) des actions *Bolloré SE*. A cet égard, il nous semble approprié de prendre en compte une valeur de référence unique pour les actions de *Bolloré SE* (la « **Valeur de Référence** »), à partir de laquelle la valeur des actions de chacune des *Holding*s de Contrôle et, par voie de conséquence, de la Société sera déterminée par transparence.

L'objectif du choix méthodologique consistant à retenir une valeur de référence unique pour les actions de *Bolloré SE* est d'éviter d'intégrer des décotes en cascades dans le processus d'évaluation des actions de la Société. En particulier, ce choix vise à exclure l'intégration d'une décote de liquidité imputable directement à la liquidité quasi-inexistante des actions de la Société. Une telle décote n'a pas lieu d'être dans le contexte d'un retrait obligatoire où il s'agit de déterminer non pas un prix de transaction intégrant la situation spécifique des vendeurs (actionnaires minoritaires résiduels), mais un prix d'indemnisation intégrant la valeur intrinsèque du patrimoine de la Société. Pour autant, ce prix d'indemnisation ne peut ignorer la complexité de la structure juridique de Groupe. En effet, supposer l'absence totale d'impacts liés à la complexité patrimoniale et actionnariale reviendrait à nier la configuration actuelle du groupe *Bolloré* en se plaçant dans une situation virtuelle où l'ensemble des frottements découlant de cette complexité des chemins de détention et les coûts liés à la simplification de la structure du capital auraient totalement disparu. L'appréciation du caractère équitable de l'indemnisation retenue pour le rachat forcé d'une action représentative d'un investissement dans le groupe *Bolloré* ne peut ignorer le positionnement spécifique choisi au sein de l'organigramme du Groupe par les détenteurs de cette action.

A ce titre, nous considérons que les impacts liés à la complexité du chemin de détention des actions *Bolloré SE* par la Société doivent être appréhendés à travers deux décotes :

- une première décote liée aux frottements fiscaux et reflétant l'écart entre le dividende théorique en provenance de *Bolloré SE*, avant fiscalité, remontant jusqu'à la Société et celui effectivement reçu par la Société, (la « **Décote liée aux Frottements Fiscaux** »),
- une seconde décote liée au caractère indirect de la détention des actions *Bolloré SE* par la Société et reflétant la moindre liquidité des actifs détenus par la Société dans ce contexte (la « **Décote de Détention Indirecte** »).

Ces deux décotes sont justifiées par le fait que la situation d'un actionnaire de la Société ne peut être considérée comme strictement équivalente à celle d'un actionnaire en direct de *Bolloré SE*.

Finalement, l'estimation de la Valeur Intrinsèque des actions de la Société se fonde sur la détermination d'un ANR, calculé par transparence sur la Valeur de Référence des actions de *Bolloré SE* et ajusté des impacts liés à la détention indirecte (via un chemin de détention complexe) d'actions *Bolloré SE* (l'« **ANR Ajusté** »).

Les modalités de calcul ainsi que les implications liées à la détermination de la Valeur de Référence sont détaillées ci-après.

2.3.2. Implication sur la démarche d'estimation de la Valeur de Référence de Bolloré SE

La référence d'évaluation représentée par le cours de bourse (avant annonce de l'Offre) nous apparaît incontournable pour l'estimation de la valeur des actions *Bolloré SE* au regard des deux considérations suivantes.

- Les caractéristiques de l'action *Bolloré SE* et les caractéristiques des actions de ses deux principales participations (*Vivendi* et *UMG*), en termes (i) de liquidité et (ii) de couverture par les analystes financiers, garantissent de manière satisfaisante les conditions d'une bonne efficience du marché du titre *Bolloré SE*.
- La quasi-totalité du patrimoine de *Bolloré SE* peut être appréhendée au travers de références de valeur directement observables (cours de bourse et trésorerie nette). Ce constat est particulièrement vrai dans la situation actuelle du Groupe *Bolloré,* qui dispose des liquidités provenant des importantes cessions d'actifs réalisées sur la période récente.

Le résultat de la méthode de l'ANR, habituellement mise en œuvre pour l'évaluation de *holding*s, est nécessairement incertain en raison de la difficulté d'estimation de la décote de *holding*. Dans le cas présent, compte tenu des deux

considérations évoquées ci-dessus, nous estimons que le marché dispose de l'ensemble des informations nécessaires pour une estimation raisonnable de cette décote.

Dans le cas présent, l'existence de cette décote peut être justifiée par les deux facteurs suivants :

- la nature conglomérale du groupe *Bolloré* ;
- la complexité de sa structure patrimoniale et actionnariale liée notamment au chemin de détention de la Boucle d'Autocontrôle.

Nous considérons par ailleurs que les facteurs de cette décote (intégrée de manière éclairée, comme exposée ci-dessus, dans le cours de bourse de *Bolloré SE*) sont de nature pérenne au regard des deux considérations suivantes :

- Le Management envisage un redéploiement des fonds générés par les cessions en 2022 et 2024 de *Bolloré Africa Logistics* et *Bolloré Logistics* et non redistribués aux actionnaires, accréditant ainsi l'hypothèse de la conservation de la nature conglomérale du Groupe.
- Le Management n'envisage pas à l'avenir de changements significatifs dans la structure de la Boucle d'Autocontrôle, justifiant ainsi la pérennité de la décote liée à la complexité de la structure patrimoniale et actionnariale du Groupe.

Ces considérations nous ont par ailleurs été confirmées par le Management dans une lettre d'affirmation.

Compte tenu des éléments exposés précédemment, le cours de bourse est la référence la plus fiable et la plus pertinente pour l'estimation de la valeur de l'action *Bolloré SE*. Cette valeur de l'action *Bolloré SE* sera retenue dans l'ANR de *SIF Artois*, sans application d'une décote de *holding* car celle-ci est déjà intégrée par le marché dans le cours de bourse de *Bolloré SE*, en raison principalement de l'existence de la Boucle d'Auto-contrôle, dont le Management confirme l'intention de ne pas la faire disparaître.

3. Description de l'Offre et des modalités d'appréciation de l'équité de ses conditions financières

Après une description des principales caractéristiques de l'Offre et des effets attendus du Retrait Obligatoire, la présente section a pour objet de présenter les modalités d'appréciation du caractère équitable des conditions financières de l'Offre.

3.1. Description de l'Offre et des effets attendus

3.1.1. Description de l'Offre

L'Offre s'inscrit dans le cadre des mesures de rationalisation et de simplification des structures du groupe *Bolloré*, visant à réduire les coûts de gestion administratifs et fonctionnels. L'annonce de la présente Offre intervient (i) consécutivement à l'annonce de la fusion-absorption de *Société des Chemins de Fer et Tramways du Var et Gard* par *Compagnie du Cambodge* et de la fusion-absorption de *Compagnie des Tramways de Rouen* par *Financière Moncey* qui seront précédées par la division du nominal par 100 de chacune des sociétés absorbantes et (ii) conjointement à l'annonce de l'OPR-RO initiée par *Bolloré SE* sur les actions de *Compagnie du Cambodge* et *Financière Moncey*.

L'Offre est une offre publique alternative composée :

- d'une branche en numéraire, selon laquelle les actionnaires *SIF Artois* pourront céder leurs actions au prix de 9 300,0 € par action,
- d'une branche en titres, selon laquelle les actionnaires de la Cible pourront échanger leurs actions selon la Parité d'Échange d'une action *SIF Artois* contre 407 actions *UMG*, détenues en portefeuille par l'Initiateur.

3.1.2. Effets attendus du retrait obligatoire

L'Initiateur est la société *Bolloré SE*, actionnaire à hauteur de 9,33% du capital de *SIF Artois* à la date du présent rapport. L'Initiateur et la Cible sont donc d'ores et déjà intégrés au sein d'un même groupe. Par ailleurs, la Cible est une pure société *holding* sans activité opérationnelle autre que la détention d'intérêts dans des sociétés du Groupe.

Il ressort de cette analyse et de nos discussions avec l'Initiateur, que les synergies pouvant être tirées directement des opérations de fusion et de la présente Offre sont limitées. En effet :

- La Cible n'exerce aucune activité industrielle ou commerciale susceptible de bénéficier de synergies de revenus.

- Les charges opérationnelles et financières supportées par la Cible sont limitées, restreignant de fait les synergies de coûts susceptibles d'être générées par les opérations de rapprochement.

Enfin, les Opérations envisagées, bien que s'inscrivant dans le cadre de la rationalisation et de la simplification des structures du groupe *Bolloré*, ne sont pas de nature à remettre en cause le caractère pérenne des facteurs de décote évoqués en section 2.3.2 au regard des considérations suivantes :

- Les sociétés du Groupe impliquées dans les Opérations n'exercent aucune activité opérationnelle et n'influent donc pas sur la nature conglomérale du Groupe et le niveau de la décote en résultant.
- L'existence et l'importance de la Boucle d'Autocontrôle, et par suite le niveau de la décote en résultant, ne sont pas remis en cause par les Opérations envisagées. Plus spécifiquement, le rachat par le groupe *Bolloré* des intérêts minoritaires détenus dans la Société, et donc indirectement dans la Boucle d'Autocontrôle, n'est pas de nature à atténuer l'importance de cette dernière.

3.2. Caractéristiques de l'Offre et objectif du présent rapport d'expertise

L'Initiateur souhaite procéder à l'acquisition de la totalité des actions de la Cible en circulation non-détenues par l'Initiateur à la date de l'Offre, soit un nombre total de 11 105 actions[9] représentant 4,17% du capital et 4,17% des droits de vote de la Société. La volonté de l'Initiateur de retirer la Cible de la cote implique l'expropriation des Actionnaires Minoritaires qui n'auraient pas apporté leurs actions à l'offre publique de retrait.

Dans ce contexte, le présent rapport d'expertise poursuit trois objectifs : (i) s'assurer que les conditions financières de l'Offre n'ont pas été biaisées par d'éventuels conflits d'intérêts, (ii) s'assurer du caractère équitable du Prix d'Offre de la branche en numéraire dans la perspective du retrait obligatoire, et (iii) s'assurer également du caractère équitable de la Parité d'Échange de la branche en titres par rapport à la branche en numéraire à laquelle correspond l'indemnisation du retrait obligatoire.

[9] Les actions visées par l'Offre sont constituées de 11 055 actions détenues par le public (soit 4,15% du capital et des droits de vote), de 25 actions détenues par *Bolloré Participations SE* (soit 0,01% du capital et des droits de vote) et de 25 actions détenues par M. *Vincent Bolloré* (soit 0,01% du capital et des droits de vote), qui ont indiqué leur intention de participer à l'Offre.

3.3. Modalités d'appréciation du caractère équitable des conditions financières de l'Offre

3.3.1. Caractère équitable des conditions financières de l'Offre au regard des opérations connexes réalisées préalablement à l'Offre

Le Groupe a annoncé le 10 juillet 2024 :

- Le projet de fusion par absorption de *Société des Chemins de Fer et Tramways du Var et du Gard* par *Compagnie du Cambodge*. La parité proposée pour cette fusion est de 110 actions *Compagnie du Cambodge* pour 1 action de *Société des Chemins de Fer et Tramways du Var et du Gard*, postérieurement à la division par 100 du nominal de l'action *Compagnie du Cambodge*.
- Le projet de fusion par absorption de *Compagnie des Tramways de Rouen* par *Financière Moncey*. La parité proposée pour cette fusion est de 75 actions *Financière Moncey* pour 1 action *Compagnie des Tramways de Rouen*, postérieurement à la division par 100 du nominal de l'action *Financière Moncey*.

Le 12 septembre 2024, les termes de ces projets ont été approuvés par le directoire de *Compagnie du Cambodge* et les conseils d'administration de *Société des Chemins de Fer et Tramways du Var et du Gard*, *Financière Moncey* et *Compagnie des Tramways de Rouen*.

En conséquence des opérations de fusion-absorption présentées ci-dessus, (i) les sociétés mères des sociétés absorbées (autres que les sociétés absorbantes) deviendront des actionnaires des sociétés absorbantes, tandis que (ii) les filiales des sociétés absorbées deviendront des filiales des sociétés absorbantes.

S'agissant des Fusions, le commissaire à la fusion a conclu dans ses rapports relatifs à la rémunération et à la valeur des apports (i) à l'équité des rapports d'échange et (ii) à la non-surévaluation de la valeur des apports. De ce fait, ces Fusions n'ont pu biaiser les conditions financières de l'Offre.

S'agissant de la branche en numéraire des Autres Offres, les prix d'offre proposés dans le cadre des Autres Offres extériorisent des niveaux de prime par rapport à la valeur intrinsèque des actions des sociétés cibles, en ligne avec les niveaux de prime de la présente Offre[10].

[10] Fourchettes de primes extériorisées par les Prix d'Offre des Autres Offres : [2,4%-20,5%] pour *Compagnie du Cambodge* et [0,7%-19,6%] pour *Financière Moncey* contre [3,3%-16,5%] pour *SIF Artois* comme détaillé en section 6.3.

S'agissant de la branche en titres des Autres Offres, la contre-valeur des actions *UMG*[11] reçues pour une action des sociétés cibles concernées par les Autres Offres affiche une légère prime par rapport aux prix proposés dans les Autres Offres, cohérente avec celle de la présente Offre.

Ainsi, ni la présente Offre, ni les Autres Offres ne font ressortir d'inégalité de traitement entre les actionnaires des trois sociétés cibles.

3.3.2. Caractère équitable du Prix d'Offre dans le cadre du retrait obligatoire

Comme mentionné précédemment, le Prix d'Offre est aussi un prix d'indemnisation dans le contexte du retrait obligatoire qui interviendra, à la demande de l'Initiateur, à l'issue de l'Offre.

L'équité du Prix d'Offre doit donc être appréciée au regard des deux considérations suivantes.

(i) Le Prix d'Offre doit intégrer de façon satisfaisante la valeur des actions de la Société dans le contexte de la stratégie définie par les actionnaires actuels et conduite par le management en place (la « **Valeur Intrinsèque** » des titres de la Société).

(ii) Le Prix d'Offre doit également intégrer la valeur du contrôle de la Société, ce qui signifie que ce prix peut intégrer non seulement le supplément de valeur apporté éventuellement par le contrôle (appréhendé à travers la quote-part des synergies octroyée par l'acquéreur aux actionnaires de la société cible répondant favorablement à l'offre), mais également le supplément de valeur susceptible de résulter de la réalisation de scénarios alternatifs non envisagés dans le contexte de l'Offre (notamment cession ultérieure du contrôle de la Société à d'autres acteurs du secteur).

S'agissant de la première considération, nous considérons que l'ANR Ajusté de la Société, calculé par transparence sur la base de la Valeur de Référence des actions *Bolloré SE*, fournit une estimation pertinente de la Valeur Intrinsèque des actions de la Société.

S'agissant de la seconde considération, les synergies attendues du rapprochement de la Société avec l'Initiateur sont limitées comme expliqué en section 3.1 : pas de synergies de revenus, synergies de coûts négligeables, pas de remise en cause de la nature pérenne ou de l'importance de la décote, pérennité de la structure de contrôle du Groupe. La valeur du contrôle est donc négligeable dans le cas présent et la prime de contrôle nulle.

[11] La contre-valeur des titres UMG reçus pour une action des Cibles est calculée sur la base du cours de bourse *UMG* CMPV 20 jours au 11 septembre 2024 (soit le dernier jour de cotation avant l'annonce de l'Offre du 12 septembre 2024), détaché du dividende *UMG* dont le paiement est prévu le 25 octobre 2024.

La section 5 du présent rapport détaille notre estimation de la Valeur Intrinsèque de l'action *SIF Artois*, conformément aux prescriptions de la réglementation boursière en pareilles circonstances.

3.3.3. Caractère équitable de la Parité d'Échange au regard de l'indemnisation retenue pour le retrait obligatoire

Dans le cadre d'une offre alternative, il est impératif d'apprécier le caractère équitable de la parité d'échange des titres de la société cible contre les titres proposés. Cette appréciation est faite au regard du prix d'offre proposé dans la branche en numéraire. En effet, si le Prix d'Offre est jugé équitable et que la Parité d'Échange extériorise une contre-valeur en ligne avec ce prix, on peut en conclure que la parité d'échange est également équitable.

Dans le cadre de la présente Offre, l'équité de la Parité d'Echange s'apprécie en s'assurant que la contre-valeur des actions *UMG* reçues en contrepartie d'une action de la Cible est en adéquation avec le Prix d'Offre, lui-même préalablement jugé équitable à la lumière des considérations présentées en section 3.3.2. A noter que la contre-valeur des actions *UMG* reçues est calculée sur la base du cours moyen pondéré par les volumes des 20 derniers jours à la date du 11 septembre 2024 (soit le dernier jour de cotation avant l'annonce de l'Offre du 12 septembre 2024), ajusté pour le détachement du dividende de 0,24 €/action dont le paiement est prévu le 25 octobre 2024. Cette contre-valeur ressort à 9 267,39 € par action, soit une décote de -0,35% par rapport au Prix d'Offre[12]. Sur cette base, nous pouvons conclure que la Parité d'Échange est en ligne avec le Prix d'Offre et donc, sous réserve du caractère équitable du Prix d'Offre, que cette parité d'échange est équitable dans le cadre du retrait obligatoire.

[12] A la date du 8 octobre 2024, la contre-valeur ressort à 9 658,11 € par action, soit une prime de 3,9% par rapport au prix d'Offre.

4. Estimation de la Valeur de Référence des actions *Bolloré SE*

La section suivante détaille les méthodes et références d'évaluation retenues et conclut sur l'estimation de la Valeur de Référence des actions *Bolloré SE*.

4.1. Estimation fondée sur les références d'évaluation disponibles

4.1.1. Transactions récentes sur le capital

La dernière transaction significative portant sur les actions de *Bolloré SE* est l'Offre Publique d'Achat Simplifiée (OPAS) annoncée le 14 mars 2023. Cette offre d'achat d'actions visait un nombre maximum de 288,6 millions d'actions (environ 9,8% du capital de *Bolloré SE*), pour un prix d'achat maximum de 6,0 € par action. Ce prix se décomposait comme suit : 5,75 € par action (dividende 2022 complémentaire attaché), auxquels s'ajoutaient 0,25 € par action de complément de prix éventuel en cas de réalisation de la vente de *Bolloré Logistics* (dont le contrat de cession a été signé le 11 juillet 2023). Ce complément de prix a été versé en mars 2024.

L'expert indépendant nommé pour l'opération avait alors conclu que le prix de 6,0 € par action extériorisait une large fourchette de primes, allant de +1,6% en comparaison avec les cours cibles des analystes financiers à +37,8% en comparaison avec le cours minimum enregistré sur les 12 mois précédant l'annonce de l'opération. A la clôture de l'OPAS le 30 mai 2023, 99,1 millions d'actions (environ 3,4% du capital social de *Bolloré SE*) avaient été apportées à l'offre, soit environ 34,3% des titres visés par l'offre.

4.1.2. Actif net comptable consolidé

Dans le cas présent, l'actif net comptable (ou ANC) par action ne peut être considéré comme une référence pertinente pour estimer la Valeur de Référence de *Bolloré SE* telle que définie en section 2.3.2, notamment parce qu'elle repose sur une approche d'estimation de la valeur d'utilité de chacun des actifs détenus par *Bolloré SE* qui suppose la détention et l'exploitation en direct desdits actifs et ignore la structure de *holding* du Groupe.

Au 30 juin 2024, l'ANC consolidé du *Bolloré SE* s'établit à 26 110 m€, soit 9,2 € par action.

Bolloré SE a versé un acompte sur dividende de 0,02 € par action le 5 septembre 2024. Après déduction du versement de dividende, l'ANC consolidé de *Bolloré*

SE s'établit donc à 9,17 € par action, soit une prime de 58,1%[13] par rapport au cours de bourse de *Bolloré SE*.

4.1.3. Cours de bourse

Le cours de bourse est une référence pertinente pour estimer la valeur des actions d'une société cotée sous réserve que le marché du titre puisse être considéré comme efficient.

Comme indiqué précédemment, les conditions d'une bonne efficience du marché du titre *Bolloré SE* nous semblent réunies. Bien que le titre *Bolloré SE*, société de grande taille, ne soit suivi que par quatre analystes, la valeur d'une fraction importante de son portefeuille d'actifs (*Vivendi* et *UMG* notamment) est suivie par de nombreux analystes financiers. De plus, les volumes échangés sont particulièrement élevés (rotation du flottant de 33,7% et rotation du capital de 8,0% sur les 12 derniers mois précédant l'annonce de l'OPR-RO). Enfin, l'évolution du cours de bourse ne donne pas d'indication d'une déconnexion vis-à-vis du flux d'informations relatif au Groupe. Pour ces raisons, nous considérons que le cours de bourse avant annonce de l'Offre constitue une référence pertinente pour l'estimation de la Valeur de Référence de *Bolloré SE*.

Au 12 septembre 2024, le cours moyen pondéré par les volumes (« **CMPV** ») sur 20 jours de cotation s'établit à 5,8 € par action.

[13] sur la base du cours moyen pondéré par les volumes sur 20 jours de cotation au 12 septembre 2024.

4.1.4. Prix cibles des analystes financiers

Figure 12 | Prix cibles et recommandations des analystes

Date de publication	Analyste	Recommandations	Objectif de cours	Cours de référence	Potentiel de hausse/(baisse)
31/07/2024	Oddo BHF	Neutre	6,50 €	5,77 €	12,7 %
29/04/2024	Oddo BHF	Neutre	7,20 €	6,23 €	15,6 %
15/03/2024	Oddo BHF	Neutre	7,20 €	6,16 €	16,9 %
30/01/2024	Oddo BHF	Neutre	7,20 €	6,05 €	19,0 %
31/07/2024	CIC Market Solutions	Achat	6,80 €	5,77 €	17,9 %
23/05/2024	CIC Market Solutions	Achat	7,40 €	6,19 €	19,5 %
29/04/2024	CIC Market Solutions	Achat	7,40 €	6,23 €	18,8 %
27/03/2024	CIC Market Solutions	Achat	7,40 €	6,23 €	18,8 %
15/03/2024	CIC Market Solutions	Achat	7,40 €	6,16 €	20,1 %
31/07/2024	Kepler Cheuvreux	Conserver	6,20 €	5,77 €	7,5 %
02/05/2024	Kepler Cheuvreux	Conserver	6,20 €	6,10 €	1,6 %
26/03/2024	Kepler Cheuvreux	Conserver	5,60 €	6,25 €	(10,4)%
15/03/2024	Kepler Cheuvreux	Conserver	5,60 €	6,16 €	(9,1)%
20/02/2024	Kepler Cheuvreux	Conserver	5,60 €	6,22 €	(10,0)%
31/07/2024	AlphaValue	Alléger	6,02 €	5,77 €	4,3 %
22/07/2024	AlphaValue	Alléger	6,51 €	5,93 €	9,8 %
31/05/2024	AlphaValue	Alléger	6,47 €	6,19 €	4,5 %
30/04/2024	AlphaValue	Alléger	6,23 €	6,14 €	1,5 %
26/03/2024	AlphaValue	Alléger	6,28 €	6,25 €	0,5 %
15/03/2024	AlphaValue	Alléger	6,30 €	6,16 €	2,3 %

Source : Notes de brokers Oddo BHF, CIC Market Solutions, Kepler Cheuvreux et Alpha Value

La Figure 12 présente l'analyse comparée des prix cibles des quatre analystes qui suivent l'action *Bolloré SE*. Seul *CIC Market Solutions* recommande de renforcer la position sur l'action, bien que tous les autres analystes reconnaissent un potentiel de hausse – compris entre 4,3% et 17,9% – par rapport au cours de référence du 30 juillet 2024.

A l'exception de *Kepler Cheuvreux*, l'ensemble des analystes ont abaissé leur objectif de cours lors de la publication de leurs notes du 31 juillet 2024, tout en conservant leur recommandation. Cette révision à la baisse succède à une période de stabilité des objectifs de cours – chez *Oddo BHF* et *CIC Market Solutions* – et reflète la chute du cours de *UMG* à la suite de la publication de résultats faisant état d'un ralentissement de la croissance des abonnements et du streaming.

Si les prix cibles des analystes constituent généralement une référence de valeur cible à un horizon de 6 à 12 mois qui ne peut être ignorée, nous en relativisons ici la pertinence. En effet, bien que trois des quatre analystes susmentionnés projettent systématiquement des cours cibles supérieurs aux cours de référence de chaque note, le marché ne s'aligne pas sur ces projections, et ce malgré la liquidité satisfaisante du titre.

4.2. Estimation de la valeur fondée sur la mise en œuvre des méthodes d'évaluation usuelles

En raison des caractéristiques propres de *Bolloré SE*, aucune des méthodes d'évaluation usuelles autre que celle du cours de bourse ne trouve dans le cas présent un champ d'application satisfaisant. En particulier, le résultat de l'approche par « somme des parties », habituellement indiquée dans le cadre de l'estimation de la valeur d'une société *holding*, est rendu nécessairement incertain en raison de l'incertitude entourant l'estimation de la décote de *holding*. En outre, une telle approche vise à refléter la pleine propriété de l'ensemble des actifs détenus par une société *holding* telle qu'elle pourrait être appréhendée par un actionnaire bénéficiant directement des avantages économiques futurs de ces actifs. Or, ce n'est pas le cas ici pour les raisons détaillées en section 2.3.1. Nous considérons donc qu'une approche par somme des parties n'est pas pertinente pour estimer la Valeur de Référence de *Bollore SE*.

5. Estimation de la valeur de l'action *SIF Artois*

5.1. Estimation de la valeur fondée sur les références d'évaluation disponibles

5.1.1. Actif net comptable consolidé

Dans le cas présent, dans le cadre d'une offre débouchant sur le retrait obligatoire des actions du marché, l'actif net comptable (ou ANC) par action *SIF Artois* doit être considéré comme une référence plancher pour estimer le prix d'indemnisations des actions.

Au 30 juin 2024, l'ANC consolidé de *SIF Artois* s'établit à 2 447,0 m€, soit 9 192,6 € par action.

5.1.2. Cours de bourse

Comme nous l'avons rappelé plus haut, le cours de bourse est une référence pertinente pour estimer la valeur des actions d'une société cotée sous réserve que le marché du titre puisse être considéré comme efficient. Or, la liquidité quasi-inexistante du titre *SIF Artois* disqualifie cette référence d'évaluation au regard des considérations suivantes :

- Le flottant ne représente que 4,2% du capital social.
- Sur les 12 derniers mois, seulement 1 090 titres ont été échangés pour une valeur de 5,4 m€, représentant moins de 1% du capital social et 9,8% du flottant.

Pour ces raisons, nous considérons que le cours de bourse de *SIF Artois* avant annonce de l'Offre ne constitue pas une référence pertinente.

Néanmoins, à titre d'information, au 12 septembre 2024, le cours moyen pondéré par les volumes sur 20 jours de cotation s'établit à 5 600 € par action.

5.1.3. Transactions récentes sur le capital

Nous n'avons pas identifié de transactions significatives récentes portant sur les titres de la *SIF Artois* susceptibles de constituer une référence pertinente de la valeur de marché de l'action.

5.2. Estimation de la valeur fondée sur la mise en œuvre des méthodes d'évaluation usuelles

La présente section expose les résultats de nos travaux d'évaluation. En raison des caractéristiques propres de la Société, et en particulier son activité de société *holding* ou la liquidité quasi-inexistante du marché de son titre, aucune des

méthodes d'évaluation usuelles ne trouve dans le cas présent un champ d'application satisfaisant. L'ANR constitue dès lors la seule méthode pertinente pour estimer la valeur des actions de la Société et l'ANC est considéré comme la référence plancher pour estimer le prix d'indemnisation des actions.

5.2.1. Une approche d'évaluation par « somme des parties »

La Figure 13 présente les références de valeur et les méthodes d'évaluation retenues pour chacune des composantes de l'ANR de *SIF Artois*. Au total, quatre références et méthodes différentes ont été retenues.

Figure 13 | ANR *Société Industrielle et Financière de l'Artois*

% de l'ANR	ANR *Société Industrielle et Financière de l'Artois*	*% de déten.*	Référence et méthode d'évaluation retenues
71 %	**Actif financiers**		
39 %	Plantations des Terres Rouges SA	*23 %*	ANR sur la base du cours de bourse de *Bolloré SE*
22 %	Compagnie de l'Odet	*6 %*	ANR sur la base du cours de bourse de *Bolloré SE*
5 %	Financiere V	*4 %*	ANR sur la base du cours de bourse de *Bolloré SE*
4 %	Socarfi	*96 %*	ANR sur la base du cours de bourse de *Bolloré SE*
1 %	IER SAS	*52 %*	Méthode DCF
1 %	Compagnie de Pleuven	*12 %*	Valeur comptable
0 %	Socfinaf	*1 %*	Valeur d'expertise dans le cadre du RO
0 %	Rivaud Loisirs Communication	*18 %*	Valeur comptable
0 %	Financière Arnil	*1 %*	Valeur comptable
-	Autres actifs financiers		Valeur comptable
29 %	**Trésorerie/(Dette financière) nette et autres actifs/(passifs)**		

Note : Les % de détentions ont été déterminés au 30 juin 2024. Les actifs en% de l'ANR ont été calculés sur une base d'ANR sans décote.

5.2.2. Estimation de l'ANR de SIF Artois

5.2.2.1. Actifs financiers évalués par une approche d'ANR calculé par transparence sur la Valeur de Référence de Bolloré SE

Au total, près de 69% de l'ANR de *SIF Artois* a été estimé par une approche d'ANR calculé par transparence sur la base de la Valeur de Référence de *Bolloré SE*. Cette méthode a été appliquée à l'ensemble des sociétés *holding*s détenant directement et indirectement des actions *Bolloré SE* ainsi qu'à *Socarfi*.

Malgré le fait que *Compagnie de l'Odet* soit cotée, nous avons considéré que les conditions d'une bonne efficience du marché de son action n'étaient pas réunies, comme présenté en Annexe 2. Son cours de bourse ne constitue donc pas une référence de valeur pertinente.

5.2.2.2. Actifs financiers évalués selon des valeurs d'expertise

La société *Socfin*, actionnaire majoritaire de *Socfinaf*, spécialisée dans le domaine de la plantation et de la production d'huile de palme, a fait l'objet d'un retrait obligatoire initié par *AFICO* en juin 2023 (*Administration and Finance Corporation*, *holding* détentrice de *Socfin*). Ainsi pour *Socfinaf*, détenue à hauteur de 1% par *SIF Artois,* nous avons retenu la valeur expertale de ses actions, éventuellement ajustée des versements de dividendes réalisés entre la date d'évaluation considérée par l'expert et la date du présent rapport.

5.2.2.3. Actifs financiers évalués par la méthode DCF

La société *IER SAS*, intégrée dans la division Systèmes du groupe *Bolloré* et spécialisée dans le développement de solutions d'optimisation de flux de biens et de personnes, a été évaluée par la méthode d'actualisation des flux de trésorerie telle que présentée en Annexe 4. La dette financière nette de la société communiquée au 30 juin 2024 a été soustraite de la valeur d'entreprise pour déterminer la valeur des actions d'*IER SAS*, détenues à hauteur de 52,4% par *SIF Artois*.

5.2.2.4. Actifs financiers évalués par référence à la valeur comptable

La valeur nette comptable a été retenue pour les actifs financiers non cotés ne détenant pas, directement ou indirectement, des actions *Bolloré SE* (les actifs concernés sont détaillés en Figure 13).

5.2.2.5. Endettement financier net et autres actifs et passifs hors exploitation courante

La trésorerie nette de la Société au 30 juin 2024 s'élève à 704,8 m€.

Les autres passifs pris en compte dans le calcul de l'ANR s'établissent à 0,7 m€.

5.2.3. Estimation de la Décote liée aux Frottements Fiscaux et de la Décote de Détention Indirecte

Afin d'estimer l'ANR Ajusté, tel que défini en section 2.3.1, nous avons dans un premier temps appliqué une Décote liée aux Frottements Fiscaux de 10% sur l'ANR de la Société obtenu précédemment. Le niveau de cette décote est en ligne avec l'écart entre le dividende théorique, avant fiscalité, remontant de *Bolloré SE* jusqu'à la Société, et celui effectivement reçu par elle. Ce niveau de décote a été estimé, à partir de calculs réalisés par le management du Groupe, sur la base du versement d'un dividende théorique et en tenant compte de la taxation de ce dividende aux différents « étages » de la structure du Groupe.

Dans un second temps, nous avons appliqué en scénario bas une Décote de Détention Indirecte de 20% sur l'ANR de *Compagnie de l'Odet*, société détenue

directement et indirectement par la Société. Le niveau de cette décote se situe en milieu de fourchette de la décote observée empiriquement sur le cours de bourse de *Compagnie de l'Odet* par rapport à son ANR, comme présenté en Annexe 3. Ce niveau de décote se situe dans le bas de la fourchette des études académiques sur le sujet[14].

En scénario haut, nous n'avons pas tenu compte d'une Décote de Détention Indirecte sur l'ANR de *Compagnie de l'Odet*.

5.2.4. Résultats de la démarche d'évaluation

Sur la base de l'ensemble des éléments détaillés ci-dessus, la Valeur Intrinsèque des actions de *SIF Artois* s'établit dans une fourchette d'estimations comprises entre :

- 2 396,0 m€, soit 9 001,1 € par action, en scénario haut,
- 2 124,0 m€, soit 7 980,6 € par action, en scénario bas.

[14] Primes et décotes dans le cadre des évaluations financières, Groupe de travail de la SFEV, 2018

6. Analyse du rapport d'évaluation élaboré par les Banques

Dans le cadre de notre mission, nous avons examiné le rapport d'évaluation élaboré par les Banques dans le contexte de l'Offre. Cette analyse nous conduit à formuler les commentaires suivants.

6.1. Modalité d'évaluation de *SIF Artois*

S'agissant de l'estimation de la valeur des actions de la Société, la démarche retenue par les Banques est identique à celle que nous avons retenue. Cette démarche consiste à : (i) réévaluer chaque participation détenue par la Société, à partir notamment d'une valeur de référence permettant d'estimer la valeur de toutes les *holdings* détenant directement ou indirectement des actions *Bolloré SE* pour en déduire, par transparence, la valeur de l'actif net réévaluée (ou ANR) de *SIF Artois*, puis (ii) à ajuster la valeur d'ANR ainsi obtenue pour en déduire une estimation de la Valeur Intrinsèque de la Société.

Les démarches respectivement mises en œuvre diffèrent cependant dans leur mise en œuvre notamment au regard des deux éléments suivants : (i) les modalités d'estimation de la valeur de référence retenue pour estimer la valeur des *holdings* détenant directement ou indirectement des actions *Bolloré SE* (ou Valeur de Référence) et (ii) la justification et le niveau des décotes appliquées pour aboutir à la Valeur Intrinsèque de la Société.

Nous notons enfin, que les Banques considèrent le cours de bourse de *SIF Artois* parmi les références d'évaluation retenues à titre principal. Pour notre part, nous disqualifions cette dernière référence en raison de la liquidité quasi-inexistante du titre, comme expliqué en section 5.1.2.

6.2. Mise en œuvre de l'évaluation de *SIF Artois*

6.2.1. Valeur de Référence pour évaluer les participations dans des sociétés détenant directement et indirectement des actions Bolloré SE

Afin d'évaluer les participations dont la valeur dépend *in fine* de la valeur de *Bolloré SE* (*Plantations des Terres Rouges*, *Compagnie de l'Odet*, *Financière V*, *Socarfi*), les Banques notent que les participations dans les holdings du groupe détenues par *SIF Artois* détiennent *« toutes directement ou indirectement une participation ultime dans Compagnie de l'Odet* », ces dernières ont retenu « *un calcul itératif des valeurs des participations de chacune des holdings à partir de la valeur des actions Compagnie de l'Odet déterminée à travers deux méthodologies* » :

- l'approche dite « **ANR 1** », en retenant le cours de bourse de *Compagnie de l'Odet* (CMPV 1 mois) afin de calculer la valeur de ces participations,
- l'approche dite « **ANR 2** », en retenant le cours de bourse de *Bolloré SE* (CMPV 1 mois) afin de calculer la valeur de ces participations.

S'agissant de l'approche « **ANR 1** », les Banques justifient cette méthode ainsi : « *Cette méthode est similaire à celle utilisée dans le cadre de l'évaluation de la boucle d'autocontrôle pour l'établissement des comptes consolidés de Bolloré SE. Elle se base sur la valeur de Compagnie de l'Odet qui intègre la décote observable sur le long terme entre le cours de Compagnie de l'Odet et son ANR par transparence sur le cours de Bolloré SE. Cette approche est d'autant plus pertinente que Compagnie du Cambodge, ainsi que les holdings intermédiaires, détiennent principalement, directement et indirectement, des titres Compagnie de l'Odet ».*

Dans nos travaux, nous retenons le cours de *Bolloré SE* avant annonce de l'Offre de 5,8 € (CMPV 20 jours au 12 septembre 2024) afin d'estimer par transparence de l'ANR de *SIF Artois*.

Ce choix est donc identique à la valeur de référence retenue dans le cadre de l'approche ANR 2 mise en œuvre par les Banques.

Nous considérons toutefois que le cours de bourse de *Compagnie de l'Odet,* sur laquelle se fonde l'approche ANR 1, ne peut être utilisé comme Valeur de Référence, en raison notamment d'une liquidité du marché du titre trop restreinte[15].

Enfin, il convient de noter que les Banques mentionnent avoir procédé à leur propre estimation de l'ANR du Groupe (par somme des parties), afin notamment de s'assurer de la pertinence du cours de *Bolloré SE* servant de référence dans l'ANR 2.

De notre côté, nous considérons qu'une telle estimation de la valeur de *Bolloré SE* n'est pas nécessaire étant donné la lisibilité du patrimoine du Groupe (dont la majeure partie de la valeur peut être appréhendée par le marché au travers de références de valeur directement observables) et de la liquidité du marché du titre *Bolloré SE*.

6.2.2. Participation dans IER

La participation de *SIF Artois* dans *IER* (systèmes d'accès pour piétons et les projets d'intégration de systèmes de contrôle des flux passages dans les gares et aéroports) a été évaluée par les Banques à l'aide de la méthode fondée sur

[15] Montant échangés cumulés de 5,4 m€ sur 12 mois au 12 septembre 2024.

l'actualisation des flux de trésorerie futurs. Nous avons retenu la même méthode dans nos travaux.

6.2.3. Autres actifs financiers

La valeur des participations cotées hors Groupe a été estimée par les Banques sur la base des cours moyens pondérés sur 1 mois (CMP 1 mois).

Nous retenons le même choix, à l'exception de la participation détenue dans *Socfinaf* (1,0%). Comme précisé précédemment, nos travaux s'appuient sur la valeur d'expertise retenue pour cette société dans le cadre de la fixation par la CSSF du prix sur la base duquel le retrait obligatoire initié par *Afico* sur les titres *Socfin* est intervenu le 6 septembre 2024. La valeur d'expertise a été ajustée de tout versement de dividendes ayant eu lieu postérieurement à la date de l'évaluation réalisée dans le cadre de cette opération.

6.2.4. Dette financière nette et autres actifs/passifs

Les Banques retiennent, au titre des éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres, un montant total de 704,8 m€ au 30 juin 2024.

Dans nos travaux, nous retenons le même montant total de trésorerie nette, constituée intégralement de disponibilités, tel que détaillé en section 5.2.2.

6.2.5. Décotes d'illiquidité et de holding

Les Banques appliquent les décotes suivantes dans le cadre des approches ANR 1 et ANR 2 :

- une décote d'illiquidité de 7,3% sur les titres des participations non-cotées détenues par *SIF Artois*.
- une décote de *holding* appliquée sur les valeurs extériorisées par les ANR 1 & 2, de 0%, 15% et 30% respectivement.

Pour le calcul de l'ANR 1, le cours de bourse de l'Odet est retenu. Celui-ci intègre implicitement une décote par rapport au cours de Bolloré par transparence.

Dans nos travaux, nous n'appliquons pas à proprement parler de décote de *holding* au niveau de *SIF Artois,* mais retenons une démarche spécifique au cas d'espèce qui vise à refléter le fait que la détention de titres *Bolloré SE* via *SIF Artois* n'est pas équivalente à une détention de titres *Bolloré SE* en direct*,* au regard notamment :

- de l'existence de frottements fiscaux entre *Bolloré SE* et *SIF Artois* au travers de la Décote de Frottement Fiscaux (estimée à 10% sur la base

de l'écart constaté entre le dividende qui devrait être théoriquement reçu par *SIF Artois* en l'absence de fiscalité et celui qui est effectivement reçu),

- de la complexité du chemin détention des titres *Bolloré SE* détenus *in fine* par *SIF Artois*, *via* une cascade de sociétés *holding,* pouvant se traduire, entre autres, par une moindre liquidité des participations détenues, ce dont rend compte la Décote de Détention Indirecte (comprise entre 0 et 20% et appliquée de façon unique à l'ANR de *Compagnie de l'Odet*).

6.2.6. Résultats des travaux d'évaluation

La mise en œuvre de la méthode de la somme des parties par les Banques conduit aux fourchettes d'estimations suivantes, selon le niveau de décote de *holding* appliqué (de 30%, 15% ou 0%) :

- ANR 1 : entre 6 322,0 € et 9 032,0 € par action,
- ANR 2 : entre 6 896,0 € et 9 851,0 € par action.

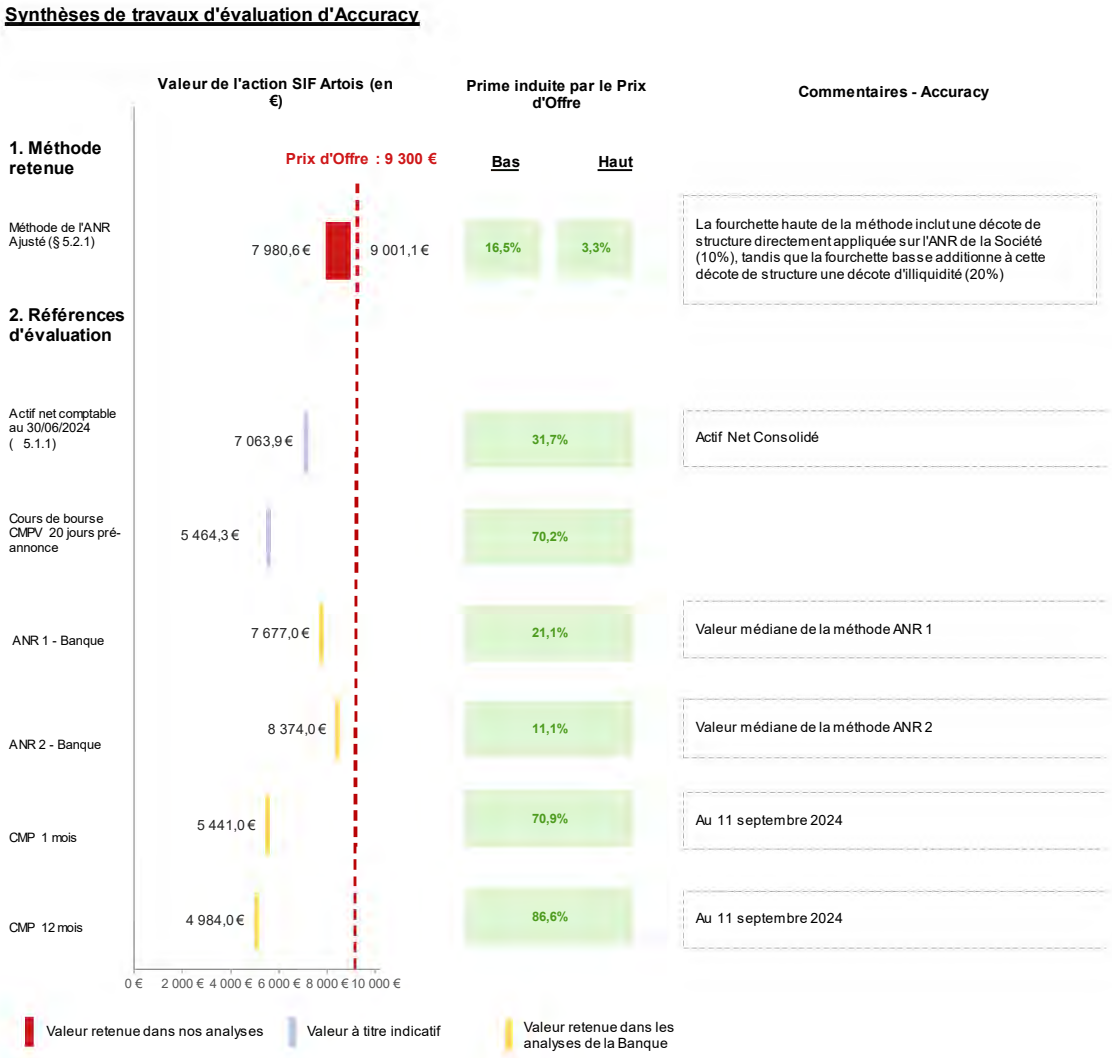
Pour mémoire, les résultats de nos propres travaux d'évaluation, présentés en section 5.2.2 sont les suivants :

- 9 001,1 € par action après application de la Décote liées aux Frottements Fiscaux de 10% et en l'absence de Décote de Détention Indirecte,
- 7 980,6 € par action après application de la Décote liée aux Frottements Fiscaux susmentionnée et d'une Décote de Détention Indirecte de 20%.

6.3. Synthèse des estimations obtenues pour la Valeur Intrinsèque de la Société

Le graphique ci-dessous présente de façon synthétique les résultats de notre analyse des différentes références d'évaluation disponibles pour l'action *SIF Artois*, ainsi qu'une comparaison avec les résultats obtenus par la Banque.

Figure 14 | Synthèse de travaux d'évaluation d'*Accuracy*



Source : Travaux Accuracy, travaux des Banques

7. Analyse et appréciation des observations reçues d'actionnaires minoritaires

La présente section a pour objet de répondre aux onze courriers et courriels reçus entre le 12 septembre 2024 et le 8 octobre 2024 par des actionnaires minoritaires, dans le cadre de l'Offre et des Autres Offres. Nous avons sollicité le Management pour obtenir des réponses à certaines questions ou à certains commentaires émis par ces actionnaires.

Conformément à l'article 3 de l'instruction 2006-08 de l'AMF, nous indiquons ci-après « *les principaux arguments développés dans [*les*] observations [*des actionnaires minoritaires*], ainsi que [*notre*] analyse et [*notre*] appréciation. »* Nous reprendrons notamment certains points qui ont déjà été développés dans les précédentes sections du présent rapport.

En revanche, un certain nombre de critiques ou de commentaires (par exemple, relatifs au Rapport d'évaluation des Banques, à la structure de l'Offre, ou à l'information financière de la Société) ne rentrent pas dans notre champ de compétence. Nous ne traiterons donc pas ces éléments dans le cadre de ce chapitre.

7.1. Référence aux cours de bourse pour l'estimation de la valeur des Sociétés mentionnées

Certains actionnaires minoritaires contestent la référence au cours de bourse de *Bolloré SE* retenue pour l'évaluation des Cibles, dans le contexte d'un retrait obligatoire et de contrôle de la Cible par *Bolloré SE* à plus de 60%.

Nous considérons que, en raison des caractéristiques propres de la Société (activité de holding et liquidité quasi-inexistante du marché de son titre), les méthodes usuelles ne peuvent être appliquées pour évaluer *SIF Artois*. La méthode de l'actif net réévalué (ANR) est la seule méthode pertinente pour estimer la valeur des actions de la Société. Dès lors, le choix des références et des méthodes retenues pour l'évaluation des différentes composantes de l'actif net constitue un enjeu de valeur important.

S'agissant des participations cotées, le cours de bourse est une référence de valeur pertinente si les conditions d'une bonne efficience du marché sont réunies. Ces conditions sont essentiellement liées aux facteurs suivants :

- liquidité importante de l'action,
- le degré de couverture par des analystes financiers,
- la qualité de la communication financière au marché.

Référence aux cours de bourse de *Bollore SE, Vivendi* et *UMG* :

Ces conditions sont remplies de façon particulièrement satisfaisante pour les actions *Bolloré SE.* Ces conditions sont également remplies par des participations détenues par *Bolloré SE* elle-même (Vivendi, *UMG*). Il apparait qu'une très grande partie du portefeuille d'actifs du Groupe (hors titres des *holding*s de contrôle) peut être aujourd'hui appréhendée à partir de références de valeurs objectives (90% peut être appréhendé au travers de références de valeur directement observables comme développé en Section 2.1.3.).

Concernant le titre *Vivendi*, comme certains actionnaires minoritaires, nous reconnaissons que la scission à venir en plusieurs entités sera susceptible de créer de la valeur pour le Groupe. Cependant, comme ce projet a été annoncé publiquement longtemps avant (13 décembre 2023) l'annonce de l'Offre et des Autres Offres (12 septembre 2024), nous considérons que les anticipations des investisseurs quant à cette création de valeur sur *Bolloré SE* sont d'ores et déjà intégrées dans le cours de *Bolloré SE* de 5,8 € qui prévalait à la veille de l'annonce de ces offres. La preuve en est que, le 14 décembre 2023, soit au lendemain de l'annonce de l'étude du projet de scission des activités de *Vivendi*, les cours de *Bolloré SE* et de *Vivendi* se sont appréciés respectivement d'environ +5% et +10%. Par conséquent, il n'y a pas lieu de considérer que l'Offre prive les actionnaires des effets positifs attendus aujourd'hui du projet de scission.

Référence aux cours de bourse de *Compagnie de l'Odet*, *Compagnie du Cambodge*, *Financière Moncey* et *Société Industrielle et Financière de l'Artois*

En revanche, les conditions d'une bonne efficience du marché ne sont pas remplies pour les actions de *Compagnie de l'Odet*, *Compagnie du Cambodge*, *Financière Moncey* et *Société Industrielle et Financière de l'Artois*.

En conséquence, nous ne retenons pas la référence de valeur représentée par le cours de bourse de *Compagnie de l'Odet* ou des sociétés cibles pour juger du caractère équitable des Offres de retrait obligatoires initiées sur ces sociétés.

7.2. Simplification du Groupe Bolloré

Nous considérons que, dans le cadre de la présente Offre, le cours de bourse de *Bolloré SE* peut constituer une référence de valeur pertinente. Cependant, cela n'a pas toujours été le cas. Certains actionnaires minoritaires ont souligné qu'en 2013, le cours de *Bolloré SE* n'avait pas été retenu comme référence pertinente pour évaluer la société *Plantations des Terres Rouges*.

Comme mentionné dans notre rapport d'évaluation publié en avril 2013, le marché des actions *Bolloré SE* était à cette époque peu actif, comme en témoigne le très faible volume quotidien d'échanges enregistré au cours des trois

derniers mois précédant l'opération qui s'élevait à environ 1,4 m€ (contre 5,3 m€ au 12 septembre 2024).

La liquidité du marché des actions *Bolloré SE* a notamment été renforcée par l'opération de division du nominal de ses actions par 100 intervenue le 1er décembre 2014.

Par ailleurs, si l'organisation du contrôle du Groupe *Bolloré* et les entités impliquées dans cette organisation sont demeurées inchangées, le Groupe apparaît moins complexe qu'en 2014. En effet, *Bolloré SE* a récemment cédé deux de ses activités phares, dans le transport et la logistique, et détient à la suite de ces opérations une trésorerie nette de près de 6 mds€. Le patrimoine du Groupe est ainsi bien plus lisible qu'en 2014, essentiellement fondé sur deux actifs (*Vivendi* et *UMG*) dont la valeur est bien connue du marché, en conséquence nous estimons que le cours de bourse de *Bolloré SE* constitue aujourd'hui une référence de valeur pertinente pour l'action.

Nous partageons donc le point de vue de certains actionnaires minoritaires concernant la plus grande facilité désormais à estimer la valeur du Groupe *Bolloré*. Cet élément est d'ailleurs souligné dans la section 2.1.1 du présent rapport. A cet égard, malgré cette bonne efficacité du marché et cette plus grande transparence sur la valeur de ses activités, nous constatons néanmoins que le marché continue d'appliquer de manière durable une décote sur la somme des valeurs observables composant le patrimoine de *Bolloré SE* que nous ne pouvons ignorer.

7.3. Décotes appliquées

Certains actionnaires minoritaires contestent le fait que la décote induite par le cours de bourse s'applique indirectement à la position de trésorerie nette de près de 6 mds€ de *Bolloré SE*.

Nous estimons que cette décote, bien réelle, traduit l'anticipation par le marché d'un futur redéploiement de la trésorerie nette vers des activités industrielles. Le Management du Groupe *Bolloré* a confirmé dans une lettre d'affirmation que cette trésorerie avait vocation à être réinvestie par le Groupe et non à être distribuée aux actionnaires.

Par ailleurs, cette décote est liée (i) à la nature conglomérale du Groupe et (ii) à l'existence de la Boucle d'Autocontrôle dont le Management nous a également affirmé qu'il n'envisageait pas de la faire disparaître.

Certains actionnaires minoritaires rejettent également l'idée d'appliquer une décote de *holding* proche de celles appliquées à certaines sociétés *holding* françaises cotées, notamment celles évoquées dans la Note d'Information.

Nous partageons l'opinion selon laquelle l'estimation d'une décote de *holding* sur la base des conglomérats qui ne sont pas complètement comparables en termes de portefeuilles d'actifs puisse être contestée. Dans nos travaux, comme exposé précédemment en section 2.3.1, nous adoptons une approche différente consistant à retenir le cours de bourse de *Bolloré SE* comme unique valeur de référence du Groupe, excluant de ce fait toute estimation subjective de la décote de *holding*.

Certains actionnaires minoritaires considèrent également que, lors du retrait obligatoire de *Fimalac* en 2017, l'ANR a été retenu comme montant minimal pour ce retrait, qu'aucune décote de holding n'a été appliquée et que la référence au cours de bourse avait été écartée. Ils en déduisent alors que l'ANR du Groupe *Bolloré* devrait être considéré comme un plancher pour la présente Offre.

Dans le cas présent, nous procédons de la même façon que dans l'offre *Fimalac* : nous retenons la méthode de l'ANR pour évaluer la Société et nous écartons la référence à son cours de bourse, trop illiquide. En revanche, la situation d'un actionnaire de *SIF Artois* n'est pas directement comparable à celle d'un actionnaire de *Fimalac* en 2017. En effet, *SIF Artois* n'est pas directement actionnaire du portefeuille d'actifs (comme l'était en revanche *Fimalac*). La Société détient des actions directement et indirectement dans *Compagnie de l'Odet* et indirectement dans *Bolloré SE*, ce que les actionnaires minoritaires ne peuvent ignorer, étant donné les différences structurelles qui existent entre les cours de bourse de ces différentes sociétés.

Dès lors, sauf à privilégier les actionnaires de la Société, au détriment des actionnaires de *Compagnie de l'Odet* et de *Bolloré SE*, nous devons tenir compte des différences structurelles qui pèsent sur la valeur des actions de la Société.

- Tout d'abord, le patrimoine de la Société, investi en grande partie directement et indirectement en actions *Compagnie de l'Odet*, est comme on l'a rappelé peu liquide.
- Par ailleurs, si on considère que la Société n'a pas vocation à liquider son patrimoine, les dividendes qu'elle perçoit de ses actifs sont soumis à des frottement fiscaux.

Dès lors, si nous n'appliquons pas de décote de liquidité à la valeur des actions de la Société dans le cadre du retrait obligatoire, nous tenons compte :

- En bas de fourchette : d'une décote liée aux Frottements Fiscaux et d'une Décote de Détention Indirecte comme développé en section 5.2.3.
- En haut de fourchette : uniquement d'une décote liée aux Frottements Fiscaux.

Comme on l'a rappelé, ces décotes sont justifiées par le fait que la situation d'un actionnaire de la Société n'est pas celle d'un actionnaire de *Compagnie de l'Odet*, ni *a fortiori*, celle d'un actionnaire de *Bolloré SE*, ce que ne peuvent ignorer les investisseurs qui nous ont saisi.

7.4. Référence aux opérations récentes sur l'une des sociétés du Groupe

Les actionnaires minoritaires se réfèrent à l'OPAS lancée par *Bolloré* en 2023 et, ce faisant, considèrent que le prix de 5,75 € (auquel s'est rajouté un complément de prix de 0,25 €) proposé dans le cadre de cette offre doit être considéré comme une valeur plancher pour l'action *Bolloré SE*.

Nous notons que, dans le cadre de l'OPAS initiée par *Bolloré SE* sur ses propres actions en 2023, les travaux de l'expert indépendant visaient à estimer la juste valeur des actions de *Bolloré SE*, du point de vue de ses propres actionnaires. Dans le cadre des présentes Offres, nos travaux visent à estimer la juste valeur des actions des sociétés Cibles, du point de vue de leurs propres actionnaires.

Les actionnaires minoritaires se réfèrent également aux acquisitions récentes effectuées par *Bolloré SE* dans le cadre de son programme de rachat, qui font apparaître une limite de prix de 5,8 € au-dessus de laquelle *Bolloré SE* ne rachèterait pas ses propres actions et, ce faisant, considèrent que le prix maximum de 5,8 € constaté dans le cadre des transactions récentes réalisées par *Bolloré SE* sur ses propres actions doit être considéré comme une valeur plancher pour l'action *Bolloré SE*.

Or, nous considérons que la situation d'un actionnaire de *Bolloré SE* n'est pas comparable à celle d'un actionnaire de *Compagnie du Cambodge*, de *Financière Moncey* ou de *Société Industrielle et Financière de l'Artois* quant à l'intérêt économique et financier détenu dans les actifs composant le patrimoine de *Bolloré SE*.

Rappelons que d'un point de vue financier, la limite de 5,8 € peut s'interpréter comme le seuil à partir duquel la Société estime qu'il n'existe plus d'avantage économique à privilégier une utilisation de ses ressources financières pour l'acquisition de ses propres actions.

Par ailleurs, le prix de 5,75 € par action proposé par *Bolloré* dans le cadre de cette OPAS et la limite de 5,8 € constatée dans le cadre du programme de rachat mis en œuvre par *Bolloré SE* sont, par transparence, cohérents avec le cours de bourse CMPV 1 mois observé au 12 septembre 2024.

D'autre part, certains actionnaires minoritaires se réfèrent à l'acquisition d'actions *Bolloré SE* par *Compagnie de l'Odet* à 5,6 € par action en août 2024 et indiquent

que ce prix semblait intéressant pour *Compagnie de l'Odet* par rapport à la juste valeur du titre *Bolloré SE*, qui serait alors plus élevée.

Nous notons que cet achat s'inscrit dans la stratégie patrimoniale d'un actionnaire de long terme. L'écart de prix entre 5,6 € et 5,8 € est relativement faible, ce qui montre que *Compagnie de l'Odet* estime que ce prix est cohérent avec l'évaluation globale de l'entreprise, sans pour autant indiquer une sous-estimation importante de la valeur intrinsèque retenue à 5,8 €.

Enfin, certains actionnaires minoritaires se réfèrent au prix auquel *Sofibol* a acquis des actions de *Compagnie de l'Odet* entre les exercices 2023 et 2024 pour affirmer que le cours de 1 460 € par action ne reflète pas la juste-valeur des actions de *Compagnie de l'Odet*.

Notons tout d'abord que nous ne retenons pas le cours de bourse de l'action *Compagnie de l'Odet* comme valeur de référence pour évaluer les Sociétés Cibles. Par ailleurs, le cours de 1 460 € par action est en ligne avec le cours de bourse CMPV 1 mois observé sur l'action de *Compagnie de l'Odet* au 12 septembre 2024. L'acquisition de ces actions ne semble ainsi pas traduire une opinion de *Sofibol* sur la valeur de *Compagnie de l'Odet* radicalement différente de celle de son cours de bourse actuel.

7.5. Ajustement des cours des Sociétés Cibles après annonce de l'Offre

Certains actionnaires minoritaires soulignent que les cours de bourse des sociétés cibles de l'Offre et des Autres Offres se situent au-dessus du Prix d'Offre des branches en numéraire proposés par *Bolloré SE*. Ils en concluent donc que le marché estime que l'Offre et les Autres Offres sont insuffisantes.

Nous partageons le constat que les cours de bourse des Sociétés Cibles se sont ajustés à un niveau légèrement supérieur aux Prix d'Offre (écart d'environ 4% au 8 octobre 2024) à la suite de l'annonce des offres. Nous considérons que ces niveaux de cours pourraient refléter l'attrait des investisseurs pour les Parités d'Echange proposées dans le cadre des branches en titres de l'Offre et des Autres Offres, cet attrait pouvant s'expliquer par la neutralité fiscale d'une opération d'échange de titres et également par l'évolution du cours de bourse d'UMG.

7.6. Référence à l'actif net comptable

Certains actionnaires minoritaires rappellent que, dans le cadre d'une OPRO, la jurisprudence a posé le principe que le prix d'offre ne pouvait être inférieur à l'actif net comptable évalué.

Comme développé dans la section 5.1.1 nous nous sommes assurés que l'actif net comptable au 30 juin 2024 de la Société était effectivement inférieur au prix d'Offre. C'est également le cas pour les Autres Offres.

Comme on l'a rappelé plus haut l'Offre ne porte pas sur les actions *Bolloré SE* ou *Compagnie de l'Odet,* mais sur les actions *SIF Artois.* Pour les raisons détaillées dans la section 4.1.2, nous considérons que l'actif net comptable de *Compagnie de l'Odet* ou celui de *Bolloré SE* ne constituent pas des références pertinentes pour estimer la valeur des actifs détenus par la Société.

8. Conclusion sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre

8.1. Rappel du contexte d'intervention

Bolloré (le « **Groupe** ») est un groupe industriel diversifié coté sur le marché *Euronext* Paris (compartiment A) et contrôlé par la famille *Bolloré*.

Dans le cadre de la poursuite de la rationalisation et de la simplification de ses structures, le groupe *Bolloré* envisage plusieurs opérations de réorganisation capitalistique (les « **Opérations** ») :

- Le 10 juillet 2024, le Groupe a annoncé le projet de fusion absorption (i) de *Société des Chemins de Fer et Tramways du Var et du Gard* par *Compagnie du Cambodge*, et (ii) de *Compagnie des Tramways de Rouen* par *Financière Moncey* (les « **Fusions** ») précédé par la division du nominal par 100 de chacune des sociétés absorbantes.
- Le 12 septembre 2024, le Groupe a annoncé le projet d'Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire (OPR-RO) (l'« **Offre** ») initiée par *Bolloré SE* (l' « **Initiateur** ») sur les actions de *SIF Artois* (la « **Cible** » ou la « **Société** »). Cette opération prend la forme d'une offre publique alternative payable, soit en espèce, au prix de 9 300,0 € par action (le « **Prix d'Offre** »), soit en actions *Universal Music Group* (« ***UMG*** ») à raison de 407 actions *UMG* pour 1 action *SIF Artois* (la « **Parité d'Échange** »). Le même jour, le Groupe a annoncé conjointement deux projets d'OPR-RO initiés par *Bolloré SE* sur les actions de *Compagnie du Cambodge* et *Financière Moncey* (les « **Autres Offres**»).

Dans ce contexte, conformément à la réglementation boursière, le Conseil d'administration de la Société a désigné *Accuracy* le 12 septembre 2024 en qualité d'expert indépendant aux fins d'obtenir un avis sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre et, en particulier, du Prix d'Offre proposé aux Actionnaires Minoritaires en tant que prix d'indemnisation dans le contexte du retrait obligatoire. En l'absence de comité *ad hoc* constitué majoritairement d'administrateurs indépendants, la désignation de l'expert est intervenue après que l'AMF a confirmé, conformément aux dispositions de l'article 261-1-1 du règlement général de l'*AMF*, qu'elle n'exercerait pas son droit d'opposition.

Plus précisément, l'intervention d'*Accuracy* est requise au titre de trois dispositions de l'article 261-1 du règlement général de l'*AMF* :

(i) *« La société visée est déjà contrôlée au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce, avant le lancement de l'opération, par l'initiateur de l'offre » (alinéa I - 1°) ;*

(ii) *« Lorsqu'il existe une ou plusieurs opérations connexes à l'offre susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix ou la parité de l'offre publique considérée » (alinéa I – 4°) ;*

(iii) *« La société visée désigne également un expert indépendant préalablement à la mise en œuvre d'un retrait obligatoire » (alinéa II).*

8.2. Conclusions de nos travaux

Caractère équitable du Prix d'Offre

Dans la perspective de la mise en œuvre du Retrait Obligatoire, nous estimons que le prix d'indemnisation de 9 300,0 € qui sera versé aux Actionnaires Minoritaires résiduels de la Société est équitable d'un point de vue financier.

En effet, ce prix est légèrement supérieur au haut de fourchette de notre estimation de la Valeur Intrinsèque des actions de la Société.

A ce titre, nous considérons que le Prix d'Offre :

- intègre de manière satisfaisante la valeur du groupe *Bolloré*, telle qu'appréhendée au travers du cours de bourse de *Bolloré SE* (soit 5,8 € par action), référence nous apparaissant incontournable au regard (i) de la liquidité importante du marché du titre *Bolloré SE* (et de celui de ses principales participations cotées *Vivendi* et *UMG*) et (ii) de la lisibilité du patrimoine du Groupe qui peut être appréhendée au travers de références de valeur directement observables (cours de bourse et trésorerie nette),
- intègre de manière raisonnable le coût lié à la fiscalité sur les dividendes supporté à chaque strate du chemin de détention (estimé au travers de la Décote liée aux Frottements Fiscaux de 10%),
- n'intègre *a priori* pas le coût de la liquidité restreinte qui résulte du chemin de détention indirecte des titres *Bolloré SE* détenus *in fine* par *SIF Artois*,
- n'intègre pas non plus le coût de la liquidité très faible de l'action de la Société.

Analyse des opérations connexes

A la suite des diligences que nous avons réalisées, nous n'avons identifié aucun élément nous conduisant à penser que les opérations connexes à l'Offre sont susceptibles d'avoir affecté les conditions financières de l'Offre.

Notamment, ni les Fusions, ni les Opérations Connexes, ne sont susceptibles d'avoir introduit une rupture d'équité entre (i) les actionnaires de la société absorbée, *Société des Chemins de Fer et Tramways du Var et du Gard*, et les

actionnaires de la Société d'une part et (ii) les actionnaires de la Société et ceux des sociétés cibles des Autres Offres d'autre part.

Intérêt pour les Actionnaires Minoritaires d'opter pour la Parité d'Échange

La Parité d'Échange de 407 actions *UMG* pour 1 action *SIF Artois* extériorise une contre-valeur de 9 267,39 €[16], soit une décote de -0,35% par rapport au Prix d'Offre à la date d'annonce de l'Offre.

L'Actionnaire Minoritaire optant pour la Parité d'Échange se verra donc appliquer une légère décote par rapport au Prix d'Offre tout en bénéficiant d'un actif offrant une liquidité satisfaisante ; la décote (ou, selon d'évolution à la hausse du cours de bourse d'*UMG*, la prime[17]) reste toutefois fluctuante. D'un point de vue financier, les actionnaires de la Cible peuvent décider de conserver leurs titres *UMG,* s'ils considèrent que le titre *UMG* bénéficie d'un potentiel de rebond à la suite de la baisse de cours intervenue à l'occasion des résultats du S1 2024, et s'ils sont en mesure de reporter sur le titre UMG, en neutralité fiscale, leur investissement dans *SIF Artois*.

En conclusion, nous confirmons le caractère équitable des conditions financières de l'Offre, en ce compris dans la perspective de la mise en œuvre du Retrait Obligatoire, pour les Actionnaires Minoritaires de *Société Industrielle et Financière de l'Artois*.

Paris, le 10 octobre 2024,

Pour *Accuracy*,

Henri Philippe	Guillaume Charton	Mathilde de Montigny
Associé	Directeur	Directeur

[16] *sur la base d'un CMPV 20 Jours de UMG de 22,77 € par action au 11 septembre 2024 (soit le dernier jour de cotation avant l'annonce de l'Offre du 12 septembre 2024), coupon détaché.*

[17] Prime de 3,9% sur la base d'un cours UMG de 23,73 € par action au 8 octobre 2024.

Annexes

Annexe 1. Lettre de mission

DocuSign Envelope ID: D06BBB2D-5477-4646-8C3D-3C1701FE77F3

Accuracy

Bolloré SE

Lettre de mission

Expertise indépendante dans le cadre des projets
d'offres publiques de retrait suivies d'un retrait obligatoire
sur les actions de Compagnie du Cambodge, Financière Moncey
et Société Industrielle et Financière de l'Artois

9 juillet 2024

DS HP DS CB DS CB

Transactions
Disputes
Crises
Decisions

DocuSign Envelope ID: D06BB82D-5477-4646-8C3D-3C1701FE77F3

LETTRE DE MISSION

Monsieur Cédric de Bailliencourt
Bolloré SE
Tour Bolloré
31-32 quai de Dion-Bouton
92811 – Puteaux Cedex

Fait à Paris, le 9 juillet 2024

Confidentiel

Cher Monsieur,

Faisant suite à nos échanges, la présente lettre a pour objet de vous confirmer nos accords relatifs à la réalisation de travaux d'évaluation financière et la rédaction subséquente de trois attestations d'équité pour le compte de trois de ses filiales (les « **Sociétés** »), Compagnie du Cambodge, Financière Moncey et Société Industrielle et Financière de l'Artois (ci-après les « **Services** »).

L'Annexe A ci-jointe reprenant les conditions de la mission fait partie intégrante desdits accords.

Bolloré SE (ci-après désigné « **Bolloré** » ou le « **Client** »), les Sociétés et Accuracy seront désignés conjointement comme les « **Parties** ».

Contexte et objet de la mission

Le Groupe Bolloré est un groupe industriel diversifié contrôlé par Monsieur Vincent Bolloré, Bolloré SE étant cotée sur le marché Euronext Paris (compartiment A). Bolloré détient, directement et indirectement, plus de 90 % du capital et des droits de vote de chacune des Sociétés.

Dans le cadre de la poursuite de la rationalisation et de la simplification de ses structures, le Groupe Bolloré envisage de procéder à des opérations de fusion absorption (i) de Société des Chemins de Fer et Tramways du Var et du Gard par Compagnie du Cambodge, et (ii) de Compagnie des Tramways de Rouen par Financière Moncey.

A l'issue de ces opérations, nous comprenons que Bolloré détiendrait toujours, directement et indirectement, plus de 90 % du capital et des droits de vote de chacune des Sociétés.

Nous comprenons que le Groupe Bolloré envisage, dans un second temps, le dépôt de trois offres publiques de retrait suivies de retraits obligatoires (ou OPR-RO), conformément à l'article 236-3 du règlement général de l'AMF, par Bolloré (l'« **Initiateur** ») sur Compagnie du Cambodge, Financière Moncey et Société Industrielle et Financière de l'Artois (les « **Offres** »). L'Initiateur étudie dans ce cadre la possibilité, sous certaines conditions, d'assortir chacune des Offres d'une branche alternative rémunérée en titres Universal Music Group (« **UMG** ») qui seront détenus par Bolloré.

C'est dans ce contexte que vous nous avez sollicités afin qu'Accuracy intervienne en qualité d'expert indépendant aux fins de délivrer une attestation sur le caractère équitable des conditions financières des Offres.

Il est précisé que l'AMF a fait connaître le 1er juillet 2024 sa décision de non-opposition à notre désignation en qualité d'expert indépendant dans le cadre des Offres, conformément à l'article 261-1-1 de son règlement général, et que la conclusion de la présente lettre de mission devra faire l'objet d'une

DS HP DS CB DS CB

DocuSign Envelope ID: D06BB82D-5477-4646-8C3D-3C1701FE77F3

ratification par le Conseil de surveillance de Compagnie du Cambodge et par les Conseils d'administration de Financière Moncey et de Société Industrielle et Financière de l'Artois, conformément à la réglementation applicable.

L'Annexe B ci-jointe présente le programme de travail prévisionnel détaillé tel que nous l'envisageons à ce stade de notre connaissance du dossier.

Fondements réglementaires

Les Sociétés sont tenues de désigner un expert indépendant dans la mesure où les Offres sont susceptibles de générer des conflits d'intérêts au sein de leur conseil d'administration respectif (article 261-1 I du règlement général de l'AMF), notamment car :

- Les Sociétés sont déjà contrôlées au sens de l'article L.233-3 du Code de commerce par l'Initiateur avant le lancement de chacune des Offres (article 261-1 I, 1° du règlement général de l'AMF).
- Les opérations de fusion-absorption décrites ci-avant et chaque Offre eu égard aux autres Offres sont susceptibles d'être qualifiées d'opérations connexes aux Offres susceptibles d'avoir un impact significatif sur les Offres (article 261-1 I, 4° du règlement général de l'AMF).

Enfin, l'Initiateur a indiqué son intention de procéder à un retrait obligatoire des Sociétés, si les résultats des Offres le permettent, ce qui rend également obligatoire la désignation d'un expert indépendant (article 261-1 II du règlement général de l'AMF).

Nous comprenons qu'il s'agit des seules motivations identifiées à ce jour pour la nomination d'un expert indépendant dans le contexte des Offres. En particulier, vous n'avez pas identifié d'autres catégories de titres que les actions qui seraient concernées par les Offres.

Dans ce contexte, les travaux de l'expert indépendant auront plusieurs objectifs :

- s'assurer que les conflits d'intérêts éventuels n'ont pas biaisé les conditions financières des Offres,
- se prononcer sur le caractère équitable du prix des Offres comme prix d'indemnisation des actionnaires minoritaires de la Société dans le cadre du retrait obligatoire,
- se prononcer sur l'intérêt financier des Offres pour les actionnaires minoritaires de chacune des Sociétés.

Déclaration d'indépendance

En conformité avec l'alinéa II de l'article 261-4 du règlement général de l'*AMF* (titre VI relatif à l'expertise indépendante), *Accuracy* atteste « *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 lors de l'exercice de sa mission* ».

A ce titre, Accuracy confirme qu'au cours des 18 derniers mois, elle n'a effectué aucune mission pour l'une quelconque des Sociétés ou plus généralement les sociétés du Groupe Bolloré qui soit susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement lors de l'exercice de sa mission.

Sur cette période, Accuracy a réalisé certaines missions pour le compte d'entités du Groupe Bolloré, en ce compris des participations et leurs filiales (plus spécifiquement, Vivendi, Havas et le groupe Canal+). Les honoraires relatifs à ces missions représentent moins de 1% du chiffre d'affaires d'Accuracy sur la période.

Accuracy n'a réalisé aucune mission d'évaluation du Groupe Bolloré au cours de cette période.

Cette déclaration d'indépendance concerne également M. Bruno Husson, associé honoraire d'*Accuracy*, en charge du contrôle qualité.

Produit fini

Nos travaux vous seront restitués sous la forme de rapports en français détaillant notre opinion sur l'équité des conditions financières de chacune des Offres envisagées.

DS HP DS CB DS CB

DocuSign Envelope ID: D06BB82D-5477-4646-8C3D-3C1701FE77F3

Ces rapports d'expertise seront conformes à l'instruction n°DOC-2006-08 du 25 juillet 2006 de l'AMF relative à l'expertise indépendante telle que modifiée le 10 février 2020 ainsi qu'à la recommandation n°DOC-2006-15 du 28 septembre 2006 de l'AMF telle que modifiée le 10 février 2020 sur l'expertise financière indépendante, et comprendra notamment les éléments suivants :

- une présentation synthétique d'*Accuracy*,
- la liste des missions d'expertise effectuées par le cabinet au cours des vingt-quatre derniers mois,
- un rappel du contexte des Offres, une analyse des motifs ayant requis l'intervention d'un expert indépendant et des implications éventuelles sur les contours de notre mission,
- la déclaration d'indépendance mentionnée au II de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF,
- la rémunération perçue dans le cadre de notre mission,
- une description détaillée des diligences mises en œuvre pour accomplir notre mission, dont notamment le programme de travail détaillé, le calendrier de l'étude, la liste des personnes rencontrées, les sources d'information utilisées et le personnel associé à sa réalisation,
- notre propre estimation de la valeur des actions ordinaires de chacune des Sociétés, en *stand alone*, c'est-à-dire en dehors de tout effet attendu du rapprochement potentiel avec l'Initiateur, selon une approche multicritères,
- une analyse des synergies éventuelles (positives et négatives) anticipées du rapprochement des Sociétés avec l'Initiateur,
- une analyse des fusions-absorptions décrites plus haut et de chaque Offre, en tant qu'opérations pouvant être constitutives d'opérations connexes aux Offres,
- une analyse critique des travaux d'évaluation effectués par le ou les conseils de l'Initiateur dont la ou les banques présentatrices,
- le cas échéant, notre analyse et appréciation des observations écrites effectuées par les actionnaires de chacune des Sociétés et nos réponses à ces observations,
- notre conclusion sur le caractère équitable des conditions financières des Offres, au regard des motifs ayant requis l'intervention d'un expert indépendant,
- une description de la mission, du rôle et des diligences effectuées par la personne en charge du contrôle qualité de nos rapports d'expertise.

Ces rapports vous seront présentés au stade de projet pour être discutés et finalisés à la suite de vos commentaires. Ils seront ensuite présentés au Conseil d'administration ou de surveillance de chacune des Sociétés et pourront être rendus publics dans les notes en réponse relatives aux Offres conformément au règlement général de l'AMF.

Le contrôle qualité de nos travaux sera réalisé par M. Bruno Husson, associé honoraire d'Accuracy.

M. Husson n'est plus salarié d'Accuracy. Il sera rémunéré sur la base du temps passé pour ses diligences dans le cadre d'une facturation ponctuelle. Il pourra faire appel autant que de besoin à d'autres consultants d'Accuracy dans le cadre de sa mission de contrôle, en particulier si la complexité des modèles d'évaluation mis en œuvre dans le cadre de la mission le nécessite.

Le contrôle qualité interviendra en plusieurs temps :

- entretiens au démarrage de la mission portant sur le contexte et les caractéristiques des Offres, afin de délimiter les difficultés et zones de risques éventuelles,
- relecture critique du rapport pouvant conduire à modifier ou approfondir certaines analyses.

Les modèles d'évaluation mis en œuvre dans le cadre de la mission (modèle DCF en particulier) feront également l'objet d'une revue analytique par un consultant qui n'a pas participé à la mission.

Calendrier

Conformément à l'article 262-1 du règlement général de l'AMF, notre mission d'expertise indépendante requiert un délai suffisant pour formuler notre opinion, délai qui ne peut être inférieur à vingt jours de négociation.

À ce stade, nous comprenons que les Offres devraient intervenir au cours du 4e trimestre 2024. Sous réserve de l'obtention de l'ensemble des informations nécessaires, nos travaux pourraient débuter dès à présent, afin de vous faire part dans les meilleurs délais de notre opinion sur les prix d'Offres envisagés.

DS HP DS CB DS CB

DocuSign Envelope ID: D06BB82D-5477-4646-8C3D-3C1701FE77F3

Nos projets de rapports sont ensuite finalisés à la suite de vos commentaires et nous ferons nos meilleurs efforts afin que les versions définitives soient disponibles quelques jours avant les Conseils d'Administration ou de Surveillance des Sociétés devant rendre leur avis motivé sur chacune des Offres (date non encore connue à ce jour).

Limites de notre intervention

Nous attirons votre attention sur le fait que nos travaux seront fondés sur les informations communiquées par le Groupe Bolloré et les Sociétés (états financiers historiques, budgets et prévisions) et ce sans vérification de ces informations de notre part.

Équipe et moyens matériels

Henri Philippe, Associé de notre société en charge de l'activité évaluations et attestations d'équité, supervisera la réalisation de l'ensemble de la mission. Il sera assisté par Mathilde de Montigny et Guillaume Charton, *Directors*, ainsi que par une équipe de consultants spécialisés dans ce type de mission.

À titre indicatif, et compte tenu de notre connaissance actuelle du dossier et du calendrier fixé pour la réalisation de notre mission, nous anticipons une répartition des heures de travail comme présentée dans le tableau suivant.

Répartition estimée des heures de travail

	semaine 1	semaine 2	semaine 3	semaine 4	Total
Partner / Director	20	20	20	20	80
Manager	40	40	40	40	160
Associate	80	80	80	80	320
Analyst	160	160	160	120	600
Total	**300**	**300**	**300**	**260**	**1160**
dont revue qualité	*12*	*12*	*12*	*12*	*48*

A cet égard, les patrimoines des trois Sociétés se recouvrent très largement, ce qui implique qu'une grande partie des travaux d'évaluation réalisés sur l'une des Sociétés pourront être réutilisés pour les deux autres. Dans ce contexte, nous confirmons que la présence de trois Offres, n'entraîne pas un surcroit de travail tel qu'il soit susceptible d'affecter la qualité et la profondeur des travaux qui seront réalisés dans le calendrier envisagé.

Un CV résumé des différents intervenants sur la mission est présenté en annexe.

En outre, Accuracy confirme disposer des moyens matériels nécessaires pour mener à bien une telle mission d'expertise indépendante. En particulier, Accuracy dispose :

- d'un accès aux bases de données financières suivantes : *S&P Capital IQ*, *Bloomberg*, *Thomson Reuters*.
- d'un accès à des bases de données d'études académiques.

Honoraires

Sous réserve de l'article 7 des Conditions de la mission d'Accuracy figurant en Annexe A, notre rémunération prendra la forme d'honoraires forfaitaires d'un montant de 300 000 (trois cent mille) euros se répartissant à parts égales sur les trois Sociétés (soit 100 000 euros par Société). Les honoraires susmentionnés sont hors taxes, frais et débours divers (lesquels s'élèvent à six pour cent de nos honoraires hors taxes).

DS HP DS CB DS CB

Ces honoraires et les frais associés seront payables à la remise de nos attestations d'équité finales à chacune des Sociétés.

Ces honoraires prennent en compte le coût de la revue qualité.

Le montant d'honoraires a été établi sur la base du temps requis par les diligences nécessaires à la conduite de ce type de mission et la rédaction d'un rapport dans les délais susmentionnés.

Dans l'hypothèse où la mission d'Accuracy se prolongerait au-delà du calendrier susmentionné et/ou dans le cas où une modification significative des principales caractéristiques des Offres conduirait Accuracy à réaliser des travaux complémentaires (par exemple, dans le cas où d'autres catégories de titres seraient visées par les Offres), les Parties conviennent de fixer d'un commun accord un budget additionnel d'honoraires. Ce budget sera fondé sur la base du temps passé au taux horaire habituellement pratiqué chez Accuracy dans ce type de mission en fonction de la séniorité des personnes concernées.

Sur la base de l'équipe mentionnée plus haut, nous estimons le coût hebdomadaire d'une semaine additionnelle à 35 000 euros, hors taxes et frais.

Conflit d'intérêts

En acceptant les termes de la présente lettre, vous reconnaissez nous avoir demandé expressément de fournir les prestations qui y sont décrites et vous renoncez par avance à toute réclamation fondée sur des allégations de conflit d'intérêts en relation avec ces prestations. Nous nous réservons le droit de mettre fin à tout moment à notre mission dans le cas où nous jugerions que certaines circonstances ne nous permettent pas de poursuivre nos travaux de manière objective.

Intégralité de l'accord

Les Services seront fournis en vertu des dispositions de la présente lettre et de l'annexe A ci-jointe qui fait partie intégrante de la lettre de mission. Cette lettre ainsi que son annexe décrivent l'intégralité de nos accords relatifs aux Services. Elles remplacent et annulent toutes propositions, correspondances et accords antérieurs, qu'ils soient écrits ou oraux, entre les Parties. Les accords entre le Client et Accuracy contenus dans la présente lettre et son annexe ci-jointe demeureront applicables après la réalisation ou la résiliation de la présente mission. Dans le cas d'un conflit entre les dispositions de la présente lettre et l'une quelconque des dispositions figurant en annexe A ("les conditions de la mission"), les dispositions de l'annexe A prévaudront.

Valeur relative de la lettre de mission

Chaque Partie reconnaît qu'elle souscrit à la présente lettre de mission sur la base des accords et déclarations contenus aux présentes et à ses propres fins et non pour le bénéfice d'un tiers quelconque n'étant pas expressément identifié aux présentes.

Incessibilité

Chaque Partie à la présente lettre s'interdit de céder, transférer ou vendre, directement ou indirectement, à un tiers quelconque, toutes créances, qu'elle pourrait avoir à l'encontre de l'autre partie, découlant de la présente lettre de mission.

Intuitu personae

La présente lettre de mission est conclue *intuitu personae*. Aucune des Parties n'est autorisée à céder ou sous-traiter tout ou partie des obligations qui lui incombent au titre de la présente lettre de mission sans l'accord exprès et préalable de l'autre Partie.

DS HP DS CB DS CB

Droit applicable

Les Parties entendent que d'éventuels désaccords ou litiges qui viendraient à les diviser quant à la validité, l'application ou l'interprétation de la présente lettre de mission, soient résolus conformément aux dispositions de droit français.

Litiges

Les Parties conviennent de soumettre tout différend qui ne serait pas réglé à l'amiable entre elles à la compétence exclusive du Tribunal de Commerce de Paris, même en cas d'appel en garantie ou de pluralité de défendeurs. Cette attribution de compétence s'applique également en matière de référé.

Nous vous remercions de nous confirmer votre accord sur ce qui précède en nous retournant un des deux exemplaires signés de la présente lettre.

Nous sommes honorés de votre confiance et vous assurons de notre volonté de tout mettre en œuvre pour continuer à la mériter.

Veuillez croire, cher Monsieur, à l'expression de nos sentiments distingués,

Accuracy

DocuSigned by:
henri philippe
B3F3359509CA41A

Henri PHILIPPE
Associé

Lu et approuvé à la date de la présente lettre :

Bolloré SE

DocuSigned by:
Cédric de Bailliencourt
619B0802838491

Cédric de Bailliencourt
Vice-Président

Compagnie du Cambodge

DocuSigned by:
Cyrille Bolloré
AE5277EF0CDC43D

Cyrille Bolloré
Président du Directoire

Financière Moncey

DocuSigned by:
Cédric de Bailliencourt
619B6080283B491

Cédric de Bailliencourt
Président Directeur Général

Société Industrielle et Financière de l'Artois

DocuSigned by:
Cédric de Bailliencourt
619B6080283B491

Cédric de Bailliencourt
Président Directeur Général

DS HP DS CB DS CB

ANNEXE A
CONDITIONS DE LA MISSION D'ACCURACY

Les termes en majuscules utilisés aux présentes et qui ne sont pas définis autrement auront la même signification que celle qui leur est donnée dans la lettre de mission (ci-après désignée, la "Lettre de Mission"). Le terme "ACCURACY" lorsqu'il est utilisé aux présentes désignera, suivant le contexte, Accuracy ou toute autre société membre du groupe Accuracy fournissant des Services en vertu des présentes. S'il existe un conflit entre les présentes conditions et les dispositions de la Lettre de Mission, les conditions de la présente Annexe A prévaudront.

ARTICLE 1. PERIMETRE DE LA MISSION

ACCURACY sera uniquement tenu de fournir les travaux et prestations spécifiés dans la Lettre de Mission, ou tels qu'ils pourront être modifiés pendant la durée de la mission avec l'accord ou à la demande du Client. Au terme de la mission, le Client devra reconnaître que la responsabilité de l'étendue des travaux mis en œuvre lui incombe.

ARTICLE 2. CONFIDENTIALITE

(a) En ce qui concerne la Lettre de Mission ainsi que toute information reçue par ACCURACY désignée comme confidentielle par la partie qui fournit l'information pendant la durée des services stipulés en vertu des présentes, ACCURACY convient de : (i) protéger les informations confidentielles dans des conditions raisonnables et appropriées et conformément à toutes normes professionnelles applicables ; (ii) utiliser les informations confidentielles uniquement aux fins d'exécuter ses obligations en vertu de la présente Lettre de Mission ; et (iii) reproduire uniquement les informations confidentielles qui sont nécessaires pour l'exécution de ses obligations en vertu de la Lettre de Mission. Le Client ne sera pas autorisé à utiliser ni à associer le nom de ACCURACY à tous travaux ou produits de travaux créés en relation avec cette mission dans le cadre de toute communication écrite ou orale faite à un tiers sans l'accord de ACCURACY. En outre, le Client convient de préserver le caractère strictement confidentiel de la Lettre de Mission ainsi de toutes ses Annexes. Cette disposition demeurera applicable après l'accomplissement ou la résiliation de la mission.

(b) Le présent paragraphe ne sera pas applicable à toutes informations qui sont (a) tombées dans le domaine public, (b) déjà légalement connues de ACCURACY, (c) divulguées par le Client sans être soumis à aucune restriction, ou (d) qui sont créées de manière autonome par ACCURACY. Des informations confidentielles pourront être communiquées en vertu d'une décision ordonnant une telle communication sous peine d'amende ou dans le cadre de toute autre procédure judiciaire ou administrative valable dans la stricte mesure nécessaire pour se conformer à ladite procédure mais uniquement après que la partie concernée par la procédure ait préalablement fait parvenir à la partie en faisant communication, (i) une notification à cet effet en lui permettant ainsi d'avoir l'opportunité de faire annuler, modifier ou de contester d'une quelconque autre manière la procédure concernée, et (ii) de participer aux efforts de défense de la partie qui a fourni l'information, aux frais de cette dernière. Sous réserve de ce qui précède, ACCURACY pourra divulguer des informations confidentielles du Client aux sous-traitants et sociétés affiliées de ACCURACY (étant précisé que toute divulgation à des sous-traitants devra faire l'objet d'une information et autorisation préalable écrite de la part du Client).

(c) Toutes informations confidentielles mises à la disposition de ACCURACY (qu'elles aient été mises à notre disposition par le Client ou autres) y compris les copies de ces informations, devront être détruites ou restituées au Client si ce dernier en fait la demande. Néanmoins, ACCURACY pourra conserver des copies des informations confidentielles à des fins d'archivage ou de revue de la qualité, sous réserve que ces copies soient soumises aux dispositions du présent Contrat.

DS HP DS CB DS CB

(d) En tout état de cause, ACCURACY se réserve le droit d'utiliser les idées, les concepts, les techniques, les données industrielles et le savoir-faire utilisés ou développés au cours de la présente mission.

(e) Les Parties reconnaissent que certains documents et autres communications impliquant et/ou divulgués à ou par ACCURACY pourront être soumis à une ou plusieurs demandes de respect du secret professionnel faites par le Client ou pour son compte (notamment, le secret professionnel de l'avocat du client). Bien que le Client soit seul responsable de la gestion de la reconnaissance, de la mise en place et du maintien (par exemple, l'exercice d'une éventuelle renonciation) de ces protections éventuelles (et de faire intervenir un conseil juridique s'il le juge approprié), ACCURACY devra respecter les instructions raisonnables et écrites du Client à ce titre.

(f) La présente Section prendra effet à la date à laquelle les informations confidentielles sont mises à la disposition de ACCURACY pour la première fois en vertu des présentes et cessera d'être applicable trois (3) ans à compter de la date de remise du dernier rapport établi par ACCURACY au titre des présentes sauf clause contraire stipulée aux présentes.

(g) Nonobstant ce qui précède, ACCURACY pourra faire état de sa collaboration avec le Client et en utiliser la marque et le nom dans tout document commercial qu'elle émettra, sans pour autant mentionner le type de services rendus. À ce titre, ACCURACY s'engage au respect total du graphisme et des couleurs du logo du Client.

ARTICLE 3. ACCÈS AUX MOYENS, CONSENTEMENT/COOPÉRATION, PERSONNEL

(a) Le Client reconnaît que la présente mission impliquera de temps à autre des analyses, des appréciations et autres travaux dans un contexte dans lequel la participation du Client ou d'autres personnes est nécessaire dans la mesure où les réponses sont souvent incertaines ou non vérifiables à l'avance et les faits et informations disponibles évoluent avec le temps.

(b) Tous calendriers et conventions d'honoraires stipulés dans la Lettre de Mission seront applicables sous réserve que ACCURACY obtienne de la part du Client et de toutes autres personnes tous les accès et la coopération nécessaire. Le Client sera tenu seul responsable de s'assurer que ACCURACY obtienne en temps utile et d'une manière appropriée toutes les informations concernant les Services en vertu des présentes y compris, le cas échéant, et sans caractère limitatif, les moyens humains, fiscaux, financiers, les systèmes d'informations, les dossiers d'exploitation et tous autres dossiers, ainsi que tout espace matériel nécessaire (ci-après désignés les « **Accès Nécessaires** ») afin d'être en mesure de réaliser lesdits Services dans les conditions qui sont généralement requises pour ce type de mission. Le Client sera également tenu seul responsable de s'assurer que ACCURACY obtienne une assistance rapide et appropriée du personnel du Client ou de toute autre personne lorsque cette assistance est nécessaire (désignés dans son ensemble la « **Coopération** »).

(c) Le Client exonère par les présentes ACCURACY et son personnel de toutes responsabilités, frais, dommages-intérêts et dépenses concernant les services réalisés par ACCURACY en vertu de la présente lettre résultant de ou imputables au défaut d'obtention/de fourniture de tous les Accès Nécessaires par le Client ainsi qu'au manque de Coopération en temps utile de ce dernier.

(d) ACCURACY se réserve le droit de déterminer au sein de son personnel les personnes qui seront affectées à la réalisation des travaux en vertu des présentes et de remplacer ou réaffecter ce personnel au cours de la durée des présentes. Toutefois, ACCURACY tentera de satisfaire la demande du Client relativement au choix de personnes déterminées sous réserve des impératifs d'organisation du personnel et de respect des calendriers.

ARTICLE 4. INFORMATIONS

DS HP DS CB DS CB

(a) ACCURACY sera en droit de se fonder sur l'exhaustivité et l'exactitude de toutes les informations qui lui seront remises ainsi que sur leur sincérité. Toutefois, ACCURACY convient d'informer le Client si au cours de la mission, l'équipe de mission de ACCURACY constate que l'une quelconque de ces informations est de manière significative fausse, susceptible d'induire en erreur, incomplète ou inexacte.

(b) Le Client s'engage à tenir ACCURACY informé de tout changement substantiel dont il aurait connaissance ou de toute autre information concernant l'Offre susceptible d'avoir une incidence sur le contenu de nos travaux.

(c) Le Client exonère par les présentes ACCURACY et son personnel de toutes responsabilités, frais, dommages-intérêts et dépenses concernant les services de ACCURACY en vertu de la présente lettre et résultant de ou imputables à toutes informations incomplètes ou inexactes remises directement ou indirectement à ACCURACY par le Client ou par toute autre personne. En raison des déclarations importantes faites par la direction du Client, le Client libère, indemnise, défend et tient indemne par les présentes ACCURACY et son personnel contre toutes réclamations, responsabilités, frais et dépenses résultant directement et principalement de déclarations fausses faites par la direction du Client.

ARTICLE 5. PRODUITS DES TRAVAUX

Les produits des travaux de ACCURACY, qu'ils soient oraux ou écrits, remis au Client par ACCURACY devront être utilisés conformément à l'objet de la présente Lettre de Mission. Nul ne pourra se fonder sur un quelconque document de travail qui aurait été fourni par ACCURACY à l'état de projet, ni sur des commentaires oraux effectués lors de discussions informelles : en tout état de cause seuls prévaudront les éléments contenus dans le rapport définitif de ACCURACY.

Le Client ne devra en aucun cas faire circuler, citer, faire référence à ou distribuer à toute autre partie ou utiliser à toute autre fin les produits des travaux de ACCURACY, qu'ils soient oraux ou écrits, que ce soit en totalité ou en partie, sans l'accord préalable par écrit de ACCURACY ; toutefois, le Client pourra fournir des copies des produits des travaux écrits de ACCURACY aux bénéficiaires, à l'administration fiscale et sociale, ainsi qu'à ses représentants légaux et ses conseils juridiques, financiers, fiscaux et comptables uniquement à des fins d'information en relation avec l'Offre, sous réserve que les conseils concernés conviennent de préserver la confidentialité des produits des travaux.

Dans le cas où le Client aurait notification d'une décision ordonnant la production des produits des travaux de ACCURACY sous peine d'amende ou de toute autre action judiciaire ou administrative dûment intentée visant à une telle communication, le Client devra rapidement en informer ACCURACY et permettre ainsi à ACCURACY d'organiser sa défense.

ARTICLE 6. CHARGE DES RISQUES PROFESSIONNELS

(a) Le Client sera tenu seul responsable de déterminer si les procédures dont le Client a demandé la réalisation sont suffisantes par rapport aux fins recherchées par le Client. Par conséquent, ACCURACY ne fait aucune déclaration concernant l'adéquation de ces procédures aux objectifs du Client.

(b) La direction du Client fera son affaire personnelle d'apprécier de manière avisée et indépendante les Services et les produits des travaux fournis par ACCURACY, et notamment les conclusions ou recommandations qui pourraient en découler. Le Client déterminera les mesures ultérieures à prendre en ce qui concerne toutes questions relatives à l'un quelconque des Services, rapports ou autres produits des travaux ou prestations à réaliser pour le Client.

(c) Dans le cadre des travaux mis en œuvre au titre de la présente Lettre de Mission, ACCURACY s'engage à développer ses meilleurs efforts et à respecter les règles de l'art en vigueur dans la profession. En tout état de cause, la responsabilité de ACCURACY est limitée à une obligation de moyens et ne saurait en aucun cas être assimilée à une obligation de résultat. Sauf en cas de faute lourde ou intentionnelle avérée de ACCURACY, ACCURACY décline toute responsabilité au titre de la présente mission. En aucun cas, ACCURACY ne sera tenu responsable de toute perte,

DS HP DS CB DS CB

dommage indirect, manque à gagner ou perte d'opportunité. Les dispositions continueront à être applicables après la fin de la présente Lettre de Mission et au cours de tout litige intervenant entre les Parties.

ARTICLE 7. RÉSILIATION

Le Client pourra résilier la présente mission moyennant notification écrite adressée à ACCURACY. Dès que la résiliation sera intervenue, le Client sera tenu d'acquitter tous honoraires dus au titre des services rendus ainsi que les frais encourus par ACCURACY en relation avec la présente mission avant ou en relation avec ladite résiliation.

ARTICLE 8. AUTRES RELATIONS

Le Client convient que ACCURACY se réserve le droit, en totalité ou en partie, de refuser de réaliser certaines tâches ou d'émettre son rapport si des informations viennent à sa connaissance qui indiquent que la réalisation de ces tâches conduirait ACCURACY à être en violation avec des lois, règlements ou normes applicables ou le placerait dans une situation de conflit d'intérêts ou lui causerait un préjudice moral ou l'empêcherait de réaliser les tâches de manière indépendante. Si ACCURACY n'est pas en mesure ou ne souhaite pas réaliser l'une quelconque des prestations de services qui lui ont été confiées par le Client, ACCURACY le notifiera promptement au Client afin que ce dernier puisse trouver une autre solution.

ARTICLE 9. DIVERS

(a) La présente lettre y compris ses parties constituantes ainsi que les droits et obligations respectifs des Parties et tous les litiges qui pourront découler de ou être en relation avec la présente Lettre de Mission ou son objet, seront régis et interprétés conformément aux lois françaises. En conséquence, seules les juridictions françaises peuvent être compétentes pour trancher tout différend résultant de la mise en œuvre de la mission.

(b) La Lettre de Mission, y compris les annexes ainsi que tout autre document joint, constituent l'intégralité des accords entre les Parties concernant son objet tel qu'exposé aux présentes, annule et remplace tous accords et communications antérieurs relatifs audit objet, et ne pourront être modifiés ou changés sauf accord écrit et réciproque des deux Parties. Si l'une quelconque des dispositions des présentes est déclarée nulle et non susceptible d'exécution forcée, cela n'affectera pas les autres dispositions des présentes, qui demeureront en vigueur comme si la disposition ainsi affectée n'avait jamais été incorporée aux présentes.

DS HP DS CB DS CB

DocuSign Envelope ID: D06BB82D-5477-4646-8C3D-3C1701FE77F3

ANNEXE B
PROGRAMME DE TRAVAIL PRÉVISIONNEL DÉTAILLÉ POUR CHAQUE OFFRE

- analyse du contexte de l'Offre, notamment de la vie boursière de l'action sur la période récente et de la liquidité du marché du titre, ainsi que du niveau de suivi par les analystes financiers
- analyse des accords conclus par la Société, ses représentants, ses actionnaires ou ses bailleurs de fonds dans le cadre de l'Offre
- analyse de la performance financière historique de la Société et d'un échantillon de sociétés cotées comparables à partir de documents de référence ou rapports annuels de la période récente
- analyse de la performance prévisionnelle de la Société fondée sur le jeu de prévisions élaboré par le management de la Société
- entretien avec le management de la Société (présentation de la Société, de son historique, de son potentiel de développement propre, de son positionnement concurrentiel actuel et futur, de sa situation financière etc.)
- entretien avec des représentants de la ou des banques présentatrices de l'Offre et des membres du Concert à l'initiative de l'Offre
- examen critique des références d'évaluation représentées par les cours boursiers des actions et le cas échéant des prix cibles (*target price*) des analystes financiers
- évaluation des actions de la Société dans le cadre d'une approche multicritères comprenant notamment la mise en œuvre de la méthode des flux disponibles actualisés (ou méthode DCF pour *Discounted Cash Flows*) et des deux méthodes alternatives relevant d'une démarche analogique (méthode des comparaisons boursières et méthode des transactions comparables)
- dans le cadre de la mise en œuvre de ces deux approches, examen approfondi des éléments d'actif et de passif non financiers ajoutés ou déduits de la valeur estimée du portefeuille d'activités (ou valeur d'entreprise) pour obtenir la valeur des capitaux propres
- dans le cadre de la méthode DCF, examen attentif des modalités de calcul de la valeur terminale et à la détermination du taux d'actualisation
- dans le cadre de la méthode des comparaisons boursières, identification du sens et de l'importance des biais induits par les inévitables différences existant entre la Société et les sociétés « comparables » dans leur ensemble et au sein même de l'échantillon de référence entre les sociétés comparables elles-mêmes
- analyse des transactions récentes portant sur le capital de sociétés exerçant des activités proches de celles de la Société
- analyse des synergies (positives et négatives) anticipées du rapprochement de la Société avec l'Initiateur,
- analyse et examen critique des références d'évaluation représentées par les cours boursiers des actions UMG et le cas échéant des prix cibles (*target price*) des analystes financiers,
- analyse de l'intérêt financier de chacune des branches de l'Offre du point de vue des actionnaires
- analyse critique des travaux d'évaluation de la Société préparés par la banque conseil de l'initiateur dans le cadre de l'Offre
- analyse du projet de note d'information élaboré par l'initiateur et ses conseils
- rédaction du rapport d'expertise en tenant compte des éventuelles observations écrites d'actionnaires
- contrôle-qualité réalisé par un associé n'ayant pas participé à la mission

DS HP DS CB DS CB

DocuSign Envelope ID: D06BB82D-5477-4646-8C3D-3C1701FE77F3

ANNEXE C
BIOGRAPHIES

Au cours de sa carrière, réalisée essentiellement dans des firmes de conseil internationales, Henri PHILIPPE est devenu un spécialiste de l'analyse de la valeur. Il intervient aussi bien dans des missions de litige, d'arbitrage, d'analyse stratégique, d'attestation d'équité ou d'évaluation d'actifs. Il est l'auteur de nombreux articles dans des revues professionnelles et académiques, ainsi que de plusieurs ouvrages (sur la valeur des actifs dans le football, la théorie des options, l'évaluation de marques, la rémunération des dirigeants). Henri PHILIPPE est maître de conférences à l'Ecole des Ponts ParisTech et a enseigné la finance dans plusieurs autres institutions d'enseignement supérieur (Université Paris-Dauphine, Sorbonne, HEC, ENSAE, etc.). Il est co-président de la SFEV (société française des évaluateurs) et membre de la commission évaluation de la SFAF.

Mathilde DE MONTIGNY est Directeur chez Accuracy qu'elle a rejoint en 2022. Avant de rejoindre Accuracy, elle a travaillé 20 ans chez Associés en Finance, cabinet d'expertise indépendant, spécialisé dans l'évaluation financière. Mathilde est spécialisée en évaluation d'entreprise. Elle intervient sur tout type de missions d'évaluation (attestation d'équité dans le cadre d'opérations de marché, évaluation de participations de fonds d'investissement, expertise dans le cadre de contentieux). Mathilde intervient également sur des sujets d'analyse fondamentale (étude de la perception du risque, coût du capital) et de recherche économique et financière. Mathilde est titulaire d'un Master en gestion d'actifs de Paris IX Dauphine.

Guillaume CHARTON est *Director* chez Accuracy qu'il a rejoint en 2011. Avant de rejoindre Accuracy, il a travaillé trois ans au sein du département de recherche action (*equity research*) de Morgan Stanley à Londres sur le secteur des nouvelles technologies (SSII, éditeurs de logiciels et équipementiers télécom). Guillaume CHARTON est spécialisé en évaluation d'entreprise. Il intervient sur tout type de missions d'évaluation (fairness opinions, contentieux, projets d'investissements). Guillaume travaille également sur des sujets d'analyse économiques et concurrentielles et de construction/revue de business plans. Il intervient également sur les missions en lien avec les marchés financiers. Guillaume est diplômé d'HEC.

Depuis le premier retrait obligatoire en septembre 1994, Bruno HUSSON est intervenu à plus de quatre-vingt-dix reprises en qualité d'expert indépendant pour attester le caractère équitable des conditions financières envisagées pour une opération impliquant les actionnaires minoritaires d'une société cotée en bourse. Bruno HUSSON est diplômé d'HEC et docteur d'Etat en finance ; il a également enseigné la finance d'entreprise pendant quarante ans au sein du Groupe HEC, en qualité de membre de la Faculté puis de Professeur Affilié.

DS HP DS CB DS CB

DocuSign Envelope ID: D06BBB2D-5477-4646-8C3D-3C1701FE77F3

ANNEXE D
Tableau des missions d'expertise indépendante réalisées par le cabinet Accuracy au cours des 36 derniers mois

Coordonnées professionnelles : Henri PHILIPPE
henri.philippe@accuracy.com
Accuracy
16 avenue Matignon
75008 Paris
01 58 75 75 10

Date	Cible	Initiateur	Banque présentatrice	Conseils financiers	Type d'opération
Septembre 2023	ORAPI	Parédès	BNP Paribas CIC	Néant	OPA
Septembre 2023	Evolis	Cedys & Co	CM-CIC	Néant	OPA
Septembre 2023	Biocorp	Novo Nordisk	Lazard	Néant	OPAS
Septembre 2022	Le Tanneur	Tolomei	Natixis Partners	Néant	OPA
Septembre 2021	Artefact	Ardian		SGCIB	OPA
Mars 2021	EOS Imaging	Alphatec Holdings Inc.	Oddo BHF	Néant	OPA
Mars 2021	Sofibus Patrimoine	Segro France	Lazard Frères Banque	Néant	OPAS
Février 2021	Foncière Verte	PH Finance	Oddo BHF	Néant	OPR

DS HP DS CB DS CB

Annexe 2. Analyse de liquidité des actions des sociétés cotées du Groupe

Figure 15 | Liquidité des actions *Compagnie de l'Odet*

		Volume quot. moyen			Volume cumulé			
	Cours de bourse moyen (€) *	Nombre de titres	Valeur des titres échangés (€)	En % du capital	Nombre de titres	Valeur des titres échangés (€)	En % du capital	En % du flottant
12-sept.-24	1 434,00	170	243 780	0,0 %	170	243 780	0,0 %	0,0 %
Derniers 7 jours	1 429,24	198	283 467	0,0 %	1 190	1 700 800	0,0 %	0,2 %
Dernier mois	1 460,43	265	387 332	0,0 %	6 100	8 908 640	0,1 %	1,1 %
3 derniers mois	1 404,42	338	474 948	0,0 %	22 320	31 346 580	0,5 %	4,1 %
6 derniers mois	1 466,42	508	745 262	0,0 %	65 560	96 138 740	1,5 %	11,9 %
12 derniers mois	1 447,62	458	663 023	0,0 %	117 250	169 733 960	2,8 %	21,3 %

*Note : *Cours de bourse moyen calculé sur la base des cours moyens pondérés par les volumes*
Source : Capital IQ au 12/09/2024

Figure 16 | Liquidité des actions *Compagnie du Cambodge*

		Volume quot. moyen			Volume cumulé			
	Cours de bourse moyen (€)*	Nombre de titres	Valeur des titres échangés (€)	En % du capital	Nombre de titres	Valeur des titres échangés (€)	En % du capital	En % du flottant
12-sept.-24	7 400,00	-	-	-	-	-	-	-
Derniers 7 jours	7 400,00	2	12 333	0,0 %	10	74 000	0,0 %	0,2 %
Dernier mois	7 350,00	1	6 391	0,0 %	20	147 000	0,0 %	0,5 %
3 derniers mois	7 100,00	1	5 379	0,0 %	50	355 000	0,0 %	1,2 %
6 derniers mois	6 983,33	1	4 872	0,0 %	90	628 500	0,0 %	2,1 %
12 derniers mois	6 688,00	1	6 531	0,0 %	250	1 672 000	0,0 %	5,8 %

*Note : *Cours de bourse moyen calculé sur la base des cours moyens pondérés par les volumes*
Source : Capital IQ au 12/09/2024

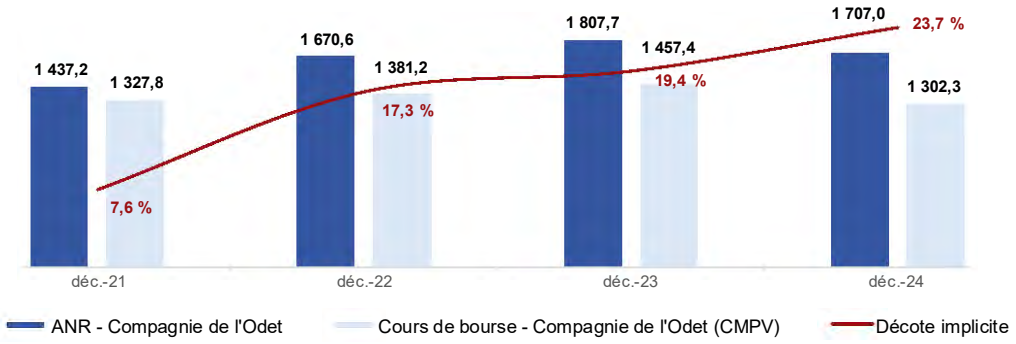
Figure 17 | Liquidité des actions *Financière Moncey*

	Cours de bourse moyen (€)*	Volume quot. moyen			Volume cumulé			
		Nombre de titres	Valeur des titres échangés (€)	En % du capital	Nombre de titres	Valeur des titres échangés (€)	En % du capital	En % du flottant
12-sept.-24	8 350,00	-	-	-	-	-	-	-
Derniers 7 jours	8 314,30	-	-	-	-	-	-	-
Dernier mois	8 116,67	3	21 174	0,0 %	60	487 000	0,0 %	0,9 %
3 derniers mois	7 818,33	5	35 538	0,0 %	300	2 345 500	0,2 %	4,4 %
6 derniers mois	7 680,39	4	30 364	0,0 %	510	3 917 000	0,3 %	7,5 %
12 derniers mois	7 548,28	5	34 203	0,0 %	1 160	8 756 000	0,6 %	17,1 %

*Note : *Cours de bourse moyen calculé sur la base des cours moyens pondérés par les volumes*
Source : Capital IQ au 12/09/2024

Annexe 3. Comparaison entre l'ANR de *Compagnie de l'Odet* et son cours de bourse

Figure 18 | Décote observée sur le cours de bourse de *Compagnie de l'Odet* par rapport à son ANR



*Note : *Cours de bourse moyen calculé sur la base des cours moyens pondérés par les volumes*
Source : Capital IQ

Annexe 4. Mise en œuvre de la méthode DCF pour la société *IER SAS*

Estimation des flux de trésorerie annuels

La société *IER SAS* est intégrée au sein de la division Systèmes du Groupe *Bolloré*. La projection des flux de trésorerie de *IER SAS* a été réalisée sur la période 2024-2028 à partir des informations du plan d'affaires réalisé par la société. Ces projections s'appuient notamment sur le plan d'affaires de la division Systèmes proposé par le Management en 2023, la division ayant souffert de la crise du Covid et de ses répercussions sur la chaîne d'approvisionnement, ainsi que du ralentissement de la demande sur le marché du contrôle d'accès.

Les hypothèses structurantes du plan d'affaires sont les suivantes :

- Une croissance soutenue des revenus dès 2025 (+14% par rapport au budget 2024), puis modérée sur la fin du plan avant de se stabiliser en 2028. Celle-ci est davantage portée par l'ensemble *IER*/ *Automatic Systems* en début de plan (conception, production, installation et maintenance opérationnelle des produits et systèmes), avec notamment une croissance du CA de 11,8% en 2025.
- Une plus faible contribution de l'activité *Polyconseil* au total de la division Systèmes, présentant des niveaux de rentabilité opérationnels stables sur toute la durée du plan, avec une marge d'EBIT modeste et constante. Elle permet à *Bolloré* Systèmes d'engranger de la croissance sur toute la durée du plan d'affaires, étant aujourd'hui une activité en plein développement portée par le fort développement de missions de consulting, afin d'accompagner ses clients dans leurs processus de transformation digitale et de commercialisations de solutions SaaS diverses.
- Une augmentation significative des investissements en 2024 visant le déploiement d'un nouvel ERP, suivie d'une diminution de ces investissements, qui se limiteront ensuite au renouvellement d'équipements vers la fin du plan d'affaires.

Estimation d'une valeur terminale

La valeur terminale au terme de l'horizon de prévisions explicites a été déterminée par la méthode usuelle consistant à capitaliser, sur un horizon indéterminé, un flux normatif assorti d'un taux de croissance perpétuelle.

Nous avons ainsi considéré une croissance de l'activité sur l'année normative selon un taux de croissance perpétuel (cohérent avec le taux sans risque retenu dans l'estimation du taux d'actualisation) et des hypothèses de coûts, variation de BFR et investissements stables sur la base des cinq dernières années

Estimation du taux d'actualisation

La Figure 19 présente les coefficients bêta désendettés obtenus pour l'échantillon de sociétés jugées raisonnablement à la division Systèmes.

Figure 19 | Division Systèmes | Échantillons de sociétés comparables – Calcul des coefficients bêta désendettés

Société	Pays	Cap. Bours. (m€)	Flottant (%)	Bêtas 2a	Bêtas 3a	Bêtas 4a	Bêtas 5a	R² des bêtas 2a	R² des bêtas 3a	R² des bêtas 4a	R² des bêtas 5a	Bêtas désendettés 2a	Bêtas désendettés 3a	Bêtas désendettés 4a	Bêtas désendettés 5a
Dormakaba	Suisse	2 004	66 %	1,0	1,1	1,4	1,4	22%	32%	46%	52%	0,7	0,9	1,1	1,1
Allegion	Irelande	9 642	99 %	1,2	1,0	1,1	1,1	45%	40%	50%	55%	1,1	0,9	1,0	1,0
Assa Abloy	Suède	29 304	87 %	1,1	1,1	1,1	1,0	41%	44%	60%	53%	1,0	1,0	1,0	0,9
Janus	Etat-Unis	1 721	93 %	1,4	1,1	1,2	0,9	33%	21%	32%	26%	1,0	0,8	0,9	0,7
Honeywell	Etat-Unis	129 779	95 %	0,9	0,8	1,1	1,0	43%	40%	54%	58%	0,8	0,7	1,0	1,0
Thales	France	30 897	44 %	0,6	0,2	0,9	0,8	7%	1%	17%	18%	n.a.	n.a.	0,8	0,8
Nedap	Pays-Bas	398	91 %	0,4	0,6	0,5	0,7	12%	20%	20%	30%	n.a.	0,6	0,5	0,7
Moyenne				**0,9**	**0,8**	**1,0**	**1,0**					**0,9**	**0,8**	**0,9**	**0,9**
Médiane				**1,0**	**1,0**	**1,1**	**1,0**					**1,0**	**0,8**	**1,0**	**0,9**

Source : Capital IQ
Note : Les coefficients bêta ont été calculés au 30 juin 2024. Seuls les coefficients bêta dont le R^2 est supérieur à 15% ont été retenus.

Les coefficients bêta médians et moyens analysés sur une période de 5 ans s'établissent tous deux à 0,9. Dans le cadre de nos travaux, nous retenons un coefficient bêta de 0,9.

Ainsi, le coût du capital, retenu pour actualiser les flux de trésorerie espérés de la division Systèmes est estimé à 8,20%.

Résultats de la méthode

Au 30 juin 2024, la Valeur d'Entreprise d'*IER SAS* s'établit à 126,5 m€ par la méthode DCF. Après imputation d'une dette financière nette de 6,7 m€ et d'un montant de convention de trésorerie passive de 53,1 m€, la valeur des actions s'établit à 66,6 m€.

Annexe 5. Détermination du taux d'actualisation

La mise en œuvre de la méthode DCF suppose d'actualiser les flux de trésorerie espérés de la société. Le taux d'actualisation à utiliser, couramment désigné par l'acronyme WACC, peut être estimé de deux manières différentes. Par définition, il correspond au taux de rentabilité exigé sur l'actif économique de l'entreprise (ou « coût d'opportunité du capital ») qui est la source des free cash-flows ; par construction, il est aussi égal à la moyenne du coût des capitaux propres et du coût de la dette pondérée par le poids relatif de ces deux sources de financement dans le pool de ressources mis à disposition de l'entreprise (soit la définition littérale du WACC ou Weighted Average Cost of Capital).

L'approche du coût moyen pondéré du capital est retenue par la plupart des évaluateurs. Elle conduit malheureusement à prendre en compte les effets bénéfiques de la dette (les économies fiscales réalisées au niveau de l'entreprise grâce à la déductibilité des frais financiers) et à ignorer les facteurs moins favorables (fiscalité personnelle, coûts implicites de la dette et notamment la moindre flexibilité financière). Par ailleurs, sur le plan calculatoire, cette approche permet de réduire le WACC pour des leviers financiers croissants, alors que la finance considère depuis les travaux de Modigliani et Miller (1958) que la structure financière n'a pas d'impact sur la valeur de l'actif économique de l'entreprise. Enfin, elle est source d'erreurs et de confusions dans sa mise en œuvre, qui est relativement complexe.

Pour cette raison, nous préférons utiliser l'approche alternative selon laquelle les flux espérés sont actualisés au coût des capitaux propres en l'absence d'endettement (ou « coût d'opportunité du capital »). Ce taux correspond à la rentabilité exigée par les investisseurs sur l'actif économique de l'entreprise. Pour obtenir ce coût d'opportunité du capital, nous estimons le niveau de risque de l'activité en utilisant un cadre méthodologique cohérent, qui ne sous-estime pas les coûts implicites de la dette, et recourons au Modèle d'Évaluation des Actifs Financiers - MEDAF (ou CAPM pour Capital Asset Pricing Model) selon lequel le coût d'opportunité du capital (ka) est égal à :

$$k_a = R_F + ß_a \times PRM$$

où : R_F = taux d'intérêt sans risque ou loyer de l'argent

$ß_a$ = coefficient bêta de l'activité

PRM = prime de risque moyenne anticipée du marché actions

<u>Taux d'intérêt sans risque exigé par les investisseurs R_F</u>

La crise financière de 2007-2009 et la crise des dettes publiques en Europe ont ouvert une période de volatilité inhabituelle des taux de rendement servis par les emprunts d'État.

Peu après le début de la crise, la Fed et la Banque centrale européenne ont rapidement baissé leurs taux d'intérêt indicateurs (à près de 0%), entraînant une chute des rendements actuariels des obligations d'État. La crise des dettes souveraines a ensuite marqué une certaine polarisation au sein de la zone euro avec (i) d'un côté une baisse des taux de rendement des pays considérés comme « sûrs » en termes de risque de crédit (flight-to-quality) et (ii) de l'autre une forte hausse des taux de rendement dans les pays tels que la Grèce, l'Irlande, l'Espagne, l'Italie ou le Portugal.

En outre, afin de soutenir leurs économies, la Fed, suivie par la BCE, ont eu recours à l'injection massive de capitaux via le rachat d'instruments financiers *(quantitative easing*). Conséquence directe de cette politique, les taux de rendement des obligations souveraines ont enregistré une forte baisse jusqu'à extérioriser des niveaux inférieurs aux perspectives d'inflation.

Si une telle situation peut s'envisager à court/moyen terme, elle n'est pas acceptable à long terme, car elle viendrait remettre en question la notion même de valeur temporelle de l'argent (ou « time value of money ») à la base des modèles d'évaluation usuels. Dans un tel contexte, nous considérons que les rendements actuariels observés sur les obligations d'État ne constituent pas une référence de taux sans risque satisfaisante et préconisons, depuis 2012, de recourir à une approche normative de détermination du taux sans risque nominal, dérivée de l'équation de Fisher :

Taux sans risque (nominal) = taux d'intérêt réel + inflation attendue à long terme

Le début de l'année 2022 marque cependant un point d'inflexion majeur des politiques monétaires des banques centrales. En effet, la reprise économique au sortir de la crise sanitaire ainsi que le conflit Ukrainien ont provoqué le retour d'une inflation plus élevée et moins transitoire que prévue. Afin d'endiguer le risque de développement d'une spirale « prix-salaires » dans un contexte de tensions sur le marché du travail, les banques centrales ont entamé en 2022 un cycle de resserrement monétaire de forte ampleur qui s'est poursuivi en 2023, marquant la fin des politiques expansionnistes observées depuis la crise financière de 2007-2009. Conséquence du resserrement monétaire engagé, les taux de rendements actuariels des obligations d'Etat se sont fortement appréciés depuis le début de l'année 2022, opérant un retour vers la moyenne après près d'une décennie de taux d'intérêts anormalement bas.

Dans un contexte de forte variabilité des taux d'intérêts et constatant que, malgré la hausse observée depuis le début de l'année 2022, les taux réels servis par les obligations d'Etat à 10 ans de la zone euro demeurent faibles (inférieurs à 1%), nous maintenons notre préconisation de recourir à l'approche normative.

L'approche normative préconisée consiste ainsi à estimer, d'une part le taux d'intérêt réel et d'autre part un taux d'inflation attendu à long terme cohérent avec celui retenu pour l'estimation du taux de croissance perpétuel.

S'agissant du taux d'intérêt réel, nous retenons un taux d'intérêt réel exigé par les investisseurs sur une maturité courte de 1,0%, en ligne, par exemple, avec le rendement moyen des bons du Trésor observé sur la période 1900-2023 par *Dimson*, *Marsh* et *Staunton*[18] au Canada (1,4%), en Grande-Bretagne (1,1%) et aux États-Unis (0,6%)[19].

S'agissant du taux d'inflation anticipé dans la zone euro, le taux d'inflation observé depuis la création de la zone Euro n'a qu'en de très rares exceptions dépassé l'objectif de 2,0%[20] fixé par la BCE. Ce niveau d'inflation limité s'expliquait essentiellement par (i) une mondialisation croissante des échanges et le rôle toujours plus important joué par la Chine dans la production de biens consommés en Europe, (ii) un marché du travail relativement sage dans un contexte de croissance économique modérée et de gains de productivité.

S'agissant du taux d'inflation anticipé dans la zone euro, le taux d'inflation observé depuis la création de la zone Euro n'a qu'en de très rares exceptions dépassé l'objectif de 2,0%[21] fixé par la BCE. Ce niveau d'inflation limité s'expliquait essentiellement par (i) une mondialisation croissante des échanges et le rôle toujours plus important joué par la Chine dans la production de biens consommés en Europe, (ii) un marché du travail relativement sage dans un contexte de croissance économique modérée et de gains de productivité.

Ce niveau est légèrement inférieur au taux d'inflation prévu par la BCE en 2024 (2,3%) et légèrement supérieur à celui estimé pour l'année 2025 (2,0%) et 2026 (1,9%)[22].

Sur ces bases, le taux d'intérêt sans risque (R_F) retenu par *Accuracy* s'établit à 3,25% (soit : 1,0% + 2,25%).

[18] *UBS Global Investment Returns Yearbook* (Édition 2024), Elroy Dimson, Paul Marsh et Mike Staunton.

[19] L'Allemagne, l'Italie ou la France n'ont pu être retenues, car les bons du Trésor de ces pays ont extériorisé en moyenne sur 1900-2023 une rentabilité négative (respectivement -0,5%, -2,5% et -1,6% sur la période) en termes réels en raison d'épisodes non anticipés de forte inflation. Dès lors, les pays anglo-saxons retenus apparaissent comme les proxys les plus pertinents pour estimer le taux réel.
Nous considérons que l'absence de quelques grands pays européens, comme l'Allemagne ou la France, ne remet pas en question cette estimation du taux réel exigé par un investisseur financier sur le marché. En effet, l'inflation est l'un des principaux facteurs de différence entre les taux d'intérêt des pays et nous considérons qu'il ne doit pas y avoir de différences majeures entre les taux d'intérêts réels des différents pays.

[20] Particulièrement sur la base du taux d'inflation dit « noyau dur » ou « *core* », qui exclue les fluctuations liées à l'énergie, l'alimentation et le tabac, qui est jugé par la BCE comme plus représentatif de l'évolution structurelle des prix.

[21] Particulièrement sur la base du taux d'inflation dit « noyau dur » ou « *core* », qui exclue les fluctuations liées à l'énergie, l'alimentation et le tabac, qui est jugé par la BCE comme plus représentatif de l'évolution structurelle des prix.

[22] Projections macroéconomiques des services de la BCE pour la zone euro, mars 2024

Prime de risque de marché anticipée (PRM)

S'agissant de la prime de risque de marché (PRM), nous nous référons à nouveau aux travaux de *Elroy Dimson, Paul Marsh et Mike Staunton* qui s'appuient sur une approche dite « historique ajustée ». En effet, les deux approches traditionnellement utilisées pour estimer la PRM (approche historique et approche prospective) ne permettent pas d'obtenir des estimations suffisamment fiables et cohérentes dans le temps de la prime de risque moyenne anticipée sur le marché actions.

Dans l'édition 2024 du *UBS Global Investment Return Yearbook", Elroy Dimson*, *Paul Marsh* et *Mike Staunton* se fondent ainsi sur 124 années de données pour estimer à 5,0% la PRM (par rapport à un taux sans risque basé sur les bons du Trésor).

Bien que cette estimation soit cohérente avec leur étude initiale de 2006, nous estimons que la stabilité de la PRM estimée depuis le début des années 2000 peut être questionnée au regard des trois considérations suivantes.

- En premier lieu, après la fin de la guerre froide et l'avènement d'une mondialisation heureuse, les attentats du 11 septembre 2001 ont marqué un vrai changement dans la perception du risque géopolitique par les investisseurs, la visibilité offerte par la pérennité supposée de l'opposition Est-Ouest ayant fait place à un sentiment d'insécurité engendré par un multilatéralisme jugé moins prévisible.
- En deuxième lieu, la crise financière et boursière d'octobre 2008 a mis en lumière un risque systémique qui vient clairement limiter l'intérêt de la diversification internationale en termes de réduction du risque.
- En troisième lieu, alors qu'elle aurait dû favoriser la consommation et l'investissement en actifs risqués, la persistance de taux d'intérêt réels très bas en Europe ont paradoxalement provoqué une nette augmentation de l'épargne en actifs sûrs, ce qui traduit chez les investisseurs une peur indubitable du futur et un degré d'aversion pour le risque particulièrement élevé.

Au vu de ces éléments, il nous semble plausible que le mouvement de baisse enregistrée par la prime exigée amorcée sur la deuxième moitié du siècle dernier se soit inversé au début des années 2000 (augmentation de la prime de risque).

Cette hypothèse nous conduit donc à retenir une PRM légèrement plus élevée que celle estimée par *Elroy Dimson*, *Paul Marsh* et *Mike Staunton*. La prime de risque PRM retenue par *Accuracy* s'élève ainsi à 5,5%.

Coefficient bêta de l'activité $ß_a$

L'estimation du coefficient bêta de l'activité s'appuie classiquement sur les coefficients bêta d'un échantillon de sociétés cotées évoluant dans un secteur d'activité comparable à celui de la société. Le coefficient bêta d'une activité est généralement estimé selon une approche analogique en deux étapes à partir des coefficients bêta des actions de sociétés cotées comparables obtenus par une régression linéaire des rentabilités de ces actions sur la rentabilité d'un indice de marché.

Concrètement, les coefficients bêta des actions des sociétés comparables sont estimés sur une longue période (4 et 5 ans) sur la base de rentabilités mensuelles afin de réduire le « bruit statistique » engendré par des séries d'observations constituées sur des périodes plus courtes. Seuls les coefficients bêta issus de régressions dont le R^2 est supérieur à 15% sont ensuite retenus. Puis les coefficients bêta ainsi obtenus sont « désendettés » afin d'éliminer l'impact de la structure financière et d'obtenir une fourchette d'estimations du coefficient bêta de l'activité sous-jacente à l'aide de la formule de Harris et Pringle qui reflète une vision prudente des effets bénéfiques de la dette.

Dans le cas présent, nous avons sélectionné, pour chaque division opérationnelle, un échantillon de sociétés pour lesquelles nous considérons que le risque d'activité est le plus comparables à celui de la société. Les coefficients bêta désendettés comparables à chacune des divisions ont alors pu être estimés sur la base de ces échantillons.