

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 ETABLI PAR LA SOCIETE

Blue Solutions

EN REPONSE

AU PROJET D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE INITIEE PAR LA SOCIETE



Le comité *ad hoc* de Blue Solutions est conseillé par :



Le présent projet de note en réponse a été déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« AMF ») le 5 mai 2020, conformément aux articles 231-19 et 231-26, I., 3° de son règlement général.

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

AVIS IMPORTANT

En application des dispositions des articles 231-19 et 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF (« RGAMF »), le rapport du cabinet BM&A, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans le présent projet de note en réponse.

Le présent projet de note en réponse est disponible sur les sites Internet de Blue Solutions (www.blue-solutions.com) et de l'AMF (www.amf-france.org). Il peut être obtenu sans frais auprès de Blue Solutions (Odet, 29500 – Ergué-Gabéric).

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du RGAMF, les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de Blue Solutions seront mises à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique d'achat simplifiée selon les mêmes modalités.

TABLE DES MATIERES

1.	RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES ET CONDITIONS DE L'OFFRE.....	3
1.1	Présentation de l'Offre.....	3
1.2	Motifs de l'Offre.....	4
1.3	Contexte de l'Offre.....	6
1.4	Rappel des principaux termes de l'Offre.....	7
1.4.1	Principaux termes de l'Offre.....	7
1.4.2	Intention concernant un retrait obligatoire et la radiation des actions de la Société.....	7
1.4.3	Procédure d'apport à l'Offre.....	8
1.4.4	Calendrier indicatif de l'Offre.....	8
1.4.5	Restrictions concernant l'Offre à l'étranger.....	8
1.5	Accords susceptibles d'avoir une incidence sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre ...	8
2.	AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE	9
3.	INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION.....	14
4.	INTENTIONS DE LA SOCIETE QUANT AUX ACTIONS AUTO-DETENUES	14
5.	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	14
6.	ELEMENTS CONCERNANT LA SOCIETE 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.....	15
6.3	Clauses de conventions 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 (article L. 233-11 du Code de commerce).....	15
6.4	Participations directes ou indirectes au sein du capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil ou d'une déclaration d'opération sur titres.....	15
6.5	Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci.....	15
6.6	Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionariat du personnel.....	16
6.7	Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et/ou à l'exercice des droits de vote.....	16
6.8	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts de la Société.....	16
6.9	Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres.....	16
6.10	Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société.....	17
6.11	Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration, les salariés ou les dirigeants de la Société, en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique.....	17
7.	INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE	17
8.	PERSONNE ASSUMANT LA RESPONSABILITE DU PROJET DE NOTE EN REPONSE.....	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 233-1, 1° et suivants du RGAMF, la société Bolloré SE, société européenne dont le siège social est situé à Odet, 29500 – Ergué-Gabéric, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Quimper sous le numéro 055 804 124 (« **Bolloré** » ou l'« **Initiateur** »), propose de manière irrévocable aux actionnaires de la société Blue Solutions, société anonyme dont le siège social est situé à Odet, 29500 – Ergué-Gabéric, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Quimper sous le numéro 421 090 051 (« **Blue Solutions** » ou la « **Société** »), et dont les actions sont admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext à Paris (« **Euronext Paris** ») sous le code ISIN FR0011592104, mnémonique « **BLUE** », d'acquérir dans les conditions décrites dans le projet de note d'information déposé auprès de l'AMF le 8 avril 2020 (le « **Projet de Note d'Information** ») la totalité de leurs actions Blue Solutions dans le cadre d'une offre publique d'achat simplifiée dont les conditions sont décrites ci-après (l'« **Offre** »).

Le prix de l'Offre est de 17 euros par action Blue Solutions, payable exclusivement en numéraire (le « **Prix d'Offre** »).

L'Offre porte sur la totalité des actions existantes Blue Solutions non détenues par l'Initiateur, soit, à la date du présent projet de note en réponse, un nombre total maximum de 6.437.704 actions de la Société représentant 11.905.068 droits de vote, soit environ 22,07% du capital et 20,76% des droits de vote¹, déterminé comme suit :

Actions existantes	29.163.066
<i>moins</i> actions détenues par l'Initiateur	22.725.362
Total des actions visées par l'Offre	6.437.704

Bolloré a l'intention de mettre en œuvre la procédure de retrait obligatoire sur la Société à l'issue de l'Offre, en application des dispositions de l'article L. 433-4 II du Code monétaire et financier et des articles 237-1 et suivants du RGAMF.

Il est à ce titre précisé que Bolloré Participations SE, société holding du groupe Bolloré qui détient à ce jour 5.133.222 actions Blue Solutions représentant 17,60% du capital et 17,90% des droits de vote de Blue Solutions, a exprimé son intention d'apporter l'intégralité de sa participation dans Blue Solutions à l'Offre (cf. section 1.5). En conséquence de cet apport, Bolloré détiendra nécessairement, à l'issue de l'Offre, au moins 27.858.584 actions représentant 50.583.941 droits de vote, soit 95,53% du capital et 96,86% des droits de vote de Blue Solutions, de sorte que les conditions de mise en œuvre du retrait obligatoire se trouveront réunies.

Il est également précisé, à toutes fins utiles, que la période de conservation de l'ensemble des actions gratuites de Blue Solutions, attribuées les 8 janvier et 7 avril 2014, a expiré depuis, respectivement, le 8 janvier 2020 et le 7 avril 2020. Ces actions sont par conséquent incluses dans le chiffre des 6.437.704 actions visées par l'Offre indiqué ci-dessus.

Il n'existe pas de titres de capital ou d'instruments financiers pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de Blue Solutions.

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée, conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du RGAMF et sera ouverte pour une durée d'au moins dix jours de négociation, étant précisé que la durée de l'Offre pourra être ajustée pour tenir compte des contraintes relatives à l'état d'urgence sanitaire tel que défini à l'article 4 de la loi n°2020-290 du 23 mars 2020 d'urgence pour faire face à l'épidémie de covid-19, et des dispositions de l'article 2 de l'ordonnance n°2020-306 du 25 mars 2020

¹ Sur la base d'un nombre total de 29.163.066 actions et de 57.355.787 droits de vote théoriques de la Société (informations au 30 avril 2020 publiées par la Société sur son site internet conformément à l'article 223-16 du RGAMF). 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 droit de vote.

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

relative à la prorogation des délais échus pendant la période d'urgence sanitaire et à l'adaptation des procédures pendant cette même période, sous réserve de toute modification ultérieure de la réglementation applicable.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du RGAMF, l'Offre est présentée par BNP Paribas et Natixis (ci-après les « **Etablissements Présentateurs** »). Il est précisé que seule BNP Paribas, en tant que banque présentatrice et garante, garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur relatifs à l'Offre.

1.2 Motifs de l'Offre

Evolution du capital de Blue Solutions

Blue Solutions, qui regroupe les activités de batteries électriques développées par le groupe Bolloré, était historiquement détenue par Bolloré, EDF et, à l'époque à la demande de et pour le même montant que EDF, Bolloré Participations (société holding du groupe Bolloré). EDF est par la suite sortie du capital de Blue Solutions et Bolloré Participations, qui a souscrit aux différentes augmentations de capital de Blue Solutions, s'est maintenue au capital de la Société.

Préalablement à son introduction à la bourse de Paris, Blue Solutions était détenue par Bolloré Participations et par Bolloré respectivement à hauteur de 20% et de 80%.

Blue Solutions a été introduite en bourse sur Euronext Paris le 30 octobre 2013, au cours de bourse de 14,50 euros par action.

En raison des incertitudes technologiques et financières dues au progrès du lithium-ion, Bolloré a déposé en 2017 une offre publique d'achat simplifiée sur Blue Solutions au prix de 17 euros par action. A l'issue de cette offre, la participation du groupe Bolloré dans Blue Solutions était la suivante :

Actionnaire	Nombre d'actions	Pourcentage du capital	Nombre de droits de vote théoriques*	Pourcentage des droits de vote théoriques*
Bolloré SA	22.725.357	78,80%	43.258.232	79,36%
Bolloré Participations	5.133.222	17,80%	10.266.444	18,83%
Compagnie de Guilvinec ²	1	0,00%	2	0,00%
Compagnie de Port-Manech ³	1	0,00%	2	0,00%
Financière de Cézembre ⁴	1	0,00%	2	0,00%
SOCOTAB ⁵	1	0,00%	2	0,00%
SOFIPROM ⁶	1	0,00%	2	0,00%
<i>Sous-total groupe Bolloré</i>	<i>27.858.584</i>	<i>96,60%</i>	<i>53.524.686</i>	<i>98,19%</i>
M. Vincent Bolloré	500	0,00%	1.000	0,00%
<i>Total groupe Bolloré et M. Vincent Bolloré</i>	<i>27.859.084</i>	<i>96,60%</i>	<i>53.525.686</i>	<i>98,20%</i>
Sur un total de	28.838.316	100%	54.508.818	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.

A l'occasion de son offre publique d'achat de 2017 sur Blue Solutions, Bolloré a pris l'engagement de déposer en 2020 une nouvelle offre publique d'achat au même prix de 17 euros dans l'hypothèse où le cours de l'action Blue Solutions demeurerait inférieur à 17 euros⁷, en se réservant la faculté, si les

² Filiale à 100% du groupe Bolloré.

³ Filiale à 100% du groupe Bolloré.

⁴ Filiale à 99,35% du groupe Bolloré.

⁵ Filiale à 99,50% du groupe Bolloré.

⁶ Filiale à 100% du groupe Bolloré.

⁷ Les termes détaillés de cet engagement figurent à la section 1.3.1 de la note d'information portant visa n°17-326 en date du 4 juillet 2017. Bolloré s'était engagé à déposer cette nouvelle offre publique d'achat en 2020 si, à la date de référence,

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

conditions étaient réunies pour ce faire, de mettre en œuvre un retrait obligatoire de Blue Solutions à l'issue de cette éventuelle nouvelle offre.

Options d'achat de Blue Solutions sur le périmètre Blue Applications, convention de trésorerie et contrat d'approvisionnement

Le 30 août 2013, Bolloré a consenti à Blue Solutions six promesses de vente portant sur la totalité des actions émises par les sociétés suivantes, composant le périmètre Blue Applications :

- Bluecar⁸, Autolib'⁹ et Bluecarsharing¹⁰ ;
- Bluebus¹¹ ;
- Blueboat¹² ;
- Bluetram¹³ ;
- Bluestorage¹⁴ ;
- Polyconseil¹⁵.

Une septième promesse de vente a également été conclue, aux termes de laquelle Compagnie du Cambodge et la Société Industrielle et Financière de l'Artois, sociétés contrôlées par Bolloré, ont consenti à Blue Solutions une promesse de vente portant sur la totalité des actions émises par la société IER¹⁶.

En vertu de ces accords, tels que par la suite amendés, Blue Solutions pouvait acquérir entre le 1^{er} janvier 2020 et le 30 juin 2020 la totalité des actions des entités du périmètre Blue Applications, sur la base d'un prix de vente arrêté par un expert indépendant.

Réuni le 12 mars 2020, le conseil d'administration de Blue Solutions a décidé, sur proposition du Directeur général et sur la base des travaux de valorisation effectués par un expert¹⁷, de ne pas exercer ces options d'achat sur le périmètre Blue Applications dès lors que, sur les différentes activités de ce périmètre :

- suite à l'arrêt du service Autolib', une réflexion stratégique a été engagée sur les activités de production de voitures électriques (Bluecar) et d'autopartage (Bluecarsharing). Ces réflexions ont conduit le groupe d'une part à cesser la production des voitures électriques (le contrat de location-gérance de l'usine de Bairo conclu avec Pininfarina ayant pris fin le 31 décembre 2019) et d'autre part à annoncer l'arrêt de certaines activités d'autopartage, différentes orientations étant à l'étude en ce qui concerne les activités d'autopartage restantes ;
- s'agissant des activités liées au tramway et au bateau électrique (Bluetram et Blueboat), celles-ci n'ont jamais véritablement connu d'essor et ne présentent actuellement pas d'intérêt stratégique pour Blue Solutions étant précisé de surcroît que Blue Solutions a cessé courant 2019 l'activité de production des supercapacités qui équipaient Bluetram ;

correspondant au 41^{ème} jour de bourse suivant le jour de l'annonce publique, par Blue Solutions, de ses comptes 2019, le cours de référence de l'action Blue Solutions était inférieur à 17 euros. Le dépôt de cette nouvelle offre devait dans ce cas intervenir dans les trois mois suivant ce constat. Le cours de référence en question correspondait à la moyenne arithmétique, pondérée par les volumes quotidiens, des cours de bourse de l'action Blue Solutions (code ISIN FR0011592104, mnémonique « BLUE ») sur les 40 jours de bourse suivant la date d'annonce des comptes 2019 de Blue Solutions au cours desquels l'action Blue Solutions aura été cotée, cette moyenne étant arrondie à la deuxième décimale la plus proche.

⁸ Bluecar développe, produit et commercialise des voitures électriques utilisant les batteries LMP.

⁹ Autolib' offre un service d'automobiles électriques en libre service.

¹⁰ Bluecarsharing exploite les autres systèmes d'autopartage du périmètre Blue Applications.

¹¹ Bluebus produit et commercialise des bus 100% électriques, véhicules de transport de personnes urbains et périurbains.

¹² Blueboat développe des projets dans le domaine des bateaux électriques.

¹³ Bluetram développe des projets dans le domaine des tramways électriques.

¹⁴ Bluestorage développe une gamme de solutions de stockage d'énergie.

¹⁵ Polyconseil offre des solutions IT allant du cadrage stratégique à l'exploitation et au suivi des résultats.

¹⁶ IER conçoit et commercialise des solutions dans les domaines de la gestion des flux de personnes et de biens, du libre-service et de la sécurité des accès.

¹⁷ Monsieur Thierry Bergeras a été désigné par le Tribunal de commerce de Paris le 31 janvier 2020 en tant qu'expert et a rendu son rapport le 9 mars 2020.

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

- en ce qui concerne les activités qui développent les systèmes de gestion nécessaires notamment au fonctionnement des applications (IER, Polyconseil), Blue Solutions n'est pas dépendante de ces activités qui n'induisent pas de livraison de batteries et qui réalisent un chiffre d'affaires conséquent en dehors de ces applications ;
- s'agissant enfin des autres applications (Bluebus et Bluestorage), il apparaît plus opportun à l'heure actuelle d'investir dans le développement des batteries de nouvelle génération et dans l'outil de production plutôt que de procéder à l'achat de ces activités.

En outre, une convention de trésorerie a été conclue entre Bolloré et la Société le 30 novembre 2001, pour une durée indéterminée. Ce contrat avait pour objet de permettre à Blue Solutions de financer sa croissance. Bolloré s'est engagé à maintenir ce contrat de financement jusqu'au 31 décembre 2020.

Enfin, le contrat d'approvisionnement conclu le 12 mai 2017 par Blue Solutions aux termes duquel Bluecar, Bluebus et Bluestorage se sont engagées à s'approvisionner en batteries auprès de la Société pour une durée expirant le 31 décembre 2025, moyennant des volumes et des conditions tarifaires adossées aux évolutions du marché, sera maintenu au moins jusqu'à la réalisation du retrait obligatoire.

Annnonce de la présente Offre

L'Offre fait suite à l'annonce de Bolloré et de Blue Solutions du 12 mars 2020, par voie de communiqués de presse, relative notamment à l'arrêté des comptes de l'exercice 2019 de Blue Solutions.

A cette occasion, Blue Solutions a indiqué souhaiter désormais se concentrer sur le développement et la production des batteries pour les marchés du bus et du stationnaire.

C'est dans le contexte de ce repositionnement stratégique de Blue Solutions, d'une part, et de son engagement de 2017 de déposer une nouvelle offre en 2020, d'autre part, que Bolloré a fait connaître au marché, dans son communiqué de presse du 12 mars 2020, son intention de déposer la présente Offre.

L'objectif de cette Offre est donc, pour Bolloré, de mettre en œuvre son engagement de 2017 sans attendre l'issue de la période de référence, dès lors qu'il est apparu certain que les conditions subordonnant son engagement de 2017 seraient remplies.

Bolloré a par ailleurs l'intention de mettre en œuvre la procédure de retrait obligatoire sur la Société à l'issue de la présente Offre.

Il est enfin rappelé à toutes fins utiles que le projet d'offre initial annoncé le 12 mars 2020 consistait en une offre publique alternative comportant à la fois une branche achat (au prix de 17 euros par action Blue Solutions) et une branche échange (selon une parité de 4,5 actions Bolloré pour une action Blue Solutions) à laquelle Bolloré Participations SE avait exprimé son intention d'apporter ses actions Blue Solutions. En raison de l'évolution exceptionnelle des marchés financiers ayant par la suite fait perdre tout intérêt à la branche échange, Bolloré a annoncé, dans un communiqué de presse du 17 mars 2020, renoncer à la branche échange et limiter par conséquent son projet d'offre en une branche exclusivement d'achat au prix inchangé de 17 euros, suivie d'un retrait obligatoire, correspondant à la présente Offre.

1.3 Contexte de l'Offre

A la connaissance de la Société, le nombre d'actions et de droits de vote de la Société détenus par l'Initiateur, directement ou indirectement, seul ou de concert, à la date du présent projet de note en réponse, est présenté dans le tableau ci-après :

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

Actionnaire	Nombre d'actions	Pourcentage du capital	Nombre de droits de vote théoriques*	Pourcentage des droits de vote théoriques*
Bolloré	22.725.362	77,93%	45.450.719	79,24%
Bolloré Participations SE	5.133.222	17,60%	10.266.444	17,90%
<i>Total groupe Bolloré</i>	<i>27.858.584</i>	<i>95,53%</i>	<i>55.717.163</i>	<i>97,14%</i>
M. Vincent Bolloré	500	0,00%	1.000	0,00%
M. Cyrille Bolloré	19.566	0,07%	34.566	0,06%
<i>Total groupe Bolloré et MM. Vincent et Cyrille Bolloré</i>	<i>27.878.650</i>	<i>95,60%</i>	<i>55.752.729</i>	<i>97,21%</i>
Sur un total de	29.163.066	100%	57.355.787	100%

* Conformément à l'article 233-11 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.

A la connaissance de la Société, l'Initiateur ne détient, directement ou indirectement, aucune autre action de la Société ni aucun instrument ou droit susceptible de lui permettre d'acquérir des actions de la Société à sa seule initiative.

Le résultat de l'Offre n'aura aucune incidence sur le contrôle de la Société, déjà détenu par l'Initiateur.

Lors de sa réunion du 12 mars 2020, le conseil d'administration de la Société a pris connaissance de l'Offre et a désigné, sur proposition d'un comité *ad hoc* réunissant une majorité d'administrateurs indépendants, le cabinet BM&A, représenté par Monsieur Pierre Béal, en qualité d'expert indépendant en charge d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre sur le fondement de l'article 261-1, I. 1. et II. du RGAMF.

1.4 Rappel des principaux termes de l'Offre

1.4.1 *Principaux termes de l'Offre*

En application des dispositions de l'article 231-13 du RGAMF, les Etablissements Présentateurs, agissant pour le compte de l'Initiateur, ont déposé le projet d'Offre le 8 avril 2020 auprès de l'AMF. Il est précisé que seule BNP Paribas, en tant que banque présentatrice et garante, garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur relatifs à l'Offre.

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée régie par les articles 233-1 et suivants du RGAMF.

L'Initiateur s'engage irrévocablement à acquérir auprès des actionnaires de la Société toutes les actions visées par l'Offre et qui seront apportées à l'Offre, au prix de 17 euros par action Blue Solutions, pendant la durée de l'Offre.

1.4.2 *Intention concernant un retrait obligatoire et la radiation des actions de la Société*

Le Projet de Note d'Information indique que dans l'hypothèse où les conditions légales seraient réunies, l'Initiateur a l'intention de mettre en œuvre un retrait obligatoire à l'issue de l'Offre dans les conditions requises par la réglementation applicable.

Dans le cas où le nombre d'actions de la Société non présentées à l'Offre par les actionnaires minoritaires de la Société ne représenterait pas plus de 10% du capital et des droits de vote de la Société, l'Initiateur a l'intention de demander à l'AMF la mise en œuvre, en application des articles 237-1 et suivants du RGAMF, dans un délai de trois mois à l'issue de la clôture de l'Offre, d'une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions non apportées à l'Offre, moyennant une indemnisation égale au Prix d'Offre (soit 17 euros par action Blue Solutions), nette de tous frais, étant précisé que cette procédure de retrait obligatoire entraînera la radiation des actions de la Société d'Euronext Paris.

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

L'attention des actionnaires de Blue Solutions est attirée sur le fait que Bolloré Participations SE, société holding du groupe Bolloré, qui détient à ce jour 17,60% du capital et 17,90% des droits de vote de Blue Solutions, a d'ores et déjà fait état de son intention d'apporter l'intégralité de sa participation dans Blue Solutions à l'Offre. En conséquence de cet apport, Bolloré détiendra nécessairement, à l'issue de l'Offre, au moins 27.858.584 actions représentant 50.583.941 droits de vote, soit 95,53% du capital et 96,86% des droits de vote de Blue Solutions, de sorte que les conditions de mise en œuvre du retrait obligatoire se trouveront réunies.

Le montant de l'indemnisation sera versé, net de tous frais, à l'issue du retrait obligatoire, sur un compte bloqué ouvert à cette fin auprès de BNP Paribas Securities Services (3, rue d'Antin - 75002 Paris ; RCS Paris n°552 108 011), désigné en qualité d'agent centralisateur des opérations d'indemnisation du retrait obligatoire. Après la clôture des comptes des affiliés, BNP Paribas Securities Services, sur présentation des attestations de solde délivrées par Euroclear France, créditera les établissements dépositaires teneurs de comptes du montant de l'indemnisation, à charge pour ces derniers de créditer les comptes de détenteurs des actions Blue Solutions leur revenant.

Conformément à l'article 237-8 du RGAMF, les fonds non affectés correspondant à l'indemnisation des actions Blue Solutions dont les ayants droit sont restés inconnus seront conservés par BNP Paribas Securities Services pendant une durée de dix ans à compter de la date du retrait obligatoire et versés à la Caisse des dépôts et consignations à l'expiration de ce délai. Ces fonds seront à la disposition des ayants droit sous réserve de la prescription trentenaire au bénéfice de l'État.

1.4.3 Procédure d'apport à l'Offre

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

1.4.4 Calendrier indicatif de l'Offre

Le calendrier indicatif de l'Offre tenant compte des contraintes propres à l'état d'urgence sanitaire tel que défini à l'article 4 de la loi n°2020-290 du 23 mars 2020 d'urgence pour faire face à l'épidémie de covid-19, et des dispositions de l'article 2 de l'ordonnance 2020-306 du 25 mars 2020 relative à la prorogation des délais échus pendant la période d'urgence sanitaire et à l'adaptation des procédures pendant cette même période, sera présenté dans la note d'information visée.

1.4.5 Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

Les restrictions concernant l'Offre à l'étranger sont décrites à la section 2.9 du Projet de Note d'Information et s'appliquent au présent projet de note en réponse.

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

Bolloré Participations SE, société holding du groupe Bolloré, qui détient à ce jour 17,60% du capital et 17,91% des droits de vote de Blue Solutions, a d'ores et déjà fait état de son intention d'apporter l'intégralité de sa participation dans Blue Solutions à l'Offre.

Dans sa réunion du 8 avril 2020, le conseil d'administration de Bolloré, après avoir pris connaissance d'un rapport établi par le cabinet Accuracy en date du 7 avril 2020 validant l'intérêt de l'acquisition par Bolloré de la participation de Bolloré Participations SE dans Blue Solutions au Prix d'Offre, sur la base du plan d'affaires de la Société et des avantages liés à l'intégration fiscale de Blue Solutions par Bolloré, a autorisé l'apport à l'Offre des actions Blue Solutions détenues par Bolloré Participations SE. A cette occasion, conformément à l'article L. 225-40 du Code de commerce, les personnes directement ou indirectement intéressées par cette acquisition, largement entendues (à savoir Bolloré Participations SE, personne morale administrateur de Bolloré, les membres de la famille Bolloré administrateurs communs à Bolloré et Bolloré Participations SE – Messieurs Cyrille Bolloré, Yannick Bolloré et Sébastien Bolloré et Madame Marie Bolloré – ainsi que Monsieur Cédric de Bailliencourt), n'ont pas pris part aux délibérations ni au vote de la délibération du conseil d'administration de Bolloré. L'autorisation préalable

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

du conseil d'administration de Bolloré a été donnée à l'unanimité des votants, en ce compris l'ensemble des administrateurs indépendants.

Bien que l'intervention du cabinet Accuracy ne s'inscrivait pas dans le cadre des articles 261-1 et suivants du Règlement général de l'AMF, celui-ci a attesté au moment de sa désignation remplir les conditions d'indépendance requise par l'instruction AMF n°2006-08, telle que modifiée le 10 février 2020, et la recommandation AMF n°2006-15, telle que modifiée le 10 février 2020, et a indiqué qu'aucune des missions qu'il a effectuées dans un passé récent ou qui pourraient être effectuées dans un avenir proche pour le groupe Bolloré ne le place en situation de conflit d'intérêts dès lors que ces missions ont représenté ou devraient représenter moins de 1% de son chiffre d'affaires annuel. En outre, la rémunération du cabinet Accuracy est forfaitaire et indépendante du sens de leur conclusion. Ses équipes ont enfin disposé du même temps de travail que s'il s'était agi d'une expertise indépendante au sens des normes AMF.

Au-delà des éléments décrits ci-dessus ainsi qu'en section 1.1 du présent projet de note en réponse, il n'existe pas d'autre accord pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue à la connaissance de la Société.

2. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE

Le conseil d'administration de Blue Solutions est actuellement composé de :

- Monsieur Vincent Bolloré (Président du conseil d'administration) ;
- Monsieur Didier Marginèdes (Vice-président du conseil d'administration) ;
- Monsieur Cyrille Bolloré ;
- Madame Marie Bolloré ;
- Monsieur Sébastien Bolloré ;
- Madame Monique Glemarec* ;
- Madame Valérie Hortefeux ;
- Monsieur Jean-Louis Milin* ;
- Madame Laura Carrere*.

* Administrateurs indépendants

Conformément aux dispositions de l'article 261-1, III du RGAMF, le conseil d'administration, lors de la séance en date du 12 mars 2020, a constitué un comité *ad hoc*, composé d'une majorité de membres indépendants, à savoir :

- Monsieur Didier Marginèdes (Vice-Président du conseil d'administration) ;
- Madame Laura Carrère (administrateur indépendant) ;
- Madame Monique Glemarec (administrateur indépendant) ;
- Monsieur Jean-Louis Milin (administrateur indépendant).

Sur proposition du comité *ad hoc*, le conseil d'administration a désigné dans sa séance du 12 mars 2020, sur le fondement de l'article 261-1, I. 1. et II. du RGAMF, le cabinet BM&A, représenté par Monsieur Pierre Béal, en qualité d'expert indépendant chargé d'examiner les conditions économiques de l'Offre (l'« **Expert Indépendant** »).

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du RGAMF, les administrateurs de la Société se sont réunis le 5 mai 2020, sous la présidence de Monsieur Vincent Bolloré, président du conseil d'administration, 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, ses actionnaires et ses salariés.

Eu égard aux circonstances sanitaires liées au Covid-19, les administrateurs ont été invités à participer aux délibérations du conseil d'administration par des moyens de visioconférence ou de télécommunication permettant leur identification. L'ensemble des administrateurs étaient présents.

Préalablement à la réunion, les administrateurs ont eu connaissance :

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

- du communiqué de presse de l'Initiateur du 12 mars 2020 annonçant le projet d'Offre initiale qui consistait en une offre publique alternative comportant à la fois une branche achat (au prix de 17 euros par action Blue Solutions) et une branche échange (selon une parité de 4,5 actions Bolloré pour une action Blue Solutions) ;
- du communiqué de presse du 17 mars 2020 par lequel l'Initiateur a annoncé renoncer à la branche échange et limiter par conséquent son projet d'Offre en une branche exclusivement d'achat au prix inchangé de 17 euros, suivie d'un retrait obligatoire ;
- du Projet de Note d'Information déposé par l'Initiateur auprès de l'AMF le 8 avril 2020, 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 de l'Offre ;
- du projet d'avis motivé préparé par le comité *ad hoc* conformément à l'article 261-1, III du RGAMF ;
- du rapport du cabinet BM&A, Expert Indépendant ; et
- du projet de note en réponse de la Société, établi conformément à l'article 231-19 du RGAMF.

Le conseil d'administration a ainsi rendu l'avis motivé suivant à l'unanimité de ses membres, en ce compris ses membres indépendants, étant précisé que les administrateurs communs aux sociétés Blue Solutions et Bolloré ont décidé de suivre l'avis exprimé par le comité *ad hoc*.

« Le Président rappelle que lors de la séance du 12 mars 2020, conformément à l'article 261-1, III du RGAMF et à l'instruction de l'AMF n°2006-15 relative à l'expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières, le conseil d'administration a décidé de constituer un comité ad hoc composé de Monsieur Jean-Louis Milin, Madame Monique Glemarec, Madame Laura Carrere – tous trois administrateurs indépendants – ainsi que de Monsieur Didier Marginèdes, afin (i) de proposer la nomination d'un expert indépendant, (ii) d'assurer le suivi des travaux de cet expert et (iii) de préparer les termes de l'avis motivé du conseil d'administration sur l'Offre en vue d'émettre une recommandation à l'intention du conseil d'administration.

Il est précisé que les membres pressentis de ce comité ad hoc (à savoir Monsieur Jean-Louis Milin, Mesdames Laura Carrere et Monique Glémarec – tous trois administrateurs indépendants – ainsi que Monsieur Didier Marginèdes) ont été informés dès le 10 mars 2020 de l'intention de soumettre leur désignation en tant que membres du comité ad hoc lors du Conseil du 12 mars 2020, ainsi que de la mission de ce comité. A cette occasion, le Crédit Industriel et Commercial (« CIC »), chargé d'assister le comité ad hoc dans sa mission, a présenté le 10 mars 2020 aux membres pressentis du comité le nom de deux experts indépendants pour lesquels il avait été vérifié au préalable qu'ils remplissaient les critères d'indépendance requis.

A la suite de leur réunion du 10 mars 2020, les membres du comité ad hoc alors pressentis se sont concertés et ont pris une décision concernant la proposition de l'expert indépendant qu'ils auraient à faire dans le cas où leur désignation en tant que membres du comité ad hoc serait confirmée par le Conseil du 12 mars 2020. Après s'être assurés qu'il remplissait bien les critères d'indépendance requis, les membres du comité ad hoc ont proposé de retenir le cabinet BM&A en qualité d'expert indépendant, au vu de la proposition de mission faite par ce dernier, jugée satisfaisante tant au regard de l'expérience de ce cabinet dans des missions similaires, de la composition et des qualifications des membres de l'équipe devant être dédiée à cette mission, des moyens matériels de l'expert et, enfin, de ses conditions de rémunération.

Lors de sa réunion du 12 mars 2020, le conseil d'administration a décidé à l'unanimité de suivre la proposition du comité ad hoc et de désigner le cabinet BM&A, représenté par Monsieur Pierre Béal, en qualité d'expert indépendant sur le fondement de l'article 261-1, I. 1. et II. du RGAMF, afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre et du retrait obligatoire.

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

Une réunion de lancement des travaux de l'expert, organisée sous forme de conférence téléphonique, a eu lieu le 12 mars 2020 avec l'équipe de Blue Solutions, 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 débiter ses travaux.

Le comité ad hoc, assisté du CIC, s'est ensuite réuni à trois reprises avec l'expert indépendant :

- le 17 avril 2020, 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 24 avril 2020, afin que l'expert indépendant puisse présenter les premiers éléments chiffrés de ses travaux ;*
- le 4 mai 2020, en amont du conseil d'administration chargé de rendre son avis motivé sur l'Offre, afin que l'expert indépendant puisse présenter son rapport définitif et sa conclusion.*

Le détail des interactions entre les membres du comité ad hoc et l'expert indépendant figure de manière exhaustive dans le rapport d'expertise du cabinet BM&A.

Dans le cadre de sa mission, l'expert indépendant a eu accès au plan d'affaires de la Société établi par son management et traduisant la meilleure estimation possible des prévisions de la Société à la date de l'Offre. Un certain nombre d'éléments et perspectives issus de ce plan d'affaires ont été rendus publics par la Société dans son communiqué du 12 mars 2020 annonçant ses résultats 2019. Il est toutefois précisé que ces prévisions ne tiennent pas compte de l'impact du Covid-19 sur les activités de la Société et que ce plan d'affaires n'a pas pu être révisé en raison de l'impossibilité de déterminer la durée de la crise du Covid-19 et l'ampleur de son impact sur le chiffre d'affaires et les résultats de la Société.

Le comité ad hoc indique ne pas avoir relevé d'éléments de nature à remettre en cause le bon déroulement des travaux de l'expert indépendant. Il attire en particulier l'attention du conseil d'administration sur le fait que l'évaluation réalisée par l'expert indépendant est fondée sur un plan d'affaires qui n'inclut pas l'impact négatif lié au Covid-19, et maximise par conséquent la valeur intrinsèque de la Société.

Au terme de sa mission, et après en avoir débattu avec le CIC, le comité ad hoc recommande, à l'unanimité de ses membres, au conseil d'administration, de conclure que l'Offre est dans l'intérêt de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés, pour les raisons ci-après développées.

Le conseil d'administration prend acte des travaux du comité ad hoc et de l'avis favorable de ce dernier sur l'Offre.

Après en avoir délibéré, le conseil d'administration, connaissance prise (i) des termes de l'Offre, (ii) des motifs et intentions de l'Initiateur, et des éléments de valorisation préparés par BNP Paribas et Natixis tels que figurant dans le Projet de Note d'Information, et (iii) de l'avis du comité ad hoc,

constate que :

- l'Offre s'inscrit dans le contexte, d'une part, du repositionnement stratégique de Blue Solutions sur le développement et la production des batteries pour les marchés du bus et du stationnaire, d'autre part, de l'engagement pris par l'Initiateur à l'occasion de l'offre publique d'achat déposée sur Blue Solutions en 2017, au prix de 17 euros par action Blue Solutions, de déposer une nouvelle offre publique d'achat au même prix en 2020 dans l'hypothèse où le cours de l'action Blue Solutions demeurerait inférieur à 17 euros. L'objectif de cette Offre est donc, pour Bolloré, de mettre en œuvre son engagement de 2017 sans attendre l'issue de la période de référence, dès qu'il est apparu certain que les conditions subordonnant son engagement de 2017 seraient remplies ;*

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

- *l'Initiateur s'était réservé la faculté lors de son offre publique d'achat de 2017, si les conditions étaient réunies pour ce faire, de mettre en œuvre un retrait obligatoire de Blue Solutions à l'issue de son éventuelle nouvelle offre en 2020 ;*
- *l'Initiateur, en raison de l'évolution exceptionnelle des marchés financiers, a modifié les termes de son projet d'offre initial annoncé le 12 mars 2020 qui consistait en une offre publique alternative comportant à la fois une branche achat (au prix de 17 euros par action Blue Solutions) et une branche échange (selon une parité de 4,5 actions Bolloré pour une action Blue Solutions). La branche échange ayant perdu toute attractivité, la présente Offre se limite à une branche exclusivement d'achat au prix inchangé de 17 euros, suivie d'un retrait obligatoire ;*
- *l'Initiateur contrôle déjà la Société, dont il détient directement 77,93% du capital et 79,24% des droits de vote, et le groupe Bolloré totalise 95,53% du capital et 97,14% des droits de vote ;*
- *l'Offre porte sur la totalité des actions de la Société non détenues directement par l'Initiateur, étant précisé que Bolloré Participations SE, société holding du groupe Bolloré, qui détient à ce jour 17,60% du capital et 17,90% des droits de vote de Blue Solutions, a fait état de son intention d'apporter l'intégralité de sa participation dans Blue Solutions à l'Offre ;*
- *l'Initiateur a l'intention de demander à l'AMF dans le cadre de l'Offre la mise en œuvre d'un retrait obligatoire des actions de la Société et la radiation des actions de la Société du marché réglementé d'Euronext Paris dès lors que le nombre d'actions de la Société non présentées à l'Offre par les actionnaires n'appartenant pas au groupe Bolloré ne représentera pas plus de 10% du capital et des droits de vote de la Société ;*

note par ailleurs que les intentions de l'Initiateur, telles que décrites dans le Projet de Note d'Information, sont les suivantes :

- *en matière de politique industrielle, commerciale et financière de la Société, l'Initiateur n'a pas l'intention de modifier les orientations stratégiques mises en œuvre par Blue Solutions afin de poursuivre son développement, telles qu'annoncées notamment dans son communiqué de presse du 12 mars 2020. L'Offre s'inscrit ainsi dans le cadre du repositionnement stratégique de Blue Solutions dans les bus et le stationnaire ;*
- *en matière d'emploi, l'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et du développement de Blue Solutions et ne devrait pas avoir d'incidence particulière sur la politique poursuivie par Blue Solutions en matière d'effectif, de politique salariale et de gestion des ressources humaines. L'Offre ne devrait donc pas avoir d'impact sur l'emploi au sein de la Société ;*
- *l'Initiateur a l'intention d'aligner la gouvernance de Blue Solutions sur celle des filiales non cotées du groupe Bolloré à l'issue de l'Offre ;*
- *l'Initiateur n'envisage pas de procéder à une fusion entre une entité du groupe Bolloré et la Société, aucune décision n'ayant été prise à ce sujet par l'Initiateur à la date de son Projet de Note d'Information, étant toutefois précisé que ce dernier se réserve la possibilité, à l'issue de l'Offre, d'étudier d'éventuelles opérations de fusion entre la Société et d'autres entités du groupe Bolloré, d'éventuels transferts d'actifs ou réorganisations ;*
- *en matière de dividendes, l'Initiateur ne prévoit pas que la Société sera en mesure à moyen terme de distribuer des dividendes. En particulier, il n'est pas prévu qu'un dividende soit versé par Blue Solutions au titre de l'exercice 2019.*

Le conseil d'administration a ensuite **examiné** le rapport établi par le cabinet BM&A, sous la supervision du comité ad hoc conformément aux dispositions de l'article 261-1, III du RGAMF et de l'instruction de l'AMF n°2006-15 sur l'expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières, en qualité d'expert indépendant, dont il ressort des conclusions que :

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

- « *Blue Solutions est une entreprise à fort contenu technologique. Elle évolue dans un environnement économique qui n'a pas encore atteint sa pleine maturité, dans lequel la pression concurrentielle est importante, en proposant une technologie singulière. Cette dernière est, en l'état actuel, adaptée à des segments de marché plus étroits que ceux de ses concurrents. Cette situation a contraint la Société à opérer récemment une réorientation de sa stratégie dont les effets ne sont pas encore mesurables. Le succès du retournement de Blue Solutions dépendra donc de sa capacité à imposer ses produits à moyen terme tout en les améliorant afin d'étendre leur spectre d'utilisation, ce qui suppose le maintien d'un effort de recherche et développement* » ;
- « *le cours de bourse de la Société ne constitue pas un critère de valorisation pertinent pour estimer la valeur intrinsèque de l'entreprise. En effet, l'engagement pris par Bolloré en 2017 de présenter à nouveau une offre en 2020 à un prix minimum de 17 € a rendu la cotation du titre imperméable aux événements, tant ceux inhérents à la Société que ceux affectant les marchés. Pour autant, le cours de bourse n'est pas sans signification puisqu'il matérialise l'engagement de l'Initiateur vis-à-vis des actionnaires minoritaires* » ;
- « *l'Offre intervient dans une période troublée due à la pandémie du Covid-19, au cours de laquelle les marchés financiers ont été durement affectés et dont on ignore encore les conséquences futures sur l'économie réelle en général et sur Blue Solutions en particulier. Dans un contexte de retrait obligatoire certain, nous avons retenu des hypothèses d'évaluation issues de données de marché antérieures à la survenance de la crise financière. Toutefois et pour information, nous estimons que l'incidence de la crise, conduisant à déterminer une valeur « immédiate » de la Société, affecterait les valeurs présentées ci-dessus d'une décote de l'ordre de 24 %* » ;
- « *Dans ce contexte, nous avons privilégié la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie (DCF), seule susceptible à nos yeux de tenir compte des opportunités et des risques que présentent le plan d'affaires dans un contexte de retournement, et qui conduit à une valeur centrale de 12,23 € par action Blue Solutions. Sur cette valeur, le prix d'Offre extériorise une prime de 39 %* » ;
- « *Selon nous, la largeur de la fourchette de valeurs présentée pour cette méthode caractérise bien les incertitudes, dont l'incidence peut être positive ou négative, relatives à l'activité de la Société* » ;
- « *Compte tenu de leur caractère peu adapté à une société en retournement, les méthodes analogiques ont été retenues à titre secondaire. Sans surprise, la méthode des comparables boursiers présente des valeurs inférieures à celles issues du DCF dans la mesure où les multiples utilisés s'appliquent à des agrégats qui ne prennent pas complément en compte le retournement de la Société. A l'inverse, la méthode des transactions comparables, laquelle a été adaptée et procède d'une logique proche de celle du DCF, conduit logiquement à des valeurs supérieures à celle du DCF car les transactions intègrent potentiellement des primes de contrôle. Les deux méthodes analogiques conduisent à extérioriser des primes comprises entre 23 % et 68 %* » ;
- « *Sur la base de ces éléments, notre opinion est que le prix de 17 € par action Blue Solutions, proposé dans le cadre d'une offre publique d'achat simplifiée et dans l'hypothèse de la mise en œuvre d'un retrait obligatoire, est équitable, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de la Société* ».

Le conseil d'administration prend donc acte que, selon le rapport établi par le cabinet BM&A, le prix de l'Offre proposé par l'Initiateur, de 17 euros par action Blue Solutions, est équitable pour les actionnaires de la Société dans le cadre de l'Offre, y compris dans la perspective d'un retrait obligatoire.

*Après échange de vues sur le projet d'Offre et au regard des éléments qui précèdent, le conseil d'administration **décide** à l'unanimité, en ce compris les administrateurs indépendants, étant précisé que*

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

les administrateurs communs aux sociétés Blue Solutions et Bolloré ont décidé de suivre l'avis exprimé par le comité ad hoc, de reprendre à son compte les travaux et recommandations du comité ad hoc, et qu'à ce titre l'Offre est conforme aux intérêts :

- de la Société, dans la mesure où la Société est d'ores et déjà contrôlée par le groupe Bolloré, étant précisé que l'Initiateur a indiqué ne pas anticiper de synergie significative de coûts ni de revenus dans le cadre de l'Offre dont la matérialisation serait identifiable ou chiffrable en dehors des économies de frais de cotation sur Euronext ;
- de ses actionnaires, puisque le prix proposé par l'Initiateur de 17 euros par action Blue Solutions est considéré comme équitable par l'expert indépendant et valorise correctement les actions détenues par les actionnaires de la Société, y compris dans la perspective d'un retrait obligatoire ;
- de ses salariés, puisque l'Offre ne devrait pas avoir d'incidence particulière sur la politique poursuivie par la Société en matière d'emploi et de gestion des relations sociales et des ressources humaines dans la mesure où l'Initiateur contrôle d'ores et déjà la Société ;

recommande aux actionnaires d'apporter leurs actions à l'Offre pour une perception immédiate du prix de l'Offre, ou de laisser l'acquisition de leurs actions se faire dans le cadre du retrait obligatoire afin d'économiser des frais de transaction. »

3. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Pour des raisons essentiellement pratiques, les administrateurs qui détiennent des actions de la Société ont déclaré, chacun pour ce qui le concerne, qu'ils n'ont pas l'intention de les apporter à l'Offre dans la mesure où leurs actions seront en tout état de cause transférées à l'Initiateur dans le cadre du retrait obligatoire.

4. INTENTIONS DE LA SOCIETE QUANT AUX ACTIONS AUTO-DETENUES

La Société ne détient aucune action propre à la date du présent projet de note en réponse.

5. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

En application des articles 261-1, I. 1. et II. du RGAMF, le cabinet BM&A, représenté par Monsieur Pierre Béal, a été désigné en qualité d'expert indépendant en date du 12 mars 2020 afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre et du retrait obligatoire.

Ce rapport, en date du 4 mai 2020, est reproduit dans son intégralité en Annexe et fait partie intégrante du présent projet de note en réponse.

6. ELEMENTS CONCERNANT LA SOCIETE SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

6.1 Structure et répartition du capital de la Société

A la date du présent projet de note en réponse, le capital social de la Société s'élève à 145.815.330 euros, divisé en 29.163.066 actions d'une valeur nominale de 5 euros chacune, entièrement libérées, toutes de même catégorie, et le nombre de droits de vote théoriques s'établit à 57.355.787.

A la connaissance de la Société, selon les dernières informations sur les franchissements de seuils communiquées et les déclarations d'opérations en période de préoffre, le capital et les droits de vote de la Société sont répartis comme suit :

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

Actionnaire	Nombre d'actions	Pourcentage du capital	Nombre de droits de vote théoriques*	Pourcentage des droits de vote théoriques*
Bolloré	22.725.362	77,93%	45.450.719	79,24%
Bolloré Participations SE	5.133.222	17,60%	10.266.444	17,90%
<i>Total groupe Bolloré</i>	<i>27.858.584</i>	<i>95,53%</i>	<i>55.717.163</i>	<i>97,14%</i>
M. Vincent Bolloré	500	0,00%	1.000	0,00%
M. Cyrille Bolloré	19.566	0,07%	34.566	0,06%
<i>Total groupe Bolloré et MM. Vincent et Cyrille Bolloré</i>	<i>27.878.650</i>	<i>95,60%</i>	<i>55.752.729</i>	<i>97,21%</i>
Autres	1.284.416	4,40%	1.603.058	2,79%
Sur un total de	29.163.066	100%	57.355.787	100%

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

Obligation de déclaration en matière de franchissements 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.

Transfert d'actions

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

6.3 Clauses de conventions 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 (article L. 233-11 du Code de commerce)

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 ou indirectes au sein du capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil ou d'une déclaration d'opération sur titres

A la connaissance de la Société, selon les dernières informations sur les franchissements de seuils communiquées et les déclarations d'opérations en période de préoffre, 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 tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci

La loi n°2014-384 du 29 mars 2014 dite « loi Florange » a institué, à défaut d'une clause contraire des statuts adoptée postérieurement à sa promulgation, un droit de vote double aux actions entièrement libérées et pour lesquelles il est justifié d'une inscription nominative depuis deux ans au nom du même actionnaire (article L. 225-123 du Code de commerce).

La comptabilisation de la durée de détention de deux ans a débuté le 2 avril 2014, date d'entrée en vigueur de la loi Florange.

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

En conséquence, les actionnaires de la Société bénéficient et sont susceptibles de bénéficier, depuis le 3 avril 2016, d'un droit de vote double, de plein droit, dès lors que les conditions requises par la loi sont réunies.

Le droit de vote double attaché à l'action est perdu en cas de conversion au porteur ou de transfert en propriété desdites actions, conformément et sous réserve des exceptions prévues à l'article L. 225-124 du Code de commerce.

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

Néant.

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

A la connaissance de la Société, à la date du présent projet de note en réponse, il n'existe pas d'accord entre actionnaires pouvant entraîner des restrictions relatives au transfert d'actions et/ou à l'exercice du droit de vote.

6.8 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts de la Société

Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration

En application des articles 10 des statuts, la Société est administrée par un conseil d'administration de trois membres au moins et de dix-huit membres au plus, sous réserve de la dérogation prévue par la loi en cas de fusion. Les administrateurs sont nommés par l'assemblée générale ordinaire. La durée de leurs fonctions est de trois années maximum. La limite d'âge pour exercer les fonctions d'administrateur est fixée à 99 ans. Le conseil d'administration peut procéder à des nominations provisoires dans les cas et sous les conditions prévues par la loi.

Le règlement intérieur du conseil d'administration (arrêté en séance du 20 mars 2014) contient une stipulation aux termes de laquelle chaque administrateur devra allouer chaque année un pourcentage de 10% du montant des jetons de présence reçus au titre de ses fonctions, à l'acquisition de titre Blue Solutions, et ce, jusqu'à détention d'un nombre d'actions dont la contrepartie sera équivalente à une annuité de jetons de présence reçus.

Règles applicables à la modification des statuts

Les règles applicables à la modification des statuts de la Société sont celles prévues par la loi.

6.9 Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres

En application de l'article 12 des statuts, le conseil d'administration détermine les orientations 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. Il procède, en outre, aux contrôles et vérifications qu'il juge opportuns.

A la date du présent document, le conseil d'administration ne bénéficie d'aucune délégation de pouvoirs en vue de l'émission ou du rachat d'actions de la Société.

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

6.10 Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société

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

6.11 Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration, les salariés ou les dirigeants de la Société, en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique

Néant.

7. INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE

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.

8. PERSONNE ASSUMANT LA RESPONSABILITE DU PROJET DE NOTE EN REPOSE

« 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 Jean-Luc Monfort
Directeur général de Blue Solutions

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

Annexe
Rapport de l'Expert Indépendant

BMA



Blue Solutions

Blue Solutions
Bolloré

Expertise indépendante

Projet d'offre publique d'achat simplifiée

4 mai 2020

SOMMAIRE

Table des matières

SOMMAIRE	2
1 CONTEXTE DE L'OPÉRATION	4
2 PRÉSENTATION DE L'EXPERT INDÉPENDANT	6
2.1 Missions d'expertise indépendante réalisées au cours des 36 derniers mois	6
2.2 Déclaration d'indépendance	6
2.3 Rémunération de l'expert	7
2.4 Diligences effectuées par l'expert	7
3 PRÉSENTATION DE BLUE SOLUTIONS	11
3.1 Historique de l'activité et positionnement stratégique	11
3.1.1 Une technologie innovante sur un marché de niche.....	11
3.1.1 La fin du modèle économique d'origine du fait de l'arrêt d'Autolib'	12
3.1.2 Réorientation stratégique de l'entreprise : bus et stationnaire	12
3.2 Analyse des performances financières passées	14
3.2.1 Évolution de l'activité	14
3.2.2 Évolution des résultats	15
3.2.3 Évolution des flux de trésorerie	18
3.2.4 Évolution de la situation bilancielle consolidée	19
3.2.5 Conclusion sur les performances financières passées.....	22
3.3 Plan stratégique 2020-2025 extrapolé jusqu'en 2027 par la Société	22
4 TRAVAUX D'ÉVALUATION	25
4.1 Données financières servant de base aux méthodes d'évaluation	25
4.1.1 Nombre de titres	25
4.1.2 Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres	25
4.2 Méthodes ou références non retenues	26
4.2.1 Actif net comptable	26
4.2.2 Méthodes basées sur le dividende	26
4.2.3 Transactions sur le capital de la Société.....	27
4.2.4 Objectifs de cours des analystes	27
4.3 Méthodes et références retenues	27
4.3.1 Cours de bourse.....	27
4.3.2 Évaluation par la méthode DCF	29
4.3.3 Évaluation par la méthode des comparables boursiers	35
4.3.4 Évaluation par la méthode des transactions comparables.....	37
4.3.5 Synthèse des résultats issus des méthodes retenues	38
4.3.6 Approche de l'impact de la crise financière sur la valeur de l'action Blue Solutions	38
5 ANALYSE DES TRAVAUX DE L'ÉVALUATEUR	40
5.1 DCF comme méthode d'évaluation privilégiée	40

5.2	Référence au cours de bourse	42
5.3	Comparables boursiers	42
5.4	Transactions comparables	43
5.5	Conclusion.....	43
6 	CONCLUSION	44
7 	ANNEXES	46
7.1	Volatilité	46
7.1.1	Volatilité annualisée sur 3 ans.....	46
7.1.2	Volatilité comparée aux sociétés de l'échantillon des comparables cotés (Tier 1&2)	46
7.2	Sociétés cotées comparables	47
7.2.1	Analyse comparative	47
7.2.2	Agrégats des comparables.....	50
	Transactions comparables	51
7.3	51	
7.4	Lettre de mission	52

1 | CONTEXTE DE L'OPÉRATION

Par communiqués de presse en date du 12 mars 2020, les sociétés Blue Solutions (ci-après « **Blue Solutions** » ou la « **Société** ») et Bolloré SE (ci-après « **Bolloré** » ou l'« **Initiateur** ») ont annoncé un projet d'offre publique alternative simplifiée sur Blue Solutions initiée par Bolloré. Cette opération prévoyait une offre d'achat en numéraire fixée à 17 € par action Blue Solutions, assortie d'une branche alternative sous forme d'échange d'une action Blue Solutions contre 4,5 actions Bolloré, et envisageait la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire.

Le 17 mars 2020, Bolloré a annoncé renoncer à la branche alternative, « l'évolution récente exceptionnelle des marchés financiers ayant fait perdre tout intérêt à la branche échange ». Compte tenu de cette évolution, seule subsiste l'offre en numéraire sous la forme d'une offre publique d'achat simplifiée (ci-après l'« **Offre** » ou l'« **OPAS** », au prix inchangé de 17 € par action Blue Solutions, suivie d'un retrait obligatoire proposé au même prix.

L'Offre vise la totalité des actions Blue Solutions qui ne sont pas détenues par Bolloré soit 6 437 704 actions, représentant 22,07 % du capital et 20,70 % des droits de vote. A la date de notre rapport, l'actionnariat se décompose comme suit :

Blue Solutions Actionnariat au 8 avril 2020	Situation pré OPAS			
	Actions		Droits de vote	
	nombre	%	nombre	%
Bolloré SE	22 725 362	77,9%	45 450 719	79,3%
Bolloré Participations SE	5 133 222	17,6%	10 266 444	17,9%
Groupe Bolloré	27 858 584	95,5%	55 717 163	97,2%
Vincent Bolloré	500	0,0%	1 000	0,0%
Cyrille Bolloré	19 566	0,1%	34 566	0,1%
Total Groupe Bolloré et famille Bolloré	27 878 650	95,6%	55 752 729	97,3%
Flottant	1 284 416	4,4%	1 564 768	2,7%
Total	29 163 066	100,0%	57 317 497	100,0%

Il convient de relever que la société Bolloré Participations SE, société holding du groupe Bolloré, ayant pris acte de l'abandon de la branche « échange » à laquelle elle avait initialement exprimé son intention d'apporter ses titres, a indiqué qu'elle avait l'intention d'apporter à l'Offre la totalité des titres Blue Solutions qu'elle détient, soit 5,1 millions d'actions représentant 17,6 % du capital. Ainsi, compte tenu de la quote-part de capital déjà détenue par Bolloré et de l'apport à l'Offre de Bolloré Participations SE, l'Initiateur détiendra au minimum 95,5 % du capital et 96,9 % des droits de vote conduisant mécaniquement à la mise en œuvre de la procédure de retrait obligatoire à l'issue de l'Offre.

L'Offre trouve son origine dans l'engagement pris par l'Initiateur de faire bénéficier aux actionnaires de Blue Solutions qui auraient décidé de ne pas apporter leurs actions à l'offre publique d'achat simplifiée déposée en juillet 2017, d'une seconde offre après l'annonce publique des comptes de l'exercice 2019 au même prix de 17 €¹.

¹ Cette seconde offre était conditionnée au fait qu'au 41^{ème} jour de bourse suivant le jour de l'annonce publique, par Blue Solutions, de ses comptes 2019, le cours de référence de l'action Blue Solutions soit inférieur à 17 €, ce cours de référence correspondant à la moyenne arithmétique pondérée par les volumes quotidiens des cours de bourse de l'action Blue Solutions sur les 40 jours de bourse suivant la date de l'annonce des comptes 2019 de Blue Solutions.

L'offre de 2017 était motivée par le souhait de l'actionnaire majoritaire de faire bénéficier aux actionnaires qui le souhaitent, d'une fenêtre de liquidité immédiate dans un contexte d'incertitudes technologiques et financières dues aux progrès du lithium-ion et dans la perspective d'une consolidation de l'ensemble des sociétés actives dans le secteur de la mobilité électrique du groupe Bolloré. Dans cette optique, des promesses de vente avaient été accordées par Bolloré à Blue Solutions pour le rachat de sept sociétés² sur la base d'un prix de vente arrêté par un expert indépendant et dont la fenêtre d'exercice s'étendait, après amendement, sur 6 mois, du 1er janvier au 30 juin 2020.

A l'occasion de la publication de la présente Offre, le conseil d'administration de Blue Solutions réuni le 12 mars 2020 a décidé de n'exercer aucune des options qui lui avaient été consenties. Cette décision découle du constat de l'arrêt du service Autolib' mi-2018, conduisant à l'arrêt de la production de voitures électriques (Bluecar) et d'autopartage (Bluecarsharing), de l'absence de développement de Bluetram et Blueboat, et du peu d'intérêt stratégique d'acquiescer les autres sociétés dont les actions étaient sous promesse dans la mesure où l'intégration globale n'était plus d'actualité. Compte tenu de l'évolution de ses débouchés initiaux, et notamment de celle du véhicule électrique individuel, Blue Solutions a modifié son positionnement et a indiqué souhaiter désormais se concentrer sur le développement des batteries à destination des bus et du stockage stationnaire. Ainsi, outre l'engagement pris en 2017 de déposer à nouveau une offre, l'OPAS actuelle s'inscrit dans le contexte d'un repositionnement stratégique de la Société qui, s'il reste prometteur, n'en demeure pas moins porteur de risques nouveaux.

Dans ce cadre, le cabinet BM&A Advisory & Support a été mandaté le 12 mars 2020 par le Conseil d'Administration de la Société, sur proposition d'un comité ad hoc majoritairement composé d'administrateurs indépendants, en qualité d'expert indépendant afin d'apprécier le caractère équitable du prix proposé pour les actions Blue Solutions dans le cadre de la présente Offre. Notre lettre de mission est annexée au présent rapport (annexe 7.4).

Notre intervention est requise par les dispositions du règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (ci-après l'« AMF ») figurant au Titre VI du Livre II, Chapitre 1er, article 261-1, et en particulier :

- le paragraphe I, alinéa 1°, dans la mesure où 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 ;
- le paragraphe II dans la mesure où un retrait obligatoire est envisagé.

La présente attestation ne constitue pas une recommandation de participer ou non à l'Offre.

² Bluecar, Autolib', Bluecarsharing, Bluebus, Blueboat, Bluetram, Bluestorage, Polyconseil et IER, sociétés réunies au sein du périmètre Blue Applications.

2 | PRÉSENTATION DE L'EXPERT INDÉPENDANT

Le cabinet BM&A Advisory & Support (ci-après « **BM&A A&S** » ou « **BM&A** ») est une société d'expertise comptable inscrite au tableau de l'Ordre des experts-comptables de Paris Ile-de-France. Issue de la scission en 2015 du cabinet BM&A, BM&A A&S est une filiale à 100 % de BM&A Partners, société faitière du groupe BM&A qui compte environ 150 collaborateurs. L'intégralité du capital de BM&A Partners est détenue directement ou indirectement par ses 22 associés, personnes physiques.

BM&A A&S est constitué sous forme de société par actions simplifiée au capital de 1 287 474 € ; son siège social est situé 11 rue de Laborde à Paris 8ème.

Le groupe BM&A développe plusieurs activités : audit comptable et financier, évaluation financière et expertise indépendante, consolidation et reporting, prévention et restructuration, transaction services et risques, process et systèmes d'information. Chaque activité, animée par un ou plusieurs associés, dispose d'une équipe dédiée, spécialisée dans son domaine.

Le groupe BM&A jouit d'une expérience reconnue dans les opérations requérant une appréciation indépendante de l'équité entre actionnaires et est membre de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI). Le groupe BM&A est doté d'une charte déontologique propre aux missions d'expertise indépendante, téléchargeable sur son site Internet www.bma-paris.com.

2.1 Missions d'expertise indépendante réalisées au cours des 36 derniers mois

Au cours des 36 derniers mois, le cabinet a produit les attestations d'équité et les rapports d'expertise indépendante suivants :

Date	Opération	Cible	Initiateur/Bénéficiaire	Banque présentatrice
mai-17	Offre Publique d'Achat Simplifiée	DL Software	DL Invest	Invest Securities
mars-18	Transfert de siège	Akka Technologies	n/a	n/a
mai-18	Augmentation de capital réservée avec suppression du DPS	Vergnet	Arum International	n/a
févr-19	Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire	Guy Degrenne	Diversita & Vorwerk	Kepler Cheuvreux
mars-19	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Harvest	Five Arrows Principal Investments	Lazard, Alantra
mai-19	Augmentation de capital réservée et émission d'ADP	Alès Groupe	n/a	n/a
juil-19	Offre Publique d'Achat	Coheris	ChapsVision	Invest Securities
nov-19	Offre Publique de Rachat d'Actions	Iliad	n/a	CACIB & Société Générale

2.2 Déclaration d'indépendance

En application de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF, nous attestons que notre cabinet, et le signataire du présent rapport, ne se trouvent pas, vis-à-vis de la Société, de leurs conseils et de leurs actionnaires, dans une des situations de conflit d'intérêts décrites dans l'instruction AMF n°2006-08 du 28 septembre 2006, modifiée le 10 février 2020. En particulier, nous attestons que le cabinet et ses associés :

- n'entretiennent aucun lien juridique ou en capital avec les sociétés concernées par l'Offre, ou leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance ;
- n'ont procédé à aucune évaluation de la société visée par l'Offre ou qui réalise l'Offre au cours des 18 mois précédant la date de désignation ;

- ne détiennent aucun intérêt financier dans la réussite de l’Offre, ni créance ni dette envers l’une des sociétés concernées par l’Offre ou toute personne contrôlée par ces sociétés ;
- n’ont pas conseillé l’une des sociétés concernées par l’Offre ou toute personne que ces sociétés contrôlent au sens de l’article L. 233-3 du Code de commerce au cours des dix-huit derniers mois.

2.3 Rémunération de l’expert

La rémunération perçue par BM&A au titre de la présente opération s’élève à 85 000 €, hors taxes et débours.

2.4 Diligences effectuées par l’expert

La présente mission est réalisée par Pierre Béal, associé, et Roland Clère, senior manager spécialisé en évaluation financière des entreprises. Ils ont été assistés par Jillian Walter, chef de mission.

La revue indépendante a été effectuée par Eric Blache, associé du cabinet, qui n’est pas directement intervenu dans les travaux menés par l’équipe susmentionnée. Le rôle de l’associé en charge de la revue indépendante consiste à s’assurer que les procédures du cabinet et les obligations réglementaires imposées par le règlement général de l’AMF en matière d’expertise indépendante, ainsi que l’instruction et les recommandations qui y sont attachées, sont bien respectées. Lors de sa revue qui se déroule en fin de mission, il interroge les membres de l’équipe en charge de la mission sur les points qu’il souhaite approfondir ou éclaircir. Réciproquement, si besoin est en cours de mission, les membres de l’équipe peuvent solliciter l’associé en charge de la revue indépendante sur tout sujet en relation avec la mission (méthodologique, technique, réglementaire, déontologique). A l’issue de sa revue, l’associé en charge de la revue indépendante remplit un questionnaire qu’il cosigne avec l’associé signataire du rapport.

Nous avons effectué nos diligences conformément aux dispositions des articles 262-1 et suivants du règlement général de l’AMF, de son instruction d’application du 28 septembre 2006 et des recommandations de l’AMF du 28 septembre 2006, modifiées le 10 février 2020.

Nous avons été informés de l’Opération envisagée le 12 février 2020 et nommés le 12 mars 2020 par le conseil d’administration après consultation du comité *ad hoc*. Notre intervention s’est effectivement déroulée du 13 mars au 4 mai 2020, date à laquelle nous avons remis la version définitive de notre rapport.

Au cours de nos travaux, nous nous sommes principalement entretenus avec les personnes suivantes :

- Blue Solutions :
 - Jean-Luc Monfort, directeur général ;
 - Didier Marginèdes, vice-président et administrateur, membre du comité ad hoc ;
 - Monique Glemarec, administrateur indépendant, membre du comité ad hoc ;
 - Laura Carrère, administrateur indépendant, membre du comité ad hoc ;
 - Jean-Louis Milin, administrateur indépendant, membre du comité ad hoc ;
 - Arnaud Glatigny, directeur financier.
- CIC, conseil du comité ad hoc de Blue Solutions :
 - Eric Le Boulch, directeur, responsable de CIC Market Solutions ;
 - Pierre Gerval, directeur, responsable ECM-Paris ;
 - Françoise Etienne, directeur recherche corporate.

- Bolloré SE :
 - Cédric de Bailliencourt, vice-président ;
 - Claude Parisot, directeur juridique ;
 - Juliette Laquerrière, vice-president Treasury & financings ;
 - Caroline Descaves-Garcia, directrice de la consolidation et du contrôle de gestion Groupe.

- Cabinet Bompont – Conseil du groupe Bolloré :
 - Dominique Bompont.

- Natixis – Banque Présentatrice :
 - Yann Le Fur, senior banker Coverage ;
 - Alexis Bauza, executive director ECM ;
 - Maud Lucas, analyst Coverage ;
 - Antoine Renard, ECM analyst.

- BNP Paribas – Banque Présentatrice :
 - Christophe Jalinot, managing director ;
 - Alice Pinta, M&A associate ;
 - Loïc Saint-Germain, M&A associate.

Nos travaux ont été réalisés sur la base des documents communiqués par la Société et sur les informations communiquées lors d’entretiens portant notamment sur les points suivants :

- i) la présentation de l’opération envisagée et son contexte ;
- ii) la description de l’activité de la Société et de son marché, et en particulier les avantages et inconvénients de la technologie LMP® comparée au lithium-ion et du développement des nouvelles lignes de production en France et au Canada ;
- iii) les commentaires sur les comptes de l’exercice 2019 ;
- iv) les éléments de passage de la valeur d’entreprise à la valeur des capitaux propres, et notamment la valorisation de CSI et des reports déficitaires ;
- v) la compréhension des décisions ayant conduit à renoncer à l’exercice des promesses de vente ;
- vi) la constitution de l’échantillon des sociétés cotées comparables ;
- vii) la détermination du taux d’actualisation applicable au modèle économique actuel de Blue Solutions.

Nos travaux ont principalement consisté à :

- i) prendre connaissance de l’activité et de l’historique de la Société ;
- ii) étudier le contexte général de l’Offre ;
- iii) analyser la formation du chiffre d’affaires et des marges historiques de la Société et étudier l’évolution de sa situation financière ;

- iv) analyser les données financières prévisionnelles de la Société sur la base du plan d'affaires 2020-2027 ;
- v) apprécier la rentabilité normative de la Société au-delà de l'horizon des prévisions ;
- vi) mettre en œuvre les méthodes d'évaluation des capitaux propres de la Société, jugées pertinentes au cas d'espèce ;
- vii) prendre connaissance des travaux d'évaluation mis en œuvre par les banques présentatrices, Natixis et BNP Paribas, afin d'en réaliser l'analyse ;
- viii) échanger régulièrement avec le CIC ;
- ix) échanger régulièrement avec les membres du comité ad hoc en présence du CIC ; nous avons tenu trois réunions avant l'émission de notre rapport d'expertise indépendante (les 17 et 24 avril, puis le 4 mai 2020) ;
- x) rédiger notre rapport.

Pour accomplir notre mission, nous avons notamment utilisé les documents et informations qui nous ont été communiqués par la Société et par ses conseils. Il s'agit principalement :

- des projets de note d'information, établi par Bolloré, et de note en réponse, établi par Blue Solutions, relatifs au projet d'offre publique d'achat simplifiée ;
- du rapport d'évaluation des Banques Présentatrices du 23 mars 2020, intitulé « Rapport de valorisation de Blue Solutions » ;
- du plan d'affaires 2020-2027 de Blue Solutions, établi par le management de la Société ;
- des comptes consolidés 2019 de Blue Solutions ;
- des projets de comptes individuels 2019 de Blue Solutions Canada et de CSI ;
- des éléments de valorisation des UGT Batteries et CSI établis dans le cadre de norme IAS 36 (impairment test) ;
- des éléments de calcul de la valeur actuelle de la clause de retour à meilleure fortune ;
- des documents de référence et des rapports semestriels historiques de Blue Solutions ;
- du projet de liasse fiscale 2019 de Blue Solutions ;
- des conventions d'abandon de créances avec clause de retour à meilleure fortune signée en 2009 entre Bolloré et Batscap (future Blue Solutions) ;
- des rapports d'expertise indépendantes du 9 mars 2020 relatifs à l'évaluation des sociétés Autolib', Bluecar, Bluecarsharing, Blueboat, Bluetram, IER, Polyconseil, Bluebus et Bluestorage sur lesquels le conseil d'administration de Blue Solutions s'est reposé pour renoncer à l'exercice des promesses de vente.

Nous avons principalement utilisé la base de données financières Eikon de Refinitiv (ex Thomson-Reuters) et les outils développés par le cabinet sous la marque Fairness Finance. Afin de compléter nos analyses, nous avons également collecté toute information de source publique dont l'exploitation nous a semblé pertinente, en ce compris les rapports annuels et les comptes consolidés de la Société. Enfin, nous avons examiné les rapports annuels et les notes d'analyse disponibles relatifs aux sociétés que nous avons étudiées dans le cadre de la recherche des échantillons de sociétés comparables.

Nos travaux ne consistaient pas à réaliser un audit ou un examen limité des comptes annuels ou des situations comptables au sens des normes d'exercice professionnel de la CNCC ou des normes internationales de l'IFAC.

S'agissant des prévisions financières sur lesquelles nous nous sommes basés, la direction de Blue Solutions nous a affirmé qu'elles correspondaient à sa vision du développement de la Société et, qu'à la date d'émission de notre rapport, elle n'a connaissance d'aucun élément susceptible de les remettre en cause.

Conformément à la pratique en matière d'expertise indépendante, nous n'avons pas cherché à valider les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence. Notre opinion est nécessairement fondée sur les conditions de marché, économiques et autres, telles qu'elles existent et telles qu'elles peuvent être actuellement anticipées, ainsi que sur les informations mises à notre disposition.

3 | PRÉSENTATION DE BLUE SOLUTIONS

3.1 Historique de l'activité et positionnement stratégique

3.1.1 Une technologie innovante sur un marché de niche

Fort d'un savoir-faire dans le domaine des films plastiques ultrafins³ puis dans celui des composants diélectriques (ou polarisables) pour condensateurs, le Groupe Bolloré a créé l'entreprise Blue Solutions en 2001⁴, afin de développer une batterie (ou accumulateur) électrique innovante. Cette dernière se distingue de la technique la plus répandue, i.e. dite lithium-ion, par l'utilisation de composants solides, d'où son appellation de "Lithium Métal Polymère", LMP®. À la différence des batteries concurrentes classiques lithium-ion qui recourent à un solvant comme électrolyte, la batterie LMP® utilise uniquement de minces couches solides de métal ou de polymères de différentes compositions et obtenues par extrusion⁵.

Cette innovation a permis de produire des batteries d'une densité d'énergie comparable à celle de la technologie lithium-ion⁶, avec pour principal avantage une sécurité accrue du fait de son insensibilité aux conditions climatiques⁷, ce qui la dispense d'un système de refroidissement. À l'inverse, les batteries Lithium-ion contiennent un liquide corrosif et potentiellement explosif, ce qui nécessite des systèmes de sécurité et de refroidissement dans les applications mobiles. Par ailleurs, l'accumulateur LMP® est plus écologique, car il ne contient ni terres rares ni liquides toxiques ni métaux lourds. Il est ainsi totalement recyclable, avec une possibilité de réemploi pour des applications stationnaires moins exigeantes, avant d'être finalement démantelé. Enfin, ce caractère écologique est renforcé par une longévité élevée, supérieure à 3 000 cycles (ancienne génération).

Bien qu'insensible aux conditions climatiques, l'accumulateur LMP® présente une productivité optimale entre 70 °C et 80 °C. La batterie doit ainsi utiliser une partie de l'énergie stockée pour maintenir cette température ce qui entraîne sa décharge progressive en l'absence de raccordement à une source d'alimentation externe, alors que le phénomène d'autodécharge est négligeable s'agissant d'une batterie lithium-ion en bon état. Cette spécificité fait que la technologie LMP® est particulièrement adaptée pour deux applications de mobilité :

- Les véhicules d'autopartage en milieu urbain, qui sont soumis à une utilisation intensive et qui, une fois à l'arrêt, ne peuvent être garés qu'en étant raccordés à des bornes de recharge ;
- Les bus urbains, qui disposent d'une autonomie suffisante pour fonctionner le jour en conservant leurs batteries à une température optimale et être rechargés la nuit.

C'est cette première application pour l'autopartage qui a permis à la Société de passer à la phase d'industrialisation. Associée à d'autres filiales du Groupe Bolloré, regroupées au sein du périmètre Blue Applications, la Société a fourni les batteries des Bluecar® destinées au réseau Autolib' mis en place à Paris et en Île de France à partir de 2011. La fiabilité des batteries et plus généralement de l'ensemble du dispositif d'autopartage ont conduit à leur adoption par d'autres communautés urbaines, à Lyon, Bordeaux, Turin, Indianapolis, Londres, Los Angeles et Singapour. Il convient d'indiquer que ces véhicules ont une vitesse de pointe de 130 km/h et une autonomie de 250 km en milieu urbain, dans des conditions normales d'utilisation⁸.

³ Savoir-faire reposant sur l'extrusion de polymère.

⁴ Anciennement dénommée Batscap, la société a été constituée en 1998 et a commencé son activité en 2001.

⁵ L'électrolyte utilisé est un polymère solide contenant des sels de lithium, l'anode est un film de lithium et la cathode un polymère extrudé contenant du phosphate, du fer et du carbone.

⁶ Densité massique d'énergie de 125 Wh/kg (avec 125 Wh/L), qui se compare à une plage de 100 à 250 Wh/kg pour les batteries lithium-ions actuelles.

⁷ Température de fonctionnement comprise entre -20 °C et 160 °C.

⁸ Une Renault Zoé roulant à une vitesse constante de 70 km/h par exemple, présente une autonomie variant entre 240 km et 380 km en fonction de la température ambiante. À 130 km/h, elle passe sous la barre des 200 km.

Ces caractéristiques ont à ce jour limité les applications pour véhicules légers essentiellement à l'autopartage. En dehors de ce dernier, on notera un partenariat passé en 2015 par la Société avec le groupe PSA pour équiper en batterie un modèle de E-Mehari, commercialisé depuis le second semestre 2016.

3.1.1 La fin du modèle économique d'origine du fait de l'arrêt d'Autolib'

Les batteries de voitures étaient vendues à la Société Bluecar, chargée de superviser la fabrication et la distribution des véhicules. Elles demeuraient sa propriété et étaient louées aux sociétés d'autopartage. En effet, les batteries produites par la Société ont pour l'essentiel équipé des véhicules destinés à cet usage, qu'ils soient gérés par la société Autolib' pour le réseau implanté à Paris et en Ile de France, ou par des filiales de Bluecarsharing pour les autres réseaux.

Équipée d'une batterie LMP®, la première Bluecar a été développée en 2004 et présentée au salon de Genève de 2005, la phase industrielle ayant commencé 2009 avec la construction du premier site de production. Après une phase de montée en puissance industrielle liée à l'équipement des véhicules des réseaux d'autopartage déployés par Autolib', les ventes annuelles de la Société ont atteint leur plus haut niveau en 2015, avec la livraison de 2 220 batteries pour véhicules légers. Depuis cette date, la production de batteries pour véhicules légers n'a cessé de baisser pour s'arrêter définitivement en 2019. À cela plusieurs explications :

- Les batteries LMP® s'avèrent capables de supporter 3 000 cycles de charges et décharges complètes et ne rencontrent pas d'avaries significatives. Alors que les batteries sont garanties un an, ceci leur confère une durée d'utilisation qui excède celle des véhicules d'autopartage, fortement sollicités par leurs utilisateurs. Une telle durée utile n'a pas permis de faire émerger un marché significatif de renouvellement, tant que l'essentiel de la production était consacré à des véhicules légers destinés à l'autopartage ;
- En juin 2018, la ville de Paris au travers du syndicat mixte Autolib' Velib' Métropole (regroupant Paris et une centaine de communes d'Île de France) a résilié par anticipation la convention de délégation de service public d'Autolib', suite à la demande de prise en compte par celle-ci des pertes excédant sa franchise contractuelle⁹. Cette flotte de près de 4 000 véhicules représentait les ¾ de la flotte totale d'autopartage du Groupe Bolloré et seuls 500 véhicules ont pu être réaffectés à d'autres villes.

Cet arrêt de la délégation parisienne a finalement compromis la rentabilité financière de l'activité d'autopartage dans son ensemble, laquelle n'était pas encore parvenue à l'équilibre. Il a par ailleurs créé un stock abondant de pièces détachées, à commencer par les batteries dont l'offre devient durablement excédentaire à la demande en dépit de la vente d'une partie des véhicules à des tiers en vue de la constitution de flottes d'entreprises. Dans ces conditions, le Groupe Bolloré a cessé la production de voitures électriques et mis un terme aux services d'autopartage d'Indianapolis et de Londres, tout en recherchant des solutions avec les collectivités concernées pour poursuivre le fonctionnement des autres réseaux.

3.1.2 Réorientation stratégique de l'entreprise : bus et stationnaire

En dépit de l'arrêt de son marché historique, Blue Solutions a décidé de maintenir son activité tout en poursuivant son effort de recherche et de développement afin d'améliorer les performances de la batterie LMP®. La société est ainsi parvenue à développer une nouvelle génération d'accumulateur, l'IT3, qui présentera notamment un coût de fabrication plus économique que la génération précédente, l'IT2, ainsi qu'une densité énergétique de 140 Wh/kg contre 125 Wh/kg et un nombre de cycles porté de 3 000 à 4 000. Cette nouvelle génération, dont les prototypes ont donné satisfaction, entrera en production en 2020. Dans cette perspective, la Société a modernisé ses deux chaînes de production. L'investissement correspondant et la sous-activité accompagnant cette phase de transition ont été financés par les comptes courants que le Groupe Bolloré a accordé à sa filiale Blue Solutions.

Ces nouvelles batteries doivent permettre à la Société de relancer son activité autour des deux autres applications de la batterie LMP® que sont l'équipement des bus urbains et les stations de stockage pour les réseaux d'approvisionnement en électricité. Les ventes par la Société de batteries pour bus et pour équipements

⁹ La société Autolib' a présenté une demande d'indemnisation de 235 m€.

stationnaires ont en effet débuté en 2012 mais leur poids relatif était demeuré inférieur à 25 % de la production jusqu'en 2016. Elles constituent désormais les deux principaux axes de développement de l'entreprise.

- Le stockage électrique stationnaire pour les réseaux s'opère à partir de cellules LMP® regroupées en modules, sur le même principe que les batteries utilisées pour les applications mobiles. Leur principe modulaire permet d'offrir des conditionnements allant des besoins du particulier équipé, par exemple, de quelques panneaux solaires, à des shelters destinés à des centrales solaires. Elles permettent d'éviter les ruptures d'alimentation des réseaux, notamment dans les usages industriels, ainsi que l'écrêtage ou la gestion de l'intermittence des productions d'énergie renouvelables, ou encore, le lissage de la courbe de charge pour des réseaux électriques locaux. Conçus et commercialisés par les filiales spécialisées de Blue Applications, ces équipements ont fait leur preuve avec notamment Engie pour client. Ils peuvent aussi permettre la fourniture d'électricité à des utilisateurs isolés des réseaux approvisionnés par des centrales électriques, comme en Afrique où le Groupe Bolloré a installé une vingtaine de sites de stockage d'une capacité de 6 MWh.
- La batterie LMP® est parfaitement bien adaptée pour équiper des bus en milieu urbain étant particulièrement fiable et sûre. Un bus de 12 mètres de long par exemple, équipé de 8 packs (ou batteries) de 6 modules, possède une autonomie de 250 km. N'ayant pas besoin d'être refroidies, ces batteries sont par ailleurs indiquées pour équiper des bus climatisés lesquels présentent un besoin énergétique additionnel. Enfin, avec plus de 4 000 cycles, elles pourront n'être changées qu'une fois au cours de la vie d'un bus, dont la Société estime la durée utile à une quinzaine d'années. À la différence des Bluecar, les ventes à Bluebus s'accompagneront potentiellement d'un marché de renouvellement en batteries.
- La loi de 2015 sur la transition énergétique impose aux transporteurs publics d'opter pour des bus électriques à l'occasion du renouvellement de leur flotte dans une proportion de 50 % à compter de 2020, puis de 100 % en 2025. Cette obligation crée donc un contexte favorable, même si la majeure partie du marché sera probablement constituée de bus non climatisés et équipés de batteries classiques lithium-ion, moins chères que les batteries LMP®, y compris après prise en compte des dispositifs de refroidissement pour assurer leur bon fonctionnement.

C'est essentiellement sur la vente de batteries pour bus urbains que le groupe fonde désormais ses espoirs de développement et de retour à la rentabilité. Comme pour les véhicules légers, le Groupe Bolloré a tout d'abord développé une stratégie intégrée verticalement, en faisant produire par Blue Solutions des batteries destinées à sa filiale de production, Bluebus. La gamme de véhicules équipés s'est élargie au fil du temps, passant de mini-bus de 6 mètres de long à des unités de 12 mètres en 2016. En 2018, la société avait équipé 280 bus (essentiellement de 6 mètres). Sur le segment des véhicules de 12 mètres, avec la prise de commande ferme de 162 bus entre 2017 et 2019, la RATP est devenue le premier client de Bluebus, qui équipe aussi les agglomérations de Rennes, de Vichy et de Bruxelles.

La montée en puissance de l'activité devrait permettre à Bluebus de franchir le point mort opérationnel en 2021 et de saturer son outil de production d'une capacité annuelle de 200 bus de 12 mètres.

Plus prometteur, Blue Solutions a conclu en juillet 2018 avec le groupe Daimler un accord susceptible de permettre à la Société, d'équiper en batteries LMP® ses bus eCitaro à partir de 2020. On notera que Daimler est présent en Amérique latine, avec jusqu'à ce jour dans cette zone, des bus à moteurs thermiques. Il pourrait désormais y vendre des bus climatisés équipés de batteries LMP® pour autant que ces pays optent à leur tour pour des moyens de transport plus écologiques et qu'ils demeurent sensibles à l'argument de la qualité et de la sécurité dont se prévaut Daimler pour se différencier sur ces marchés de ses concurrents, notamment chinois.

Enfin, il convient d'indiquer que cet accord ne comporte pas de volumes engageants et que le client final de Daimler pourra aussi, s'il le souhaite, équiper ses véhicules en batteries lithium-ion classiques auprès du fabricant allemand Akasol. L'équipement en batterie LMP® est donc probablement destiné au segment le plus haut de gamme de l'offre de bus électrique du groupe Daimler.

Aux applications actuelles de la batterie LMP®, la Société ajoute un dernier savoir-faire en matière de supercapacité. La supercapacité est un condensateur à très forte capacité électrique dont l'intérêt est de présenter des temps réduits de décharge et de recharge d'énergie (de quelques secondes à quelques minutes), avec un nombre de cycles se comptant en plusieurs millions. Cette technologie a permis à Blue Solution et à la société Bluetram de développer

un nouveau type de tramway. Toutefois, compte tenu du manque de débouchés, la Société a arrêté la production de supercapacités pour tramway. Ce savoir-faire pourrait le cas échéant être utilisé dans d'autres applications de mobilité.

On notera que les condensateurs peuvent être utilisés conjointement avec des accumulateurs LMP®. Par exemple, l'ajout d'un condensateur à une voiture ou à un bus électrique peut s'envisager pour améliorer leurs performances au démarrage et récupérer l'énergie au freinage. Couplé avec un moteur à combustion et explosion, une supercapacité permet de réduire la consommation de carburant et la pollution des gaz d'échappement particulièrement élevée au démarrage. À ce jour, ces applications prometteuses n'ont toutefois eu qu'une incidence marginale sur l'activité de Blue Solutions.

3.2 Analyse des performances financières passées

3.2.1 Évolution de l'activité

L'évolution de la production de batteries et du chiffre d'affaires correspondant entre 2013 et 2019 est résumée dans le tableau ci-après.

Exercices clôtés au 31 décembre	U	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Batteries véhicules légers	#	836	2 004	2 220	2 068	1 102	44	-
Batteries bus	#	84	112	202	411	391	323	394
Batteries stationnaires	#	136	280	508	(19)	15	16	33
Nombre de batteries vendues	#	1 056	2 396	2 930	2 460	1 508	383	427
Variation	%	-27%	127%	22%	-16%	-39%	-75%	11%
Stock de batteries	#	nd	nd	2 436	2 510	2 303	1 067	420
Variation du stock	#	nd	nd	nd	74	(207)	(1 236)	(647)
CA batteries	m€	nd	84,7	103,2	90,3	54,1	13,1	13,9
Ventes de prototypes	m€	nd	-	-	-	-	-	5,3
Chiffre d'affaires de R&D	m€	nd	-	-	-	12,5	12,5	-
Autres ventes	m€	nd	12,4	18,7	19,0	14,1	12,6	7,2
Chiffre d'affaires total	m€	47,4	97,1	121,9	109,3	80,7	38,2	26,4
Variation	%	-23%	105%	26%	-10%	-26%	-53%	-31%

Comme évoqué précédemment, le modèle économique initialement centré autour de la production de batteries pour Bluecar a commencé à s'essouffler en 2017, du fait de la saturation des débouchés, avec une division par deux du chiffre d'affaires – véhicules légers, et le maintien d'un stock de batteries supérieur à un an de ventes.

Avec la fermeture du service d'autopartage à Paris et en Île de France en 2018, les ventes de la Société se sont effondrées ainsi que sa production. Cette période de transition a été mise à profit pour adapter les lignes de production à la nouvelle génération de batteries IT3 et anticiper la montée en puissance de nouveaux débouchés, i.e. essentiellement pour équiper des bus urbains. Dans cette perspective, la Société a arrêté son usine canadienne au second semestre 2018, pour l'adapter à la fabrication des premiers prototypes de modules IT3, laquelle est intervenue au début de l'année 2019. Ce site est passé à la phase de production en série au cours du dernier trimestre 2019. Le second site industriel de Blue Solutions est situé en France et a poursuivi sa production de modules IT2 jusqu'en décembre 2019 pour honorer les commandes de Bluebus. Il est procédé actuellement à la transformation de ces installations pour passer à la fabrication en série de modules IT3 dans le courant du second trimestre 2020.

On notera que la Société a perçu 25 m€ de chiffre d'affaires de la part de trois filiales¹⁰ de Blue Application répartis sur 2017 et 2018, à parts égales. Il s'agit d'une contribution à l'effort financier de R&D entrepris par la Société pour développer la nouvelle génération de batteries IT3.

Enfin, il convient d'indiquer que les chiffres d'affaires ont été réalisés avec le Groupe Bolloré, les ventes à des tiers étant marginales et principalement localisées dans les applications de stockage stationnaire. Ceci est le reflet de la stratégie d'intégration verticale qui a marqué la première étape du développement de la Société et qui doit évoluer dans les années à venir.

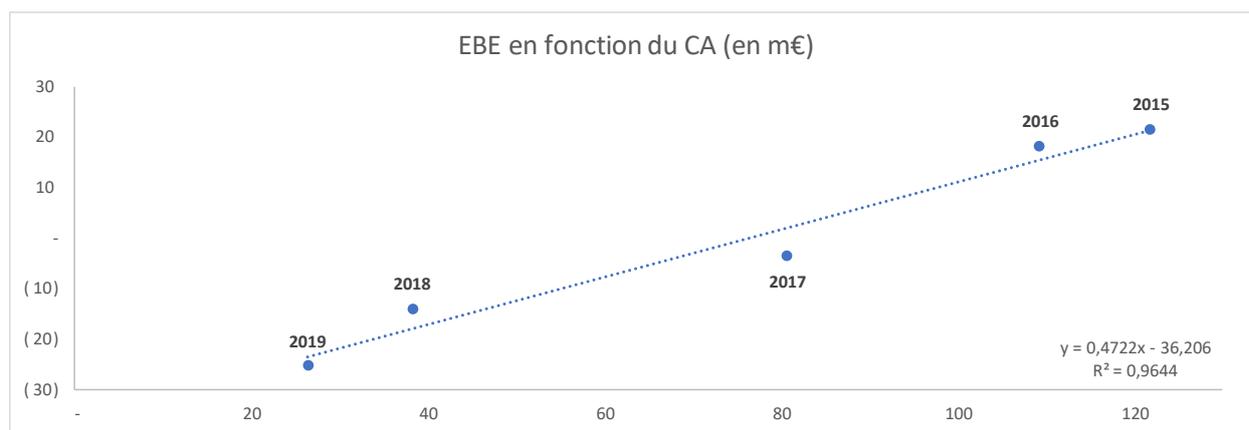
¹⁰ Bluecar, Bluebus et Bluestorage

3.2.2 Évolution des résultats

a) L'excédent brut d'exploitation

La formation de l'EBE¹¹ de la Société entre 2015 et 2019 a décrit une fonction classique pour une activité industrielle, avec une marge sur coûts variables apparente ex-post autour de 47 %¹², les frais fixes apparents s'établissant en moyenne à 36 m€, comme l'indique le graphique suivant. Avec ces paramètres, la Société pouvait difficilement dégager un EBE positif à moins de réaliser un chiffre d'affaires annuel supérieur à 80 m€.

Selon nos calculs, pour assurer un retour sur capitaux engagés (ROCE¹³) compris entre 8,3 % (taux des tests de dépréciation) et 10,6 % (notre estimation du coût du capital), la Société aurait dû dégager un chiffre d'affaires compris entre 155 m€ et 168 m€, en tenant compte d'un impôt sur les sociétés. En l'absence d'impôt, compte tenu de ses reports déficitaires, le chiffre d'affaires nécessaire pour assurer la rémunération des capitaux engagés aurait été compris entre 140 m€ et 150 m€.



Comme l'indique le tableau ci-après, l'EBE est en perte en 2017, dès avant que ne soit retirée à Autolib' sa délégation de service public.

En 2018 et 2019, la société a capitalisé respectivement 2,7 m€ et 4,1 m€ de dépenses de R&D. En l'absence de ces activations et de la contribution du Groupe Bolloré de 12,5 m€ à l'effort de R&D, l'EBE aurait atteint dès 2018 son niveau d'étiage constaté en 2019.

Il convient de remarquer par ailleurs, la relative stabilité des frais de personnel, la Société ayant choisi de conserver son potentiel de production pour pouvoir faire face à la demande de batteries pour bus qu'elle anticipe à partir de 2020.

Résultat en k€	2 015	2 016	2 017	2 018	2 019
Chiffre d'affaires	121 860	109 337	80 725	38 209	26 374
Variation	25,5%	-10,3%	-26,2%	-52,7%	-31,0%
Achats et charges externes	(80 828)	(68 748)	(59 714)	(32 472)	(32 715)
Locations et charges locatives	(485)	(705)	(1 611)	(2 130)	(837)
Valeur ajoutée	40 547	39 884	19 400	3 607	(7 178)
En % du CA	33%	36%	24%	9%	-27%
Frais de personnel	(27 024)	(31 451)	(33 173)	(29 345)	(29 549)
Autres produits/(charges) opérationnels	8 006	9 783	10 161	11 759	12 535
Dont crédit d'impôt recherche	8 091	8 573	9 743	10 045	10 426
Réintégration des charges de loyers annulées par IFRS 16	-	-	-	-	(1 215)
EBE après loyers	21 529	18 216	(3 612)	(13 979)	(25 407)
En % du CA	18%	17%	-4%	-37%	-96%

¹¹ Excédent brut d'exploitation correspondant au résultat opérationnel avant charges et produits calculés. En 2019, retraité d'IFRS 16, par réintégration des charges de loyers, afin de permettre la comparaison avec les exercices antérieurs.

¹² Cette marge effective ex-post est différente de la marge de gestion car elle intègre les ajustements apportés en cours d'exercice aux frais de structure pour les adapter à l'activité, ainsi que la totalité des revenus, qu'ils soient industriels ou de services. Il en va de même pour les frais fixes apparents, qui pour les mêmes raisons diffèrent des montants de gestion.

¹³ Return On Capital Employed : mesuré par le quotient du résultat opérationnel après impôt rapporté au capitaux engagé. Le point mort de création de valeur est atteint quand le ROCE est au moins égal au coût du capital.

Au-delà de la conservation des personnels de production, Blue Solutions a également préservé sa capacité de R&D. À court terme, cette dernière était nécessaire pour continuer à améliorer les performances techniques des batteries LMP®, et parvenir en 2019, à développer la troisième génération de modules IT3. Cet effort a permis de baisser de 45 % le coût de revient au kWh des batteries LMP® ce qui était nécessaire pour rester compétitif face aux progrès accomplis par les accumulateurs lithium-ion.

À plus long terme, cet effort de R&D doit être maintenu, la technologie de stockage d'énergie étant encore loin d'être parvenue à maturité. Dans cette perspective, Blue Solutions a acquis en septembre 2016 la société californienne Capacitor Sciences Inc. (CSI)¹⁴, qui mène des travaux de recherche sur les nouvelles molécules de stockage et dont les débouchés en termes de chiffre d'affaires ne se matérialiseront pas avant 2026 dans le meilleur des cas.

Au total, la Société et ses filiales présentent un effectif moyen consolidé de 432 salariés en 2019, contre 416 en 2018. Sur ce total, plus de 300 personnes¹⁵ sont affectées à la R&D, soit environ les trois-quarts. Si l'on affecte les dépenses opérationnelles par destination, les dépenses de R&D, principalement composées de charges de personnel, s'établissent entre 19 m€ et 33 m€ au cours des 5 derniers exercices, y compris CSI, comme indiqué dans le tableau ci-après. Ce montant est brut, i.e. qu'il est calculé avant déduction du crédit d'impôt recherche (CIR) comptabilisé en résultat opérationnel et qui est de l'ordre de 10 m€ par an. Les charges de personnel prises en compte dans le calcul de l'EBE sont donc en grande partie constituées de charges de R&D avant prise en compte du bénéfice du crédit d'impôt recherche :

Dépenses de R&D en m€*	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Blue Solutions France et Canada	24,8	33,3	33,5	19,7	20,1	16,0
CSI	nd	nd	1,3	7,5	4,3	3,1
Total	24,8	33,3	34,8	27,2	24,4	19,1

* Frais de personnel et charges directes avant dotations aux amortissements et CIR

b) Résultat opérationnel

Le résultat opérationnel après loyers (ou EBITaL¹⁶) présente une perte de 41,7 m€ en 2019, contre une perte de 30,4 m€ en 2018. Il convient toutefois de relever qu'en l'absence d'un chiffre d'affaires exceptionnel de 12,5 m€, la perte eût été de 42,9 m€ en 2018, soit un niveau relativement proche de celui de 2019.

On remarque enfin qu'en dépit de ses investissements en R&D consentis depuis 2016, les comptes de l'exercice 2019 font ressortir une baisse des dotations nettes aux amortissements ce qui limite la perte opérationnelle. Cet effet transitoire résulte de ce que les nouvelles installations destinées à produire les batteries IT3 n'étaient pas encore mises en service. Comme nous l'avons déjà signalé, la Société n'a pas relâché son effort d'investissement industriel et de R&D afin de profiter de l'essor potentiel du secteur des bus électriques, ce qui entraînera une augmentation des dotations aux amortissements dès 2020.

¹⁴ CSI emploie une vingtaine de salariés.

¹⁵ Ingénieurs, chercheurs et techniciens spécialisés en électronique, électrotechnique, électrochimie, conception mécanique, thermique, simulation numérique, process et technologies de fabrication.

¹⁶ EBITaL pour Earnings Before Interest Taxes and After Lease. Cet agrégat s'obtient en annulant les effets de la norme IFRS16 dans le compte de résultat, i.e. en réintégrant en charges externes les loyers activés selon cette norme. Ceci permet la comparaison avec les exercices antérieurs à 2019 et de mieux faire ressortir les charges opérationnelles décaissables supportées par la Société.

Résultat en k€	2 015	2 016	2 017	2 018	2 019
Chiffre d'affaires	121 860	109 337	80 725	38 209	26 374
Variation	25,5%	-10,3%	-26,2%	-52,7%	-31,0%
EBE après loyers	21 529	18 216	(3 612)	(13 979)	(25 407)
En % du CA	18%	17%	-4%	-37%	-96%
Extourne des charges de loyers retraitées par IFRS 16	-	-	-	-	1 215
EBE après IFRS 16	21 529	18 216	(3 612)	(13 979)	(24 192)
En % du CA	18%	17%	-4%	-37%	-92%
Dotations nettes aux provisions	(615)	(2 053)	746	487	(845)
EBITDA	20 914	16 163	(2 866)	(13 492)	(25 037)
En % du CA	17%	15%	-4%	-35%	-95%
Dot. Amort. actif de droit d'usage locatif (IFRS16)	-	-	-	-	(1 035)
Frais financiers dette locative (IFRS16)	-	-	-	-	(180)
EBITDAaL	20 914	16 163	(2 866)	(13 492)	(26 252)
En % du CA	17%	15%	-4%	-35%	-100%
Dotations aux amortissements	(17 699)	(16 605)	(16 528)	(16 902)	(15 455)
EBITaL	3 215	(442)	(19 394)	(30 394)	(41 707)
En % du CA	3%	0%	-24%	-80%	-158%

c) Résultat net

Comme en témoigne le tableau ci-après, la Société est en perte, excepté en 2015, année d'apparition d'un bénéfice modeste et non significatif, constaté pour la première fois depuis son introduction en bourse en 2013.

Résultat en k€	2 015	2 016	2 017	2 018	2 019
EBITaL	3 215	(442)	(19 394)	(30 394)	(41 707)
En % du CA	3%	0%	-24%	-80%	-158%
Coût de l'endettement fi. net	(637)	(637)	(685)	(662)	(730)
Autres (charges)/produits	(2 300)	2 304	(1 071)	(1 717)	53
Résultat financier	(2 937)	1 667	(1 756)	(2 379)	(677)
RAI	278	1 225	(21 150)	(32 773)	(42 384)
Impôt y.c. CVAE	(488)	(1 333)	1 991	(690)	(568)
Résultat net des sociétés intégrées	(210)	(108)	(19 159)	(33 463)	(42 952)
Résultat des SME	230	28	(45)	93	98
Résultat net consolidé	20	(80)	(19 204)	(33 370)	(42 854)

On notera que le résultat financier (hors dette locative IFRS 16 d'un montant de 180 k€ en 2019) est en amélioration en 2019. Ce phénomène provient en partie de la baisse des taux d'intérêt, qui limite sensiblement la progression du coût de l'endettement net, mais surtout de l'amélioration du change latent sur des concours accordés à Blue Solutions Canada et à CSI. Le résultat financier supporte par ailleurs une charge au titre de la "désactualisation" d'une dette de complément de prix contractée auprès des anciens actionnaires de CSI. La réduction de cette charge en 2019 provient essentiellement d'un changement d'hypothèse concernant l'horizon de paiement de ce complément dont l'échéance probable a été repoussée d'un an.

Détail du résultat financier	2018	2019	Δ
Coût net du financement*	(662)	(730)	(68)
Gain/(perte) de change latent	(1 255)	770	2 025
Désactualisation du complément de prix	(576)	(317)	259
Divers	114	(400)	(514)
Autres produit/(charges)	(1 717)	53	1 770
Résultat financier	(2 379)	(677)	1 702

* Hors les intérêts de la dette locative IFRS 16 en 2019

Compte tenu de ses déficits reportables et des pertes qu'elles dégagent, la Société et ses filiales ne paient pas d'impôt sur les bénéfices. Comme l'indique le tableau ci-après, l'impôt consolidé est composé de la CVAE déductible, étant rappelé que le crédit d'impôt recherche (environ 10 m€) est comptabilisé en réduction des charges opérationnelles.

On notera enfin que Blue Solutions a fait l'objet d'un redressement portant notamment sur la CVAE, qu'elle a accepté en 2018 :

Impôt consolidé (en m€)	2016	2017	2018	2019
Impôt effectif	-	-	-	-
Redressement fiscal *	(799,0)	-	(409,0)	(542,0)
Impôt différé	-	2 326,0	-	-
Autres	-	-	-	-
CVAE	(534,0)	(336,0)	(282,0)	(26,0)
Impôt consolidé	(1 333,0)	1 990,0	(691,0)	(568,0)

*Dotations et décaissements

3.2.3 Évolution des flux de trésorerie

Les différentes composantes du tableau de financement sont présentées ci-dessous :

Tableau de financement en k€	2 015	2 016	2 017	2 018	2 019	Cumul
Résultat net consolidé	20	(80)	(19 204)	(33 370)	(42 854)	(95 488)
Dotations nettes prov. & amortissements	18 314	18 658	15 782	16 415	17 335	86 504
Dividende des SME	-	54	-	-	-	54
Charge d'impôt différé	-	-	(2 326)	-	-	(2 326)
Capacité d'autofinancement (CAF)	21 651	17 012	(3 901)	(16 850)	(26 117)	(8 205)
Variation du BFR net y.c. impôt	(4 000)	1 556	6 417	6 738	(4 712)	5 999
Coût financier IFRS 16	-	-	-	-	180	180
Investissements incorp. et corporels	(16 281)	(17 529)	(12 161)	(9 544)	(12 935)	(68 450)
En % du CA	-13%	-16%	-15%	-25%	-49%	
Produits de cession d'actifs	318	1 696	125	45	33	2 217
Variations de périmètre	-	(7 640)	-	521	-	(7 119)
Variation des immo. financières	(100)	(102)	(30)	(3)	4	(231)
Flux de trésorerie d'autofinancement	1 588	(5 007)	(9 550)	(19 093)	(43 547)	(75 609)
Var. endettement / intérêts	696	687	651	598	470	3 102
Variation de la dette financière	86	(76)	(17)	18 108	41 814	59 915
Remboursements de la dette de loyers	-	-	-	-	(928)	(928)
Intérêts nets décaissés sur contrats IFRS 16	-	-	-	-	(167)	(167)
Incidence des variations de cours des devises	(78)	65	(77)	(43)	226	93
Subventions d'investissements	-	-	-	1 267	1 324	2 591
Cash flow libre pour l'actionnaire	2 292	(4 331)	(8 993)	837	(808)	(11 003)
Versement de dividende	-	-	-	-	-	-
Var. de trésorerie	2 292	(4 331)	(8 993)	837	(808)	(11 003)
Trésorerie à l'ouverture	14 568	16 860	12 529	3 536	4 373	14 568
Trésorerie à la clôture	16 860	12 529	3 536	4 373	3 565	3 565
Var. de trésorerie	2 292	(4 331)	(8 993)	837	(808)	(11 003)

a) Capacité d'autofinancement

Comme l'indique cette synthèse, le Groupe dégagait une capacité d'autofinancement (CAF) proche de 19 m€ moyenne entre 2015 et 2016. À partir de 2017, la capacité de financement consolidée est devenue négative, avec un point bas en 2019, de -26,1 m€. Il convient toutefois de rappeler que la dégradation intervenue en 2019 tient essentiellement à l'arrêt de la subvention de 12,5 m€ perçue du Groupe Bolloré pour soutenir le développement de la batterie IT3.

b) Flux de trésorerie d'autofinancement

Depuis 2016, le ralentissement de l'activité s'était traduit par une baisse du besoin en fonds de roulement, compensant en partie l'érosion de la CAF. L'exercice 2019 marque une rupture nette avec cette tendance, la Société ayant reconstitué une partie de son stock en prévision de l'augmentation de la demande de batteries pour bus.

Au cours de la période sous revue, les investissements de 68 m€ ont principalement visé à augmenter les capacités de production et à mettre au point la troisième génération de batterie IT3. La production répartie sur deux sites, l'un au Canada (au Québec) et l'autre en France (2 lignes de production en Bretagne), ont ainsi vu la capacité totale

annuelle passer de 350 MWh à 500 MWh, avec les livraisons de batteries IT3 de série prévues en mai 2020. On notera également l'acquisition de CSI en 2016 pour 7,6 m€ (prix de 8 m€ dont 0,4 m€ de trésorerie).

Comme indiqué ci-dessus, la Société a pu faire face à son besoin de financement en utilisant une partie de la trésorerie dont elle disposait fin 2015 et en se finançant par compte courant auprès du Groupe Bolloré.

3.2.4 Évolution de la situation bilancielle consolidée

Bilan actif en k€	2 015	2 016	2 017	2 018	2 019
Goodwill	556	24 776	14 000	14 617	14 925
Immobilisations incorporelles nettes	4 536	4 109	13 232	16 310	19 981
Immobilisations corporelles nettes	101 489	100 844	93 817	84 583	79 799
Droits d'utilisation locatifs (IFRS 16)	-	-	-	-	4 295
Titres des SME	1 572	1 547	1 502	1 055	1 023
Autres actifs financiers non courants & courants	104	209	108	22	748
Actif immobilisé	108 257	131 485	122 659	116 587	120 771
Stocks nets	22 682	22 079	12 280	12 282	17 331
Créances clients nettes	12 343	8 885	7 451	879	1 088
Créances non courantes de CIR et CICE	24 747	25 564	26 610	28 542	30 255
Créances sociales et fiscales d'exploitation	10 303	10 053	10 913	10 785	11 794
Autres créances d'exploitation	80	27	101	40	130
Impôts courants -actif	-	-	138	259	152
Charges constatées d'avance	603	573	1 429	1 379	613
Actifs circulant	70 758	67 181	58 922	54 166	61 363
Disponibilités	1 623	1 242	1 154	4 373	3 565
Conventions de trésorerie - actif	15 237	11 287	2 382	-	-
Total actif	195 875	211 195	185 117	175 126	185 699

a) Actif immobilisé

Au cours des cinq derniers exercices, l'actif immobilisé a progressé de près de 14 m€. Cette variation est relativement modeste au vu des 52 m€ d'investissements corporels et incorporels réalisés au cours des 4 derniers exercices. Ces derniers ont en effet été compensés par 68 m€ d'amortissements comptabilisés durant la même période. En définitive, l'actif brut industriel est bien en progression constante sur la période :

- traduisant les investissements de capacité réalisés, l'actif corporel brut passe de 183 m€ à 218 m€, soit une progression de 35 m€ (hausse de 20 %) ;
- l'actif incorporel brut progresse pour sa part de 19 m€ hors goodwill (passant de 8 m€ à 27 m€). Ce dernier est constitué à hauteur de 18 m€ d'un actif de R&D, résultant pour 10 m€ de l'affectation de l'écart de première consolidation de CSI, complétée d'activations de charges pour le solde. À fin 2019, la Société et ses filiales avaient déposé plus de 1 700 brevets au 31 décembre 2019 (+2 %).

Le goodwill de 14,9 m€, à fin 2019, provient pour 14,3 m€ de l'acquisition en 2016 de CSI. Cette société de droit américain, a une activité de recherche portant sur les matériaux de stockage et a déposé une cinquantaine de brevets à fin 2018. L'objectif de ces travaux est de trouver le moyen d'améliorer sensiblement la densité énergétique des batteries et des condensateurs.

Cet écart d'acquisition a fait l'objet d'un test de dépréciation, conformément à la norme IAS36, qui n'a pas conduit à une dépréciation. Les prévisions de flux sont actualisées au taux de 8,3 %, avec une hypothèse de croissance à l'infini de 1 %. Ces derniers reposent sur un plan d'affaires prévoyant le maintien des dépenses de R&D à leur niveau actuel jusqu'en 2024. À partir de 2026, cette entité percevrait des revenus de licences auprès de tiers. Pour nos travaux d'évaluation, exposés au chapitre 4 du présent rapport, nous nous basons sur ce plan d'affaires.

La Société réalise également un test de dépréciation de son unité génératrice de trésorerie (UGT) relative à son activité principale de production de batteries. Ce test ne fait pas non plus ressortir un besoin de déprécier les actifs affectés à l'UGT. Comme le précédent test, il repose sur un taux d'actualisation et un taux de croissance à l'infini de, respectivement, 8,3 % et de 1 %. Conformément aux prescriptions de la norme, le test tient compte de la capacité

de production disponible à la date de calcul. Les flux qui découlent de cette approche sont ainsi sensiblement inférieurs à ceux que nous retenons dans nos travaux, lesquels intègrent des investissements de capacité.

On notera enfin qu'au vu de ses perspectives bénéficiaires à moyen terme, la Société ne comptabilise qu'une part négligeable des actifs d'impôt différé¹⁷ issus de ses déficits reportables. Ainsi les reports non activés s'élèvent-ils à 97 m€ à fin 2019.

b) Actifs circulants

L'actif circulant de 61 m€ est composé pour plus de la moitié d'une créance sur le Trésor public au titre de crédit d'impôt recherche, qui s'élève à 37 m€, à fin 2019¹⁸. Les autres principaux actifs sont relatifs au stock, et se composent par ordre d'importance décroissant du stock de matières premières, soit 12,1 m€, du stock d'en cours de production et de produits finis pour 5,3 m€. Ces stocks ont fait l'objet d'une dépréciation de 2,5 m€, sur la base de l'estimation de leur valeur de réalisation, étant précisé que les en-cours et produits finis sont évalués au coût standard¹⁹.

c) Fonds de roulement

Comme l'indique le tableau ci-après, le fonds de roulement consolidé a vu l'endettement devenir prépondérant au fil du temps aux dépens des capitaux propres :

- Compte tenu des pertes dégagées depuis 2015, les capitaux propres s'établissent à 44,5 m€ à fin 2019. Dans les comptes statutaires de la Société, on notera que les capitaux propres demeurent supérieurs au capital social ;
- L'endettement financier est de 94,2 m€ et contracté auprès du Groupe Bolloré, la part des concours bancaires à fin 2019 étant négligeable. Cette dette est constituée en compte courant pour 59,9 m€ et pour 34,3 m€ par une dette de retour à meilleure fortune dont le montant nominal s'élève à 37,5 m€. Cette dette présente un profil de remboursement subordonné à la réalisation par la Société d'un résultat positif avant impôt dans ses comptes sociaux. Dans un tel cas de figure, qui s'est présenté en 2016, le remboursement sera égal à un tiers du résultat avant impôt.

Il existe également une dette de complément de prix de 16,2 m€ à fin 2019, qui a été contractée en 2016, auprès des anciens actionnaires de CSI. Cette dette est constituée de deux tranches, l'une de 8 mUSD l'autre de 25 mUSD susceptibles d'être payées en septembre 2021 en fonction des résultats des recherches entreprises par CSI. Pour comptabiliser la dette, il est retenu un taux d'actualisation de 7 %. S'agissant de la seconde tranche de 25 mUSD, il est tenu compte, en plus du taux d'actualisation, d'une probabilité de 50 % de ne pas atteindre les objectifs requis. Selon le management, un tel scénario reviendrait à constater l'échec des travaux de recherche entrepris par CSI.

d) Passifs circulants

Les postes de passifs circulant n'appellent pas de remarque particulière, si ce n'est qu'à fin 2019, l'encours de dettes fournisseurs est sensiblement supérieur celui des créances clients du fait de la production mise en œuvre pour reconstituer les stocks, alors que les ventes n'ont pas encore repris.

¹⁷ Ces montants n'apparaissent pas au bilan, se compensant strictement avec divers autres passifs d'impôt différé.

¹⁸ Dont 8,2 m€ inclus en créances sociales et fiscales d'exploitation, au titre de l'exercice 2016, recouvrable en 2020.

¹⁹ C'est-à-dire en imputant les coûts de fabrication calculés sur une base de productivité normale, sans intégrer la sous-activité ayant affecté l'entreprise en 2017 et ultérieurement.

En k€	2 015	2 016	2 017	2 018	2 019
Capital	144 192	144 192	144 192	145 815	145 815
Réserves consolidées et report à nouveau	(8 491)	(5 767)	(26 386)	(58 118)	(101 354)
Capitaux propres consolidés	135 701	138 425	117 806	87 697	44 461
Provisions pour avantages au personnel	1 986	2 584	2 605	2 940	3 338
Provisions pour risques et charges	464	1 919	1 202	380	829
Dette de complément de prix CSI	-	14 647	8 100	9 078	16 236
Dettes financières : Groupe Bolloré et concours bancaires	35 931	34 888	34 369	50 715	94 189
Subventions d'investissement	950	617	307	1 404	2 456
Dette de droit d'utilisation (IFRS 16)			-	-	4 555
Fonds de roulement	175 032	193 080	164 389	152 214	166 064
Dettes fournisseurs	11 617	6 880	5 424	6 592	5 867
Dettes fiscales et sociales d'exploitation	5 394	6 615	7 516	8 342	7 320
Impôts courants -passif	290	59	-	-	542
Autres dettes d'exploitation	3 444	4 244	7 470	7 614	1 508
Produits constatés d'avance	98	317	318	364	4 398
Passifs du BFR	20 843	18 115	20 728	22 912	19 635
Total passif	195 875	211 195	185 117	175 126	185 699

e) Bilan fonctionnel

Condensées dans un bilan fonctionnel, les rubriques précédemment décrites conduisent à un actif opérationnel essentiellement constitué d'immobilisations. Si l'on considère la créance de CIR comme mobilisable et assimilable à un actif de trésorerie, le besoin en fonds de roulement consolidé est relativement peu important et représente 14 % du chiffre d'affaires en 2015-2016, avec un niveau d'activité satisfaisant.

Bilan fonctionnel en k€	2 015	2 016	2 017	2 018	2 019
Goodwill	556	24 776	14 000	14 617	14 925
Immobilisations d'exploitation	106 025	104 953	107 049	100 893	99 780
Actif net de droit d'utilisation (IFRS 16)	-	-	-	-	(260)
Actif immobilisé opérationnel	106 581	129 729	121 049	115 510	114 445
BFR d'exploitation hors CIR	17 168	15 802	2 884	(4 888)	3 273
En % du CA	14%	14%	4%	-13%	12%
Actif opérationnel	123 749	145 531	123 933	110 622	117 718
Immobilisations financières	104	209	108	22	748
Titres de SME	1 572	1 547	1 502	1 055	1 023
Créance de CIR et CICE	32 747	33 264	35 310	36 142	38 455
Actif économique	158 172	180 551	160 853	147 841	157 944

Entre 2015 et 2019, l'endettement net est passé de 19,1 m€ à 90,6 m€, et comme nous l'indiquions précédemment, constitue plus de la moitié des ressources financières consolidées.

Bilan fonctionnel en k€	2 015	2 016	2 017	2 018	2 019
Capitaux propres	135 701	138 425	117 806	87 697	44 461
Provisions pour R&C et impôt différé	2 450	4 503	3 807	3 320	4 167
Dette de complément de prix CSI	-	14 647	8 100	9 078	16 236
Dettes financières nettes	19 071	22 359	30 833	46 342	90 624
Subventions d'investissement	950	617	307	1 404	2 456
Capitaux engagés	158 172	180 551	160 853	147 841	157 944

3.2.5 Conclusion sur les performances financières passées

En conclusion, depuis son introduction en bourse, la Société n'est pas parvenue à atteindre un niveau d'activité suffisant pour assurer la rémunération de ses capitaux engagés. Après l'échec de son premier *business model*, l'équilibre financier de la Société a été entièrement assuré par le Groupe Bolloré. Il est fort probable que si la Société n'avait pas été ainsi adossée, il lui aurait fallu dès 2017, procéder à une augmentation de capital car l'ampleur et la durée de la baisse de son activité lui auraient fermé l'accès aux financements bancaires et obligataires.

Ce soutien a permis à Blue Solutions, non seulement de faire face à ses échéances, mais encore, de continuer à investir pour accroître ses capacités de production et à développer de nouvelles batteries dans la perspective d'un repositionnement stratégique. Son objectif est désormais de se positionner essentiellement comme un fournisseur de tout premier plan de batteries pour bus.

3.3 Plan stratégique 2020-2025 extrapolé jusqu'en 2027 par la Société

Le plan d'affaires de l'activité batteries a été finalisé par le management de la Société au mois de décembre 2019 et porté à la connaissance du conseil d'administration le 12 mars 2020. Ce plan d'affaires n'a, par conséquent, intégré aucun des effets de la crise sanitaire du Covid-19 sur l'économie ni sur la production de la Société.

Ce plan reflète le changement d'orientation stratégique opéré par la Société depuis 2018, ce qui est conforme à sa communication auprès de ses actionnaires²⁰ :

- La Société se retire du marché des batteries pour véhicules légers²¹ et fonde désormais l'essentiel de ses ambitions sur celui de l'équipement des bus électriques. Elle continuera par ailleurs à produire des batteries pour des applications stationnaires, cette branche d'activité étant promise, elle aussi, à une croissance soutenue selon le management de la Société ;
- Elle sort d'une stratégie exclusive d'intégration verticale avec Bluebus, fournisseur de la RATP. En effet, son objectif est aussi de devenir fournisseur de constructeurs externes, notamment le groupe Daimler, afin d'accélérer son développement tout en diversifiant ses débouchés. La société a ainsi conclu des contrats d'approvisionnement, des contrats cadre ou est en discussion avec des entreprises tiers, tels le groupe Gaussin, pour équiper des tracteurs portuaires ou le groupe Actia pour des applications de mobilité.

Dans cette perspective, la Société qui disposait auprès du Groupe Bolloré d'options d'achat pour prendre le contrôle de ses différents clients internes, notamment Bluebus, a choisi d'y renoncer. Cette décision est conforme à sa volonté de ne pas se placer en concurrence directe avec ses nouveaux clients externes, et avec les besoins d'investissement de capacité que doivent engendrer ces nouvelles relations commerciales.

a) Retour à un EBE positif attendu en 2021 puis à un bénéfice opérationnel en 2022

Comme annoncé par la Société à l'occasion de la présentation des résultats 2019²², les accords passés notamment avec Daimler, RATP et RTE permettent d'anticiper un chiffre d'affaires de 70 m€ en 2020 (contre 26 m€ en 2019), et de plus de 150 m€ en 2021. Ce niveau d'activité supérieur à celui atteint en 2015, i.e. au plus haut observé depuis l'introduction en bourse, devrait permettre de dégager un EBE²³ bénéficiaire. En revanche, la Société n'anticipe pas encore un résultat opérationnel positif à un tel horizon, l'évolution de ses tarifs et de sa structure de coûts intervenue entre 2015 et 2021 conduisant à rehausser le niveau d'activité correspondant au point mort opérationnel.

Il faudra attendre 2022 et la progression de l'activité d'une cinquantaine de millions d'euros supplémentaires pour que soit dégagé un résultat opérationnel bénéficiaire, le premier depuis 2015. À cet horizon, la capacité de

²⁰ On se référera notamment au communiqué de presse du 12 mars 2020 relatif aux résultats de l'exercice 2019.

²¹ En maintenant néanmoins le service après - vente pour les flottes existantes.

²² Communiqué de presse du 12 mars 2020 relatif aux résultats de l'exercice 2019.

²³ L'ensemble des prévisions mentionnées ci-après porte sur des agrégats avant application de la norme IFRS 16, i.e. en considérant les loyers comme des achats externes. Cette approche est celle retenue par la Société. Elle simplifie la modélisation des prévisions financières et rend les agrégats comparables avec les données historiques.

production devrait être proche de la saturation, si bien que se posera alors la question d'investir pour l'accroître. Dans la mesure où le ROCE de l'actif n'aurait pas encore atteint son point mort de création de valeur²⁴, le management envisage en toute logique de doubler les capacités de production.

b) Un facteur de croissance de 2,5x des capacités de production entre 2023 et 2025

Le management de Blue Solutions est confiant dans l'existence d'une demande suffisante en 2023 pour justifier de faire passer la capacité de production de 500 MWh par an à 1,25 GWh en 2025.

- Les pays d'Europe où est implanté le Groupe Daimler, ont, comme la France, un objectif de décarbonisation de leurs moyens de transport en commun. Sur ce marché encore émergent, une partie de la demande se portera sur des bus équipés en batteries tout – solide, que seule la Société est en mesure de fournir à ce jour ;
- Par ailleurs, la Société anticipe un développement important du marché des bus électriques dans les pays émergents. À horizon 2025, la part totale de ces pays émergents représenterait la moitié de la production attendue dans le plan d'affaires.

Compte tenu de ces hypothèses commerciales, la Société vise un chiffre d'affaires d'environ 300 m€ en 2025, avec une marge d'EBE supérieure à 20 % et une marge opérationnelle de 13 %. À cet horizon, le ROCE serait compris entre 16 % et 20,5 % selon que ce dernier est calculé après ou avant impôt sur les sociétés.

c) Poursuite de la croissance par saturation de la capacité de production de 1,25 GWh en 2027

Au-delà de 2025, les prévisions du management cessent d'être réparties par client et font l'objet d'une extrapolation globale.

La fin du plan d'affaires table sur un chiffre d'affaires marginal d'une cinquantaine de millions d'euros, permettant de saturer la dernière ligne de production mise en service dans le courant de l'exercice 2025. En dépit des baisses tarifaires anticipées, la saturation de cette capacité de production permettrait de porter la marge opérationnelle à 15 % et le ROCE à plus de 24 % après impôt, à horizon 2027.

d) Conclusion

Le management de la Société a identifié un gisement de croissance pour la technologie LMP[®] motivé par la transition écologique du transport en commun par bus. Ce marché d'équipement est identifié comme étant bien plus important que ne l'avait été en son temps celui généré par l'autopartage. Comme nous l'avons mentionné précédemment, il présente qui plus est un potentiel de réapprovisionnement, la durée utile d'un bus excédant celle de ses batteries.

Ce changement de dimension repose en grande partie sur le partenariat avec Daimler qui devrait représenter près des deux tiers du chiffre d'affaires à horizon 2025 et au-delà. En s'alliant avec un des leaders mondiaux du secteur, la Société s'ouvre par ailleurs des marchés dans les pays émergents qui sont confrontés, eux aussi, à un problème de pollution urbaine.

Il convient cependant de rappeler que ces projections reposent sur des objectifs commerciaux émanant des partenaires de la Société, et que ces derniers ne s'engagent pas sur des volumes pluriannuels. Ces prévisions sont donc susceptibles d'être ajustées en fonction des futurs retours d'expérience. La Société dispose certes d'un avantage technologique par rapport à ses concurrents, toutefois ses prix de vente ne peuvent être insensibles à ceux de la technologie lithium-ion où la profusion d'acteurs et d'améliorations techniques engendrent une forte pression sur les prix.

Comme nous l'avons souligné précédemment, la seule saturation des capacités de production actuelles ne sera pas suffisante pour assurer le franchissement du point mort de création de valeur. La contribution totale des marchés émergents occupe donc une place centrale dans l'estimation du retour sur investissement de la Société et donc dans son évaluation.

²⁴ Comme indiqué précédemment, ce dernier est atteint quand le ROCE devient supérieur ou égal au coût du capital.

Par ailleurs, il semble important de relever que ce plan d'affaires n'intègre que les développements identifiés sur lesquels se concentre le management. Ainsi, il ne tient pas compte d'une progression de l'activité des produits de stockage stationnaire ou d'autres fabricants de bus, dont l'approvisionnement pourrait être assuré en sous-traitant la production des batteries d'origine Blues Solutions, moyennant redevance.

Il convient enfin de rappeler que ces prévisions ont été établies avant la survenance de la pandémie de Covid-19, et qu'elles n'ont pas été modifiées, la Société n'ayant pas d'anticipation ni d'information particulière s'agissant de l'impact de cette crise sur son plan d'affaires.

4 | TRAVAUX D'ÉVALUATION

Conformément aux dispositions du règlement général et aux recommandations de l'AMF en matière d'expertise indépendante, le prix d'une offre s'apprécie en fonction d'un ensemble de références et de valeurs déterminées par la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritères. Nous avons identifié les critères et les méthodes jugés pertinents au cas d'espèce.

La crise sanitaire due à la pandémie de Covid-19 a entraîné une chute des marchés financiers dont l'ampleur est inédite. Ces derniers, après avoir atteint le 19 février 2020 un plus haut depuis juin 2007, ont baissé de près de 40 % (-38,55 % au 18 mars pour le CAC 40) et affichent aujourd'hui encore un retrait de 25 % (au 30 avril 2020).

Compte tenu de cette situation de crise sanitaire, dont on ignore encore si elle perdurera et/ou si elle se transformera en crise économique à l'image de celle de 2008, nous avons utilisé dans nos travaux des indicateurs de marché, primes de risque (sur longue période) ou multiples, observés avant le 19 février 2020. Cette approche nous a semblé pertinente afin de neutraliser une période dont les indicateurs financiers pourraient être ponctuellement biaisés par une crise qui ne serait que passagère. Ne pas le faire aurait conduit à des valeurs immédiates (à l'exception notable du cours de bourse) qui ne reflèteraient potentiellement pas la valeur intrinsèque de la Société sur le long terme et partant, aurait pu altérer l'appréciation du caractère équitable du prix d'Offre dans un contexte où la procédure de mise en œuvre du retrait obligatoire est acquise.

A l'inverse, si les conditions de marché actuelles devaient persister et/ou si une crise économique majeure devait se produire, la valeur intrinsèque de la Société devrait probablement être revue à la baisse. L'information actuellement disponible, s'agissant tant de l'évolution de l'économie générale que de celle de la Société, ne nous permet pas de mesurer les impacts d'une telle situation dont les caractéristiques demeurent inconnues à ce jour. Cependant, pour la bonne information du lecteur, nous avons réalisé une approche simplifiée de la valeur de l'action afin d'estimer l'impact de la crise à travers l'utilisation d'indicateurs de marché récents.

4.1 Données financières servant de base aux méthodes d'évaluation

4.1.1 Nombre de titres

Au 8 avril 2020, le capital de la Société se compose de 29 163 066 actions. Dans la mesure où Blue Solutions ne détient aucune de ses propres actions et où la période de conservation des actions attribuées au titre de plans d'attribution d'actions gratuites a expiré le 7 avril 2020, nous retenons pour nos calculs un nombre d'actions égal à 29 163 066.

4.1.2 Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

Afin de déterminer les éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres, nous retenons les comptes consolidés annuels de la Société au 31 décembre 2019.

Les éléments constituant le passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des fonds propres sont :

- La position financière nette, soit une dette de 90,6 m€, composée des disponibilités à hauteur de 3,6 m€ et des dettes financières à hauteur de 94,2 m€. Les dettes financières sont constituées par les avances en compte courant effectuées par Bolloré d'un montant de 59,9 m€, et la valeur actuelle de la dette assortie

d'une clause de retour à meilleure fortune d'un montant estimé à 34,3 m€ (pour un montant nominal de 37,2 m€).

- Les provisions pour indemnité de départ en retraite pour un total après impôt de 2,5 m€ calculé sur la base d'un montant brut de 3,3 m€.
- Les provisions pour risques et charges d'un montant de 0,8 m€ ;
- La valeur nette comptable des sociétés mises en équivalence pour un montant de 1 m€ ;
- La valeur centrale de CSI, après déduction des compléments de prix, estimée à 53 m€ (cf. § 4.3.2)
- La valeur actuelle centrale des déficits reportables d'un montant de 35 m€.

Les éléments sont présentés synthétiquement dans le tableau suivant :

Eléments de passage de la VE à la VCP (m€)	31-déc.-19
Position financière nette	(90,6)
VNC des SME	1,0
Provisions (retraite et risques et charges)	(3,3)
Valeur de l'UGT CSI (yc Compléments de prix)	53,3
Valeur des reports déficitaires	35,0
Autres éléments	86,0
Total des éléments de passage VE/VCP	(5)

4.2 Méthodes ou références non retenues

4.2.1 Actif net comptable

La prise en compte de l'actif net comptable n'est appropriée que dans l'hypothèse où les valeurs comptables des actifs et des passifs sont identiques à leurs valeurs vénales, pour autant que l'arrêté de compte soit suffisamment proche de la date d'évaluation et/ou que l'évaluation séparée desdits actifs et passifs soit préférable à une évaluation globale fondée sur la combinaison des facteurs de production. En l'espèce, les actifs de la Société n'étant pas comptabilisés en valeur de marché, la méthode n'est pas applicable.

Pour information, les capitaux propres consolidés au 31 décembre 2019 s'établissent à 44 461 k€, soit 1,52 € par action. Le prix d'Offre extériorise une prime de 1 015 % par rapport à cette valeur.

4.2.2 Méthodes basées sur le dividende

Nous envisagerons ici deux méthodes basées exclusivement sur le dividende. La première consiste à déterminer la valeur d'une entreprise par capitalisation du bénéfice distribué, la seconde se fondant sur l'actualisation des dividendes prévisionnels.

La méthode du rendement est un multiple inversé basé sur le dividende. Elle suppose i) que l'historique du dividende présente un certain pouvoir prédictif quant aux capacités bénéficiaires futures des sociétés et ii) une certaine homogénéité des taux de distribution au sein des sociétés comparables. Or, depuis 2009, la Société n'a versé aucun dividende, ne permettant pas la mise en œuvre de cette approche.

S'agissant de la méthode de l'actualisation des dividendes, laquelle peut sembler plus fine que la précédente, sa principale limite réside dans la difficulté à justifier une distribution sous-optimale des cash flows libres pour l'actionnaire et de positionner à un horizon plutôt qu'à un autre le moment de la distribution des excédents de

trésorerie ainsi accumulés. Nous préférons à cette approche, le modèle DCF qui lie le coût du capital à la capacité distributive totale des sociétés.

4.2.3 Transactions sur le capital de la Société

Le 23 mars 2017, les sociétés Bolloré et Blue Solutions ont annoncé un projet d'offre publique d'achat simplifiée de Bolloré sur Blue Solutions, au prix de 17 € par action Blue Solutions. A l'issue de cette offre, l'AMF a indiqué le 20 juillet 2017, que l'initiateur avait acquis près de 2,2 millions de titres Blue Solutions (soit 7,6 % du capital), portant la participation du groupe Bolloré de 89 %²⁵ à 96,6 %, soit 7,60 % du capital.

L'opération de 2017 reposait sur des hypothèses de développement sensiblement différentes de celles retenues à l'occasion de la présente Offre. En effet à l'époque, le modèle économique de Blue Solutions reposait, d'une part, sur des accords de fourniture de batteries au groupe Bolloré pour équiper les Bluecar (dont les volumes étaient attendues en baisse sur la durée du plan 2017-2025) et, d'autre part, sur le développement important de la fourniture de batteries à Bluebus (bus de 12 mètres) et à destination du stockage stationnaire, ces deux applications représentant 95 % des revenus à horizon 2025. Les débouchés et la croissance de Blue Solutions étaient donc axés sur les produits développés par le groupe Bolloré. Depuis, la Société a réorienté sa stratégie qui repose dorénavant principalement sur la coopération avec des constructeurs de bus électriques extérieurs au groupe Bolloré, dont Daimler.

De plus, l'offre de 2017 ne portait que sur une faible part du capital, 11 %, et est désormais relativement ancienne. Toutefois, cette offre est fondatrice de l'Offre actuelle puisque c'est à cette occasion que l'engagement de présenter une nouvelle offre au même prix a été pris, engagement traduit depuis par l'évolution du cours de l'action Blue Solutions (cf. infra).

Ainsi, la référence à cette opération est présentée pour mémoire, le prix d'Offre ne faisant naturellement apparaître aucune prime.

4.2.4 Objectifs de cours des analystes

A la suite de l'offre de 2017, la couverture de la Société par les analystes s'est progressivement réduite pour s'arrêter en mars 2018. À notre connaissance, HSBC et Kepler Cheuvreux ont indiqué avoir mis fin à leur suivi, respectivement en octobre 2017 et mars 2018, en notant que HSBC précisait dans sa note qu'étant donné l'engagement de Bolloré de réitérer une offre au même prix au 1er semestre 2020, il y avait un bénéfice optionnel à garder ses actions.

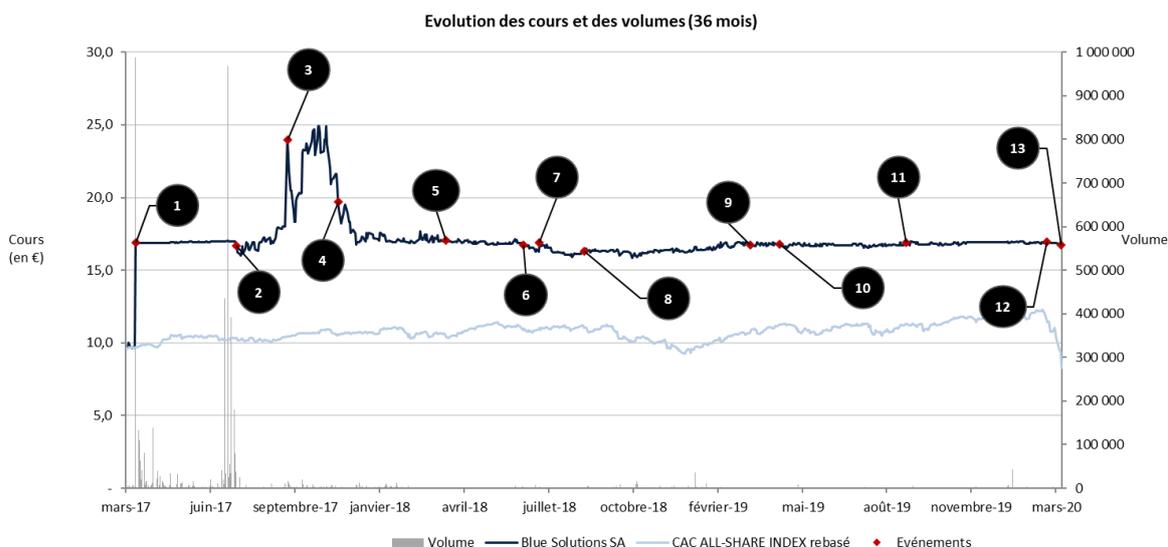
4.3 Méthodes et références retenues

4.3.1 Cours de bourse

Depuis le 30 octobre 2013, date de son introduction en bourse, l'action Blue Solutions est cotée sur le compartiment B (Mid Cap) Euronext Paris (ISIN FR0011592104 – BLUE).

L'évolution du cours lors des trois dernières années est retracée dans le graphique ci-dessous :

²⁵ Y compris Bolloré Participations pour 17,8 %.



Renvois	Dates	Evénements
1	24-mars-17	Annonce de l'offre de Bolloré sur Blue Solutions
2	20-juil.-17	Clôture de l'offre (2017) de Bolloré sur Blue Solutions
3	18-sept.-17	Début d'une période de forte volatilité du cours, sans explication rationnelle
4	16-nov.-17	Publication du CA Q3 2017, en forte baisse (-44 %)
5	22-mars-18	Résultat de l'exercice 2017, perte de 19 m€
6	21-juin-18	Annonce de l'arrêt d'Autolib'
7	10-juil.-18	Annonce de l'accord avec Daimler
8	31-août-18	Résultat du S1 2018, perte de 17,7 m€
9	14-mars-19	Résultat de l'exercice 2018, perte de 33 m€
10	17-avr.-19	CA Q1 2019, en baisse de 55 %
11	12-sept.-19	Résultat du S1 2019, perte de 21 m€
12	24-févr.-20	Début du krach boursier lié à la crise sanitaire du Covid-19
13	12-mars-20	Résultat de l'exercice 2019, perte de 43 m€, annonce de l'offre de Bolloré sur Blue Solutions

Sur la base des observations arrêtées au 12 mars 2020, date de l'annonce de l'Offre, la cotation de l'action Blue Solutions présente les caractéristiques suivantes :

- Un flottant réduit de l'ordre de 4 % ;
- Une liquidité faible, avec sur les 12 derniers mois, moins de 1 % du capital échangé, soit 15,41 % du flottant, et une absence d'échange lors d'une douzaine de séances sur les 12 derniers mois ;
- Une volatilité très faible, de l'ordre de 8 % sur un an, à comparer à une moyenne de l'ordre de 40 % pour les sociétés cotées comparables (cf. annexe 7.1) ;
- Une absence de suivi des analystes.

En effet, au cours des trois dernières années, le cours de l'action a évolué dans une fourchette large comprise entre 9,60 € et 25,70 €. Il faut toutefois distinguer plusieurs périodes. Au cours du trimestre précédent l'offre de 2017, le cours moyen s'établissait autour de 11 €, cours qui s'est aligné au prix d'offre à partir du 24 mars 2017. Le cours s'est stabilisé à environ 17 € jusqu'à mi-septembre 2017. De mi-septembre à mi-novembre 2017, l'action a entamé une période de forte volatilité dans des volumes significatifs (plus de 4 000 titres par jour en moyenne) atteignant un maximum de 25,70 € en cours de séance le 2 novembre 2017. Il convient de noter que nous n'avons pas identifié de cause particulière à ce mouvement haussier. La baisse du cours s'amorce ensuite jusqu'au mois de janvier 2018, ponctuée, mi-novembre 2017 par la publication du chiffre d'affaires du 3ème trimestre 2017 affichant une forte de baisse (-44 %).

À partir de février 2018 et jusqu'au 12 mars 2020, l'action évolue dans une fourchette étroite comprise entre 15,85 € (26 octobre 2018), et 17,70 € (20 février 2018), dans des volumes étroits, 967 actions étant échangées en moyenne chaque jour. Ainsi, depuis deux ans, le cours de bourse n'a réagi à aucune nouvelle émanant de la Société, qu'elle soit bonne, comme la signature d'un accord avec Daimler, ou mauvaise, comme les séquences de résultat affichant

des pertes importantes. Le cours n'a pas non plus été affecté par la baisse générale des marchés résultant de la crise sanitaire due au Covid-19, observée à partir du 19 février 2020. Entre le 19 février et le 12 mars 2020, l'indice de référence, le CAC ALL SHARE, a dévissé de plus de 32 % alors que l'action Blue Solutions a baissé de moins de 1 %.

L'insensibilité du cours de l'action Blue Solutions aux événements internes ou externes à la Société s'explique bien entendu par l'engagement pris en 2017 par l'Initiateur de renouveler son offre au même prix. En conséquence, le cours de bourse ne peut être considéré comme un critère de valorisation pertinent pour estimer la valeur intrinsèque de la Société. Toutefois, le cours de bourse matérialise pour l'actionnaire minoritaire l'engagement de rachat de Bolloré. Compte tenu du montant modeste de l'acquisition pour l'Initiateur au regard de sa surface financière, l'actionnaire minoritaire avait la quasi-garantie de percevoir au minimum 17 € par action Blue Solutions. Nous retenons donc le cours de bourse à titre secondaire.

Étant précisé que le cours moyen pondéré à 60 jours au 12 mars 2020 est de 16,89 €, le tableau ci-après présente le cours de bourse moyen pondéré par les volumes sur différentes périodes arrêtées au 12 mars 2020, ainsi que les volumes échangés et la rotation du capital et du flottant :

Prix et volume quotidien	Haut	Bas	Moyenne pondérée ⁽¹⁾	Volume échangé	Volume moyen quotidien	% capital échangé	% flottant échangé	Jours de cotation
36 mois	25,70	9,60	17,07	5 327 360	6 955	18,35%	414,77%	97,00%
24 mois	17,45	15,85	16,60	494 366	967	1,70%	38,49%	95,89%
12 mois	17,00	16,55	16,83	197 948	773	0,68%	15,41%	94,92%
6 mois	17,00	16,60	16,89	126 547	996	0,43%	9,85%	96,06%
3 mois	17,00	16,60	16,89	94 167	1 519	0,32%	7,33%	93,55%
20 jours de bourse	16,95	16,75	16,85	16 834	842	0,06%	1,31%	100,00%
Spot	16,75	16,75	16,75	787	787	0,00%	0,06%	

(1) Cours de clôture pondérés par les volumes, source : Thomson Reuters Eikon.

Sur la base des moyennes 20 jours et 3 mois, le cours moyen ressort compris entre 16,85 € et 16,89 €. Sur ces valeurs, le prix d'Offre extériorise une prime comprise entre 0,6 % et 0,9 %.

4.3.2 Évaluation par la méthode DCF

La méthode de l'actualisation des flux de trésorerie, DCF²⁶, nous paraît être la plus adaptée pour évaluer l'action Blue Solutions dans la mesure où elle permet d'appréhender le retournement d'activité. Cette approche permet en l'espèce de tenir compte des flux négatifs attendus dans un premier temps et du potentiel de création de valeur ultérieur.

La principale difficulté de cette approche réside donc dans l'appréciation du risque associé aux prévisions de retour à meilleure fortune, cette dernière intégrant nécessairement une part de subjectivité. Par ailleurs, plus l'aléa affectant les prévisions est important, plus il faut s'attendre à une rémunération élevée du risque, mais aussi à une plus grande étendue des intervalles de confiance autour du résultat de l'évaluation. En l'absence d'un prix garanti de 17 € par action qui a eu pour effet de stabiliser le cours de bourse, l'étendue de cet intervalle se traduirait dans le volatilité du rendement de l'action.

Nous précisons que nous avons prolongé de deux ans le plan d'affaires 2020-2027 de la société afin de tenir compte d'un cycle complet d'investissement avant d'impacter le flux terminal d'un Capex normatif de renouvellement des actifs de production.

²⁶ Pour *Discounted Cash Flow*, actualisation des flux futurs de trésorerie.

4.3.2.1 Problématiques spécifiques à la méthode

a) Le profil de risque particulier de la Société

Si la technologie LMP® dispose d'atouts majeurs et qu'elle est unique à ce jour, elle ne confère pas un avantage à ce point décisif qu'elle permettrait à Blue Solution de s'affranchir de la concurrence sur le prix de la densité énergétique que lui opposent des groupes industriels puissants et promouvant la technologie dominante qu'est le lithium-ion.

Par ailleurs, Blue Solutions opère sur un secteur technologique non encore totalement mature, sur lequel d'autres solutions de stockage sont à l'étude engendrant un risque de rupture technologique. La Société participe à ce mouvement par ses dépenses de R&D et en finançant les travaux de sa filiale américaine CSI.

Enfin la Société présente un profil de retournement. Elle n'a pas encore fait la démonstration qu'elle pouvait dégager un retour sur investissement pérenne et suffisant pour créer de la valeur. Pour y parvenir, elle a été contrainte de réorienter sa stratégie (cf. partie 3.), laquelle n'est pas exempte de risque, technologique comme indiqué plus haut, mais également politique au regard du poids de l'argument écologique et sécuritaire, notamment dans les pays émergents qu'elle vise dans son plan d'affaires.

Son modèle économique présente donc un risque d'exécution supérieur à la moyenne des sociétés cotées de son secteur dont la technologie (lithium-ion) est plus largement implantée internationalement.

Inversement, la Société est adossée à un groupe qui lui permet de financer son effort de R&D et qui l'a soutenue durant plusieurs exercices de sous-activité.

Au regard de sa taille et tant qu'elle bénéficie du soutien de son actionnaire, Blue Solutions présente donc un faible risque de défaut face aux chocs exogènes comme l'a démontré l'épisode de la perte de la délégation de service public d'Autolib'. De ce point de vue, elle présente donc un risque de crédit égal à celui de son groupe d'appartenance.

Par ailleurs, le plan d'affaires ne tient compte que des marchés identifiés à ce jour par le management sans intégrer de développements commerciaux pour d'autres clients que Daimler ou la RATP. On ne peut ignorer la possibilité pour Blue Solutions de gagner des contrats auprès d'autres constructeurs. De la même manière, la part du stationnaire dans le plan d'affaires est très modeste et ce débouché peut constituer un autre relais de croissance pour la Société dont il n'est pas tenu compte dans le plan d'affaires. Comme indiqué par le management, les revenus tirés de ces autres activités seraient générés sans que d'autres investissements capacitaires ne soient nécessaires, la production étant sous-traitée ou la technologie licenciée.

Compte tenu de ces risques et de ces atouts et opportunités, nous établirons que le coût du capital de Blue Solution peut se situer dans la moyenne des sociétés cotées de son secteur.

b) La problématique de la valeur de rente industrielle

Pour évaluer une entreprise par la méthode du DCF, il est d'usage de lui attribuer une valeur de rente industrielle perpétuelle. En l'absence d'une telle rente, il est plutôt question de l'évaluation d'un projet fini dans le temps et non d'une entreprise censée se renouveler constamment.

Blue Solutions opérant sur un secteur fortement marqué par les évolutions technologiques, ses produits actuels présentent un risque d'obsolescence et donc de non - renouvellement des flottes d'équipements fournies par elles. Au-delà de 15 ans (durée d'utilisation nominale des bus), la poursuite d'une activité rentable implique donc l'existence d'une rente technologique à cet horizon.

Le maintien d'une R&D consacrée à la génération suivante de batteries nous semble donc être une condition nécessaire pour la prise en compte d'une valeur de rente perpétuelle dans un modèle de DCF. À moyen – court terme, la Société doit poursuivre l'amélioration de sa technologie comme elle l'a fait auparavant en passant d'une densité énergétique de 125 Wh/kg à 140 Wh/kg et tout en abaissant ses coûts de production. À plus long terme, il est possible qu'elle ne puisse plus améliorer l'existant et doive changer d'approche. Le projet engagé par CSI est l'une des voies pour la poursuite de l'activité au-delà de l'horizon du plan. Le management estime néanmoins à 50 % les chances pour CSI d'aboutir à une découverte débouchant sur une application industrielle, avec un point d'étape décisif en septembre 2021, qui a été déjà repoussé d'un an.

Si la justification d'une valeur de rente n'est donc pas certaine, il nous semble toutefois à l'examen des multiples boursiers des plus proches comparables, que les sociétés de ce secteur, elles-mêmes soumises à l'aléa technologique, se voient attribuer une telle valeur au-delà des revenus attendus des applications existantes.

4.3.2.2 Détermination du taux d'actualisation

a) L'absence d'accès aux financements bancaires et obligataires

L'estimation du coût du capital pose le problème du niveau d'endettement normatif de la Société.

Retenir un levier d'endettement sectoriel pour déterminer le coût du capital de la Société nous semble très prématuré. Bien qu'elle ne soit plus une startup, elle demeure une société en retournement. Compte tenu de la chute de ses revenus, Blue Solutions n'aurait sans doute pas pu faire appel à des financements bancaires ou lever de la dette obligataire. Son endettement n'est donc contracté qu'auprès de son actionnaire principal.

Par ailleurs, ce levier d'endettement n'étant pas normatif, sa prise en compte conduirait à faire ressortir un taux emprunteur de type *junk bonds* qui ne nous semble pas donner une image fidèle du profil de risque de la Société.

Le coût du capital de Blue Solutions est à notre avis un pur coût des fonds propres à dette nulle. Les comptes-courants avec le groupe n'engendrent pas une élévation du risque de faillite ou d'échec du projet mais, au contraire, tendent à le réduire du point de vue de l'actionnaire minoritaire. Nous considérons donc les financements en compte courant apportés par Bolloré comme des quasi-fonds propres.

b) Calcul d'un taux d'actualisation "lissé" en cas de retour à la normale

Afin d'estimer la valeur de Blue Solutions hors période de crise sanitaire, nous optons pour un lissage des paramètres de marché calculé mensuellement par Fairness Finance sur une période de 5 ans arrêtée au 31 janvier 2020. Cette approche vise à estimer une valeur en cas de retour à la normale post crise Covid-19.

c) Appréciation du risque global

Comme évoqué précédemment, le risque inhérent à l'entreprise est affecté positivement par son intégration dans le Groupe Bolloré. Inversement, le plan d'affaires de Blue Solutions présente des risques d'exécution.

Au final nous estimons que la Société présente un profil de risque dans la moyenne des sociétés Small caps, i.e. des sociétés de petite taille ; le risque de défaut étant ici un risque technologique et de débouchés. Cette approche peut sembler pénalisante s'agissant d'une entité intégrée à un grand groupe, elle nous semble toutefois justifiée tant que Blue Solution n'aura pas fait la démonstration de sa capacité à atteindre le point mort de création de valeur, ce qui n'est pas attendu avant 2023 dans le plan d'affaires.

d) Méthodologie

Selon les abaques du modèle Fairness Finance, le coût des fonds propres est décomposé entre une composante liée au risque de l'actif financier qu'est l'action et une composante liée au risque de prévision du plan d'affaires.

- Le risque financier de l'action est estimé à partir du modèle d'équilibre des actifs financiers (MEDAF) selon lequel la rémunération du risque systématique vient s'ajouter au taux sans risque. Ce modèle prévoit l'actualisation de flux définis comme des espérances mathématiques ;
- Le risque de prévision est à prendre en compte lorsque les flux futurs ne sont pas des espérances mathématiques. En l'espèce, les prévisions du plan d'affaires correspondent à la meilleure estimation par le management des flux futurs en cas de survie de la Société et de succès des débouchés anticipés. Il s'agit donc de prévisions conditionnelles, qui n'envisagent pas un jeu complet de scénarios affectés de probabilités (notion d'espérance mathématique). Nous sommes donc fondés dans le cas présent soit à ajuster les flux, notamment d'une probabilité d'échec (ce qui est le cas s'agissant de CSI), soit, ce qui est équivalent, de tenir compte de primes de risque additionnelles par rapport à la seule rémunération du risque systématique (démarche suivie pour l'activité principale).

e) Calcul du taux d'actualisation

La prise en compte du risque systématique repose sur l'estimation du coefficient de sensibilité de la rentabilité de l'action à la variation générale du marché ; il s'agit du bêta au sens du MEDAF. En l'espèce, le bêta de la Société ressort à 0,88 à fin février 2020. Outre le fait qu'un bêta individuel est d'une interprétation délicate en raison de son manque de stabilité, celui de la Société est non significatif du fait de la mise en œuvre d'une précédente offre publique en 2017 et de la garantie d'un prix minimum de rachat de 17 € offerte depuis lors aux actionnaires.

Par conséquent, il est estimé un bêta théorique à partir des bêtas des sociétés cotées de notre échantillon sectoriel, calculés au 19 février 2020 à partir de variations de cours sur 3 ans. Ces derniers sont redressés de l'endettement financier²⁷, dans la perspective du calcul du coût des fonds propres à dette nulle de Blue Solutions.

Les moyennes et la médiane des bêtas de cet échantillon font ressortir une valeur centrale de 1,13.

Moyennes	bêta à dette nulle	r ²	Ecart normalisé à la moyenne
Voltabox AG	1,63	0,07	234%
Akasol AG	1,46	0,29	147%
Tesla Inc	1,30	0,21	64%
Panasonic Corp	1,27	0,55	53%
GS Yuasa Corp	1,15	0,58	-8%
NGK Insulators Ltd	1,10	0,61	-37%
Samsung SDI Co Ltd	1,07	0,77	-53%
CATL	1,05	0,17	-61%
LG Chem Ltd	1,01	0,77	-82%
Johnson Controls International PLC	1,01	0,63	-82%
EnerSys	1,00	0,53	-87%
Byd Co Ltd	1,00	0,32	-89%
Moyenne	1,17	46%	
Moyenne hors extrêmes	1,14	51%	
Médiane	1,08	54%	
Moyenne pondérée par les r ²	1,11		
Moyenne des paramètres centraux	1,13		

Comme indiqué dans le tableau ci-dessus, ces multiples sont étagés entre 1,0 et 1,6, soit une étendue relativement importante. Il convient de noter que les bêtas les plus élevés correspondent à Voltabox AG et Akasol AG, deux sociétés allemandes, considérées comme les deux plus proches comparables de Blue Solutions. Il convient toutefois d'interpréter avec prudence ces observations car les actions de ces deux sociétés ont été introduites en bourse récemment²⁸, et leurs bêtas ont été calculés sur des périodes de temps inférieures à 3 ans, cette durée étant généralement retenue pour estimer le risque d'un investissement sur une durée plus longue, comprise entre 5 et 10 ans.

Nous avons donc cherché à identifier les variables explicatives de la variance de ces observations. En retenant la dispersion de la marge opérationnelle²⁹ et la croissance de l'activité entre 2017 et 2020, ainsi que la progression attendue de la marge d'EBE entre 2016 et 2022, il ressort un modèle régression linéaire applicable à 11 sociétés sur les 12³⁰. Ce dernier permet d'expliquer 77 % de la variance³¹ avec des coefficients qui sont tous significatifs au seuil confiance de 1 %. L'application de ce modèle aux paramètres propres à Blue Solutions conduit à un bêta de 1,2 se situant dans la fourchette haute définie par les valeurs centrales ([1,08 ; 1,17]).

Ce positionnement nous semble refléter effectivement le caractère heurté de l'évolution récente de l'activité de la Société. Toutefois, dans l'optique du retrait obligatoire et compte tenu des perspectives de redressement du plan d'affaires, nous privilégions la valeur centrale de notre échantillon, soit 1,13, qui pourrait être le niveau vers lequel tendrait le bêta de la Société, si elle parvenait effectivement à délivrer des résultats conformes à son plan.

²⁷ Par application de la formule d'Hamada (1976).

²⁸ Octobre 2017 pour Voltabox et juillet 2018 pour Akasol.

²⁹ Coefficient de variation de la marge opérationnelle.

³⁰ À l'exception d'Akasol dont le niveau de Bêta nécessiterait sans doute la prise en compte d'autres variables explicatives non identifiées à ce stade.

³¹ Coefficient de corrélation multiple de 77 %.

Ainsi, comme mentionné précédemment, le coût du capital de la société est égal au coût des fonds propres à dette nulle. Par ailleurs nous retenons l'hypothèse que ce taux n'est pas sensiblement différent de celui des sociétés de même taille.

Sur la base de paramètres de marché lissés sur 5 ans et avant crise sanitaire, le taux d'actualisation s'établit selon nos calculs à 10,6 %.

Comme l'indique le tableau ci-après, ce taux intègre une rémunération du risque systématique de 5,86 % calculée à partir du produit de la prime de risque moyenne sur 5 ans en zone euro estimée à 5,21 % (source Fairness Finance) et du bêta de 1,13. À cela s'ajoute :

- le taux sans risque (r_f) correspondant au rendement moyen sur 5 ans d'un panier d'emprunts in fine 10 ans émis par les États de la zone euro notés au moins AA, soit 0,39 % (Source Fairness Finance) ;
- une prime de liquidité (Π_A) marquant le passage d'un risque souverain AAA à un actif corporate de même notation et qui s'applique selon nous à tout actif financier risqué (source Fairness Fiance) ;
- la prime de biais de prévision et de taille (Π_{Δ}) qui s'applique en moyenne aux sociétés de capitalisation équivalente à la valeur estimée des capitaux propres de Blue Solutions selon la méthode des DCF. Cette prime additionnelle vient corriger les biais d'optimisme des plan d'affaires et l'absence de prise en compte de la probabilité de défaut dans les prévisions. Il repose sur une analyse du TRI implicite permettant de justifier les cours de bourse de 2 000 sociétés cotées en Europe à partir des prévisions financières des analystes financiers. Cette analyse réalisée mensuellement permet d'estimer le coût implicite du capital des sociétés cotées en Europe ainsi que ses différentes composantes, comme la prime de risque.

Calcul du taux d'actualisation lissé sur 5 ans	31-janv-20
Bêta de l'actif économique : β_u	1,13
Prime MEDAF : Π_R	5,21%
Risque systématique : $\beta_u \times \Pi_R$	5,86%
Prime moyenne des sociétés de même taille : Π_{Δ}	4,07%
Prime AAA : Π_A	0,27%
Taux sans risque : r_f	0,39%
Coût des fonds propres à dette nulle : k_U	10,59%

Source des données de marché : Fairness Finance

Le test de dépréciation de l'UGT batteries qui se base sur un taux d'actualisation de 8,3 % se fonde sur volumétrie bien inférieure à celle attendue à terme dans le plan d'affaires retenu dans nos travaux. En l'absence d'investissements de capacité et avec une contribution nettement plus faible des pays émergents au chiffre d'affaires, il est normal que le taux d'actualisation utilisé dans le test de dépréciation soit sensiblement inférieur à celui que nous retenons.

4.3.2.3 Résultats de l'évaluation par le DCF

a) Taux de croissance à l'infini

Comme indiqué précédemment, nous retenons une valeur de rente par capitalisation d'un cash-flow normatif supposé être en croissance perpétuelle à horizon 2029. Cette approche est une pratique de place mondiale, y compris dans un secteur technologique comme celui des batteries électriques. Il convient à chacun d'en apprécier le poids dans la valeur de ces entreprises, toute fluctuation sur l'appréciation de la rentabilité normative ayant un impact significatif sur leur cours de bourse. Nous rappelons à cette occasion que les sociétés de notre échantillon présentaient une volatilité moyenne proche de 35 %³² avant la crise sanitaire, ce qui est supérieur à la moyenne des sociétés cotées de taille identique.

Au niveau de la zone euro, la pratique de place admet par ailleurs le recours à un taux de croissance perpétuel proche de la croissance nominale de l'économie à moyen terme pour évaluer des sociétés appartenant à des secteurs technologique. Pour les sociétés matures, il n'est retenu que la moitié de celle-ci, soit environ l'équivalent

³² Sur cinq ans

de l'inflation anticipée. En l'espèce, nous centrerons nos calculs sur une hypothèse de croissance perpétuelle de 2,5%.

b) Valeur d'entreprise et valeur des capitaux propres

Comme indiqué dans le tableau ci-dessous, l'actualisation au taux de 10,6 % des flux prévisionnels après impôt conduit à une valeur d'entreprise de l'activité batteries proche de 360 m€. Cette valeur tient compte d'un flux terminal actualisé à l'infini de 58 m€ qui intègre un flux d'investissement annuel équivalent à environ 3 % du chiffre d'affaires.

Valeur des capitaux propres DCF	m€
Valeur présente des flux de trésorerie	89,3
<i>Cash flow terminal</i>	58,2
<i>Valeur terminale</i>	719,5
Valeur présente de la valeur terminale	271,8
Valeur d'entreprise	361,2
Position financière nette	(90,6)
Autres éléments	86,0
Valeur des capitaux propres	356,6
<i>Nombre d'actions (en millions)</i>	29,2
Valeur en € par action	12,23 €

Après prise en compte des valeurs actuelles des économies d'impôt sur déficits reportables et des flux attendus de CSI, et déduction faite de l'encours de comptes courants auprès du Groupe Bolloré, net de la trésorerie à fin décembre 2019, soit 91 m€, la valeur des fonds propres s'établit à 361 m€, soit à 12,2 € par action.

S'agissant de la valeur de CSI, nous avons retenu le plan d'affaires du management utilisé dans les tests de dépréciation, qui reflète un modèle économique comme un laboratoire de recherche générant un cash-flow négatif jusqu'en 2025, puis produisant des revenus de licence en cas d'aboutissement des recherches qu'il mène.

Nous avons actualisé les flux de CSI à un taux identique à celui retenu pour ceux de Blue Solutions, soit 10,6 %. Ce taux constitue indubitablement un élément favorable à l'actionnaire minoritaire dans la mesure où le taux de réussite d'une telle activité est généralement faible. Toutefois, nous n'avons pas, tout comme le management, le moyen d'estimer ce taux de manière fiable. Par prudence, nous retenons donc l'hypothèse la plus favorable étant précisé que si ses recherches aboutissent, la valeur de marché de CSI excéderait probablement la valeur retenue dans nos travaux. En valeur centrale, cette dernière s'établit à 53 m€ (soit 1,83 € par action Blue Solutions), montant tenant compte du versement des compléments de prix payables en 2021.

Afin d'approcher l'incidence d'un échec, nous avons effectué des analyses de sensibilité tenant compte d'une décote de 50 % sur la valeur CSI, taux égal à celui retenu par la Société dans ses comptes pour l'estimation de la valeur des compléments de prix (cf. infra).

4.3.2.4 Analyses de sensibilité

La sensibilité de la valeur obtenue par les DCF aux variations du taux d'actualisation et du taux de croissance à l'infini est résumée dans le tableau ci-dessous :

		Taux d'actualisation				
		9,59%	10,09%	10,59%	11,09%	11,59%
g [∞]	2,00%	14,58	12,92	11,45	10,16	9,00
	2,25%	15,10	13,36	11,83	10,48	9,28
	2,50%	15,66	13,83	12,23	10,82	9,58
	2,75%	16,26	14,33	12,65	11,18	9,89
	3,00%	16,91	14,87	13,11	11,57	10,22

Compte tenu du niveau de risque d'exécution et mais également des opportunités non intégrées dans le plan d'affaires, nous retenons une fourchette d'évaluation large, comprise entre 9,58 € et 15,66 €.

D'autre part, la sensibilité de la valeur aux variations du taux d'actualisation et du taux de marge d'EBITDA en fin de plan d'affaires est la suivante :

		Taux d'actualisation				
		9,59%	10,09%	10,59%	11,09%	11,59%
Variation du taux d'EBITDA	-2,00%	14,60	12,87	11,37	10,05	8,88
	-1,00%	15,13	13,35	11,80	10,44	9,23
	0,00%	15,66	13,83	12,23	10,82	9,58
	1,00%	16,19	14,30	12,66	11,21	9,93
	2,00%	16,73	14,78	13,08	11,59	10,27

La plage des valeurs ressortant de cette analyse est recouverte par l'analyse de sensibilité précédente et conduit à une fourchette de valeurs équivalentes.

Enfin, nous présentons la sensibilité de la valeur à l'affectation ou non d'une décote de 50 % à la valeur de CSI et au taux d'actualisation :

		Taux d'actualisation				
		9,59%	10,09%	10,59%	11,09%	11,59%
Taux d'échec de 50 % pour CSI	0	15,66	13,83	12,23	10,82	9,58
	1	14,20	12,55	11,11	9,85	8,73
<i>Incidence taux d'échec (€/act.)</i>		<i>1,47</i>	<i>1,28</i>	<i>1,12</i>	<i>0,97</i>	<i>0,85</i>

4.3.3 Évaluation par la méthode des comparables boursiers

La méthode des comparables boursiers est une méthode dite analogique, permettant d'évaluer une société en lui appliquant des multiples calculés sur des agrégats financiers anticipés.

Pour la mettre en œuvre, nous avons constitué un échantillon de 12 sociétés cotées présentes dans le secteur du stockage d'énergie électrique (cf. annexe 7.2). À notre connaissance, aucune ne produit des batteries présentant les mêmes caractéristiques techniques que celles conçues et fabriquées par Blue Solutions. Il s'agit donc de concurrents de substitution, avec une technologie lithium-ion, et non de concurrents directs. Toutefois, certaines de ces entreprises pourraient être les futurs concentrateurs du secteur et pourraient donc être intéressées par une technologie de niche telle que celle développée par la Société.

Seules deux sociétés sont des pure players européens (allemands) : Akasol et Voltabox. Il convient de noter qu'Akasol, cotée depuis début juillet 2018, est fournisseur de Daimler en batteries lithium-ion.

Les autres comparables sont extra-européens, généralement américains ou asiatiques, de plus grande taille et donc plus diversifiés. Leur inclusion dans l'échantillon se justifie, selon nous, par leur rôle potentiel de concentrateurs dans un secteur encore non mature et donc propice aux opérations de croissance externe.

Pour autant, l'application de la méthodes des comparables n'est pas sans poser de problème. En effet, le plan d'affaires prévoit que la Société génère des pertes jusqu'en 2021, la méthode des multiples ne s'applique donc qu'à ses agrégats 2022 et suivants si l'on souhaite retenir les multiples d'EBITDA_AL et d'EBITaL³³, préférés aux multiples de chiffre d'affaires qui ne tiennent qu'imparfaitement compte de la rentabilité, actuelle ou anticipée, des sociétés de l'échantillon. On note également chez les comparables de petite taille comme Akasol, Voltabox, mais aussi chez certains grands groupes au business model non-mature, comme Tesla, une insuffisance de rentabilité à court terme, voire des pertes. Cette situation engendre une disparité des multiples en début de période. Il s'opère néanmoins un phénomène de convergence vers une norme de croissance annuelle sectorielle à moyen terme. Aussi, il nous semble

³³ Au cas présent, les agrégats des comparables (sauf CATL) ont été retraités afin de neutraliser l'effet d'IFRS 16 pour appliquer les multiples à l'EBITDA et l'EBIT du plan d'affaires de la Société, bâti sans IFRS 16.

possible d'appliquer les multiples centraux de notre échantillon (médiane et moyenne hors extrêmes), ce qui requiert, dans certains cas, d'extrapoler les multiples non disponibles en 2023 à partir de ceux de l'exercice précédent, en tenant compte de la dynamique propre de l'entreprise concernée et en retenant une hypothèse de convergence vers un rythme de croissance sectoriel de sociétés plus matures. Cette approche est une alternative à l'actualisation d'une valeur issue de l'application de multiples de sociétés matures à des agrégats de la Société à 6 ans.

Enfin, comme indiqué au début de ce chapitre, nous retenons les capitalisations boursières et les valeurs d'entreprise qui en découlent, sur la base de leur moyenne 20 jours au 19 février 2020 afin de ne pas intégrer les effets de la crise boursière intervenue après cette date.

Par cette approche, il ressort les multiples suivants :

Sociétés comparables (19 février 2020)	VE m€	VE/EBITDAaL ⁽¹⁾				VE/EBITaL ⁽¹⁾			
		2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023
Tier 1 : Pure players européens									
Akasol AG	193	17,5x	10,3x	7,0x	5,3x	36,0x	17,3x	10,0x	7,3x
Voltabox AG	124	9,8x	6,3x	4,5x	3,5x	39,4x	16,1x	11,5x	9,0x
Tier 2 : Acteurs peu diversifiés extra-européens									
Contemporary Amperex Technology Co Ltd	44 808	33,8x	27,7x	22,9x	21,1x	53,6x	44,9x	36,4x	32,5x
EnerSys	3 746	9,2x	7,9x	6,8x	5,9x	12,7x	10,2x	8,1x	6,5x
GS Yuasa Corp	1 671	4,9x	4,8x	4,6x	4,3x	na	na	na	na
Samsung SDI Co Ltd	12 240	9,0x	7,0x	6,0x	5,2x	19,7x	13,9x	11,3x	9,2x
Tier 3 : Acteurs diversifiés extra-européens									
Johnson Controls International PLC	34 453	10,8x	10,4x	9,9x	9,5x	14,4x	13,3x	12,7x	12,2x
Panasonic Corp	25 106	5,1x	4,8x	4,4x	4,3x	10,0x	8,7x	8,5x	8,2x
LG Chem Ltd	27 156	10,3x	8,0x	6,5x	5,6x	26,0x	16,6x	12,4x	10,7x
Byd Co Ltd	55 798	27,6x	25,1x	25,3x	25,5x	78,2x	65,5x	56,0x	47,9x
Tesla Inc	143 860	36,5x	26,0x	21,0x	19,1x	78,8x	44,0x	34,2x	31,7x
NGK Insulators Ltd	5 640	5,7x	5,2x	5,0x	4,7x	9,6x	8,4x	7,9x	7,5x
Moyenne hors extrêmes	21 081	13,9x	11,1x	9,4x	8,5x	32,2x	20,6x	16,1x	14,3x
Médiane	18 673	10,0x	8,0x	6,7x	5,4x	26,0x	16,1x	11,5x	9,2x

⁽¹⁾ aL pour *after lease* sauf pour CATL

Source : Refinitiv - Eikon

En appliquant les multiples calculés ci-dessus à l'EBITDA et l'EBIT 2023 de la Société, les fourchettes de valeurs de Blue Solutions sont les suivantes :

Valeur des capitaux propres (m€)	EBITDaL			EBITaL		
	Min	Centrale	Max	Min	Centrale	Max
Valeur d'entreprise retenue	250	321	392	236	300	364
Position financière nette	(91)	(91)	(91)	(91)	(91)	(91)
Autres éléments	86	86	86	86	86	86
Valeur des capitaux propres	245	316	387	231	295	360
<i>Nombre d'actions</i>	<i>29,2</i>	<i>29,2</i>	<i>29,2</i>	<i>29,2</i>	<i>29,2</i>	<i>29,2</i>
Valeur en € par action	8,41 €	10,85 €	13,28 €	7,93 €	10,13 €	12,33 €

La mise en œuvre de la méthode des comparables boursiers conduit à une valeur de Blue Solutions comprise entre 7,93 € et 13,28 €. Si l'on retient les valeurs centrales, comprises entre 10,13 € et 10,85 €, le prix d'Offre extériorise une prime comprise entre 57 % et 68 %. Nous rappelons qu'en raison du caractère imparfait de la méthode appliquée au cas d'espèce (peu de comparables proches, hétérogénéité des multiples, date d'application lointaine), nous ne la retenons qu'à titre secondaire.

4.3.4 Évaluation par la méthode des transactions comparables

Comme la méthode des comparables boursiers, la méthode des transactions comparables est une méthode dite analogique, permettant d'évaluer une société en lui appliquant des multiples calculés sur des agrégats financiers anticipés.

Au-delà des imperfections relevées pour l'application de la méthode des comparables boursiers (cf. paragraphe précédent), la méthode des transactions comparables y ajoute l'opacité, pour les transactions portant sur des sociétés non cotées, dans la mesure où tout ou partie des éléments nécessaires pour le calcul du multiple (prix payé, montant de la dette, niveau des agrégats historiques de la cible, clause de complément de prix) sont souvent de source externe ou estimés. De plus, dans la mesure où les multiples sont calculés sur la base d'éléments historiques plus ou moins lointains, il est d'usage de les appliquer à des agrégats passés ou actuels de la cible. Au cas présent, la mise en œuvre de la méthode se heurte aux mêmes difficultés que celle des comparables boursiers, la Société étant en perte et ne produira des résultats positifs qu'en 2021 (EBITDAaL) et 2022 (EBITaL).

Enfin, il convient de rappeler que les multiples issus des transactions comparables intègrent usuellement une prime de contrôle, d'un niveau variable dépendant de la stratégie de l'acquéreur. Ainsi, il n'est pas surprenant que toutes choses égales par ailleurs, les multiples calculés par cette méthode soient supérieurs à ceux issus des comparables boursiers, justifiant l'application d'une décote afin de neutraliser l'incidence de la prime de contrôle. L'absence d'application d'une décote au cas présent est un élément favorable à l'actionnaire minoritaire, permettant d'estimer le haut de fourchette de la valeur de la Société.

Afin de contourner les obstacles décrits précédemment, nous retenons une approche mixte qui consiste à retenir dans un DCF, une valeur de sortie qui découlerait de l'application du multiple central de notre échantillon. La valeur de sortie intervient dès que possible, i.e. dans le cas présent entre fin 2025 et fin 2026, exercices à partir desquels le plan d'affaires fait ressortir des marges d'EBE quasiment stabilisées. Le taux d'actualisation retenu entre 2020 et 2024 (ou 2025) est égal à 10,59 %, soit le taux moyen retenu pour l'approche DCF.

Pour calculer la valeur de sortie, nous avons identifié 8 transactions intervenues entre mai 2016 et février 2020 (cf. annexe 7.4) conduisant à des multiples d'EBITDAaL compris entre 10,9x (moyenne) et 11,3x (médiane) et de multiples d'EBITaL compris entre 12,9x (médiane) et 17,3x (moyenne).

En appliquant les multiples ci-dessus aux agrégats 2025 et 2026 de la Société, les fourchettes de valeurs de Blue Solutions sont les suivantes :

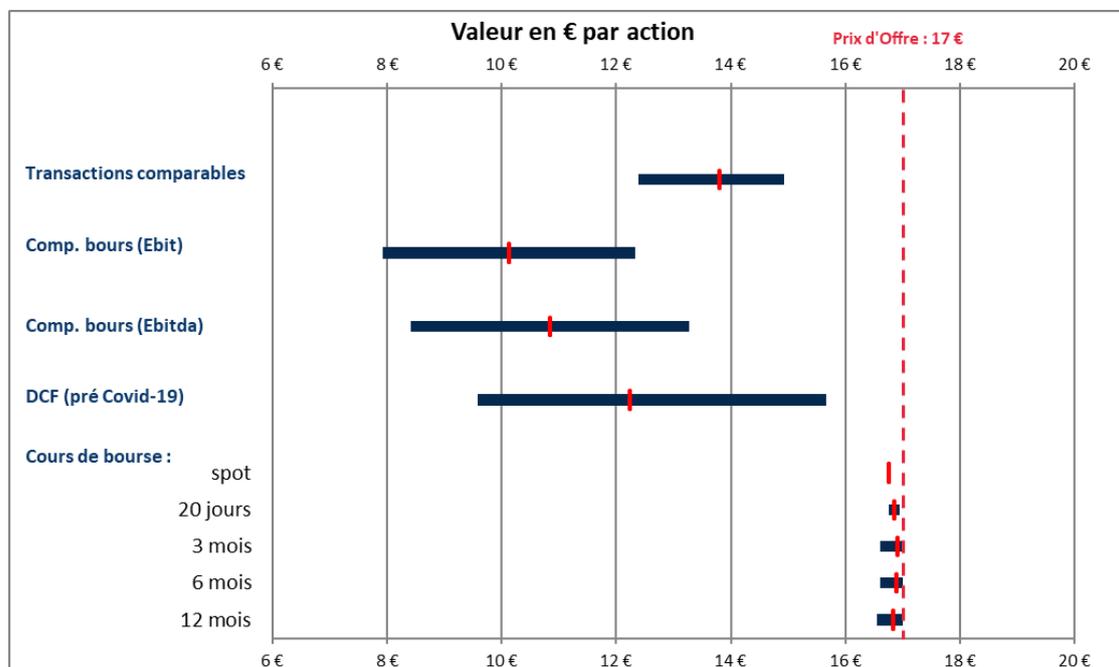
Valeur des capitaux propres (m€)	EBITDAaL			EBITaL		
	Min	Centrale	Max	Min	Centrale	Max
Valeur d'entreprise retenue	418	429	440	366	385	403
Position financière nette	(91)	(91)	(91)	(91)	(91)	(91)
Autres éléments	86	86	86	86	86	86
Valeur des capitaux propres	413	424	436	361	380	399
Nombre d'actions	29,2	29,2	29,2	29,2	29,2	29,2
Valeur en € par action	14,17 €	14,55 €	14,93 €	12,39 €	13,03 €	13,67 €

La mise en œuvre de la méthode des comparables boursiers conduit à une valeur de l'action Blue Solutions comprise entre 12,39 € et 14,93 €. Compte tenu du degré d'incertitude résultant des informations manquantes, nous retenons une valeur moyenne issue de la moyenne des deux agrégats conduisant à une valeur centrale de 13,79 €, sur laquelle le prix d'Offre extériorise une prime de 23,2 %.

A l'instar de la méthode des comparables boursier et compte tenu des biais qu'elle présente, nous ne retenons la méthode des transactions comparables qu'à titre secondaire.

4.3.5 Synthèse des résultats issus des méthodes retenues

Le graphique suivant présente les fourchettes de valeurs issues de la mise en œuvre des différentes approches par rapport au prix d'Offre de 17 € :



4.3.6 Approche de l'impact de la crise financière sur la valeur de l'action Blue Solutions

Comme indiqué au début de cette partie, nous avons souhaité approcher l'impact de la crise financière sur la valeur de l'action Blue Solutions en l'absence de réaction du cours de bourse de la Société aux mouvements de marché.

En premier lieu, il convient de souligner que l'arrêt actuel de l'activité a eu selon le management des impacts financiers immédiats limités au cours de 1er trimestre 2020. Les impacts à moyen terme en revanche, ne sont pas encore mesurables.

Par ailleurs, le niveau de la demande post-Covid-19 dans un contexte possible de crise économique, et d'endettement des États, des collectivités ou des grands donneurs d'ordres, ou de défiance vis-à-vis des transports en commun, constitue un second niveau d'incertitude à moyen terme, pesant défavorablement sur la probabilité de succès du plan.

Dans ce contexte d'une opération conduisant mécaniquement à un retrait obligatoire et donc à priver définitivement les actionnaires minoritaires de la possibilité de rester actionnaires de la Société même s'ils le souhaitent, il nous semble justifié de privilégier des approches conduisant à estimer la valeur de la Société pré – Covid-19, présupposant l'hypothèse d'un retour à la normale sous un délai raisonnable.

Toutefois, afin de fournir à l'actionnaire minoritaire une estimation de cet impact, sur la base des paramètres actuels de marché, lesquels donnent un « prix moyen » au risque Covid-19, et donc de l'aversion actuelle aux risques.

Pour ce faire, nous avons observé l'évolution boursière des sociétés composant notre échantillon de comparables et de l'indice de référence de Blue Solutions, le CAC ALL SHARE. Entre le 19 février 2020, date du plus haut atteint par les marchés en France, et le 28 avril 2020, nous relevons les cours suivants :

Evolution boursière récente	Tier 1		Tier 2				Tier 3						Indice
	Akasol	Voltabox	CATL	EneSys	GS Yuasa	SamsungSDI	JCI	Panasonic	LG Chem	Byd	Tesla	NGK	CAC ALL SHARE
Cours au 19 fév. 2020	43,2	7,9	153,2	74,2	2 107,0	343 500,0	42,0	1 184,0	404 000,0	61,9	917,4	1 864,0	7 412,6
Cours au 28 avr. 2020	39,0	4,4	138,3	56,9	1 497,0	279 500,0	29,7	797,1	362 500,0	57,0	769,1	1 342,0	5 609,5
Période du 19/2/20 au 28/4/20													
Minimum	26,0	3,1	107,5	38,2	1 182,0	183 000,0	23,5	700,0	230 000,0	48,2	361,2	1 202,0	4 612,0
Maximum	43,2	7,9	161,9	74,9	2 137,0	343 500,0	42,5	1 195,0	419 000,0	71,7	917,4	1 896,0	7 412,6
Moyenne	33,9	4,6	131,6	53,6	1 556,7	271 260,4	31,5	866,5	340 530,6	59,1	635,3	1 440,8	5 712,2
Evolution													
Cours 19/2 vs min.	-40%	-61%	-30%	-48%	-44%	-47%	-44%	-41%	-43%	-22%	-61%	-36%	-38%
Moyenne par Tier		-50%				-42%							-41%
Moyenne générale													-43%
Cours 19/2 vs 28/4	-10%	-44%	-10%	-23%	-29%	-19%	-29%	-33%	-10%	-8%	-16%	-28%	-24%
Moyenne par Tier		-27%				-20%							-21%
Moyenne générale													-22%

Nous notons qu'au plus fort de la crise boursière entre le 13 et le 24 mars 2020, les cours ont baissé entre 40 % et 50 % selon le groupe de sociétés retenu. Depuis, les marchés se sont redressés et les cours affichent une baisse comprise en 20 % et 27 % depuis le 19 février 2020.

Ainsi, une estimation de la valeur immédiate de l'action Blue Solutions pourrait, par cette approche simplifiée et en l'absence d'autres informations fiables, conduire à affecter les valeurs auxquelles nous aboutissons d'une décote comprise entre 20 % et 27 %.

5 | ANALYSE DES TRAVAUX DE L'ÉVALUATEUR

Conformément à l'instruction 2006-08 du 28 juillet 2006 modifiée le 10 février 2020, nous avons conduit une analyse des travaux d'évaluation réalisés par BNP Paribas et Natixis, (ci-après, ensemble les « Banques » ou l'« Évaluateur ») présentés dans la partie « Éléments d'appréciation du prix d'Offre » du projet de note d'information déposée le 8 avril 2020.

Les Banques et nous-mêmes avons utilisé les mêmes références et les mêmes méthodes d'évaluation. Ces évaluations sont réalisées avant que la crise sanitaire du Covid-19 n'affecte les paramètres de marché en ce qui concerne nos travaux, et pour l'essentiel des résultats obtenus par les Banques. On peut en dire autant de la référence au cours, ce dernier étant étroitement affecté par la promesse de rachat à 17 € annoncée par le groupe Bolloré en 2017.

Préalablement à l'analyse des travaux de l'Évaluateur, nous indiquons que nous avons retenu le même nombre d'actions que les Banques, soit 29,2 millions. S'agissant des éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres, la principale différence entre nos travaux et ceux des Banques se situe dans la valeur retenue pour CSI et qui fait l'objet de développements au paragraphe suivant.

Les valeurs centrales et les hauts de fourchette auxquelles l'Évaluateur et nous-mêmes aboutissons en fonction des références et des méthodes d'évaluation utilisées, sont synthétisées dans le tableau ci-dessous :

Méthodes / critères		BM&A			Banques		
		€/action			€/action		
		Borne basse	Valeur centrale	Borne haute	Borne basse	Valeur centrale	Borne haute
Cours de bourse au 12 mars (cours moyen pondéré)	12 mois	16,55	16,83	17,00		16,81	
	6 mois	16,60	16,89	17,00		16,86	
	3 mois	16,60	16,89	17,00		16,87	
	20 j. (BM&A)/ 1 mois (Banques)	16,75	16,85	16,95		16,84	
	spot		16,75			16,75	
DCF		9,58	12,23	15,66	12,83	14,13	15,63
Comparables boursiers : VE/CA						7,65	
Comparables boursiers : VE/EBITDAaL et VE/EBITDA		8,41	10,85	13,28		12,17	
Comparables boursiers : VE/EBITaL		7,93	10,13	12,33			
Transactions : VE/CA						13,71	
Transactions : VE/EBITDA (et EBIT pour BM&A)		12,39	13,79	14,93		14,43	

5.1 DCF comme méthode d'évaluation privilégiée

L'Évaluateur et nous-mêmes privilégions l'approche intrinsèque par le DCF qui est l'approche la plus indiquée pour tenir compte d'une situation de retour à meilleure fortune.

En hypothèse centrale, nous retenons des paramètres de marché antérieurs à la crise sanitaire actuelle. Pour sa part, l'Évaluateur retient les moyennes de la prime de risque ex-ante (source Refinitiv - Eikon) et du rendement de l'OAT 10 ans calculées sur 6 mois au 12 mars 2020. Par ailleurs il tient compte d'une prime d'illiquidité ex-post calculée à fin décembre 2018 (source Duff & Phelps). Les deux premiers paramètres sont donc très marginalement affectés par la crise du Covid-19. Le troisième ne l'est pas. Enfin, des bêtas sont calculés au 12 mars sur plusieurs années de variation de cours, et sont donc également sensiblement identiques à ceux prévalant au 19 février, avant la crise. S'agissant de la méthode du DCF, nos travaux, comme ceux des Banques, peuvent donc être considérés comme conduisant à des valeurs pré-Covid-19.

Pour ce faire, nous retenons la même définition du taux d'actualisation, i.e. le coût des fonds propres à dette nulle, ce qui revient à considérer l'endettement vis-à-vis du Groupe Bolloré comme des quasi-fonds propres. Dans un cas comme dans l'autre, nos travaux respectifs cherchent à établir un taux d'actualisation en faisant abstraction de la garantie accordée aux actionnaires, depuis 2017, de pouvoir vendre leurs titres au prix de 17 €.

a) Écart sur le taux

Nous parvenons par cette approche à une valeur centrale de 12,2 € contre 14,1 € pour l'Évaluateur. Cette différence provient essentiellement d'un écart d'appréciation du taux d'actualisation et donc des risques inhérents i) à l'action Blue Solutions (hors garantie des 17 €) et ii) au plan d'affaires. En effet, avec un même taux d'actualisation de 9,03 % que celui des Banques, nous parviendrions à une valeur d'entreprise de l'activité batterie sensiblement identique, avec un écart de l'ordre de 6 %.

Bien que nos modèles d'estimation du coût des fonds propres soient assez différents dans leurs fondements, l'écart de taux d'actualisation entre nos travaux repose essentiellement sur l'appréciation du bêta sectoriel. Cet écart ne provient pas d'une différence d'échantillon mais d'une estimation divergente des bêtas pris individuellement, ce qui finalement explique 70 % de notre écart sur le taux.

Nous notons que le secteur industriel en question présente un faible levier d'endettement et qu'une différence de calcul du bêta hors dette a peu d'impact sur nos travaux respectifs. Par ailleurs, il convient de signaler qu'en moyenne, les rendements des titres des sociétés de notre échantillon sont plutôt corrélés au portefeuille de marché (67 % hors extrêmes) ce qui a un effet multiplicateur sur le bêta. Par ailleurs, leur volatilité est plutôt supérieure à la moyenne. Elle représente en effet 184 % de celle du portefeuille de marché, ce qui a aussi un effet multiplicateur sur le bêta. Enfin, il ne nous semble pas anormal qu'un secteur technologique présente un bêta de son actif économique supérieur à 1,0, ce qui est le propre des secteurs risqués³⁴. Enfin, comme nous l'avons indiqué, l'analyse des fondamentaux de Blue Solution (en termes de marges) la situerait plutôt entre la médiane et le troisième quartile des bêtas observés.

En second lieu, le solde de notre écart sur le taux se situe dans les primes de risque additionnelles à prendre en considération par rapport au MEDAF théorique.

Comme nous l'avons indiqué, le MEDAF théorique suppose que les prévisions aient été affectées d'une probabilité de réalisation, et en particulier d'une probabilité d'échec qui n'est pas nulle. Nous observons que l'essentiel de cette part d'ajustement du MEDAF repose dans les travaux des Banques sur l'application d'une prime d'illiquidité.

- Cette dernière est une prime de taille statistique qui ne repose pas sur des paramètres de liquidité spécifiques au titre évalué mais sur l'observation, sur longue période, et aux États-Unis, de la surrentabilité dégagée par les sociétés appartenant au même décile de taille (par la capitalisation) comparé au portefeuille de marché. À notre avis, la transposition de cette surrentabilité du marché des Small caps américaines au cas européen reste à démontrer. Par ailleurs, ce mode de calcul historique ne permet pas à notre avis de tirer de conclusion sur l'exigence de rendement des investisseurs prévalant en ce début d'année, avant la survenance de la crise sanitaire. Pour notre part, plutôt qu'une approche statistique historique fondée sur quelques décennies de rendement annuels historiques de dix portefeuilles classés par la taille, nous basons notre approche sur une coupe transversale de 2 000 TRI exigés individuellement par les investisseurs à une même date. Cette approche qui n'est pas non plus sans poser des problèmes spécifiques, n'en demeure pas moins, selon nous, possible pour estimer le coût du capital implicite du marché à une date donnée.
- Calculé ex-post, une prime de taille intègre une large part des défaillances d'entreprises qui ont pour effet de transformer les titres concernés en penny stock, avant leur sortie de la cote. Ces rendements sont donc nets du risque de faillite dans une large mesure. Ils s'appliquent par conséquent à des prévisions probabilisées du risque de faillite ou d'échec, ce qui n'est pas le cas des prévisions du plan d'affaires. Il nous semble donc difficile de les retenir au cas présent, sauf en appliquant conjointement une probabilité

³⁴ Le bêta avec levier d'endettement étant pour sa part encore plus élevé et se situant en moyenne à 1,19 (hors extrêmes).

d'échec du plan. Pour que cet effet soit négligeable, il faut postuler que l'espérance des flux est supérieure à la prévision conditionnelle telle qu'elle figure dans le plan d'affaires ce qui n'est pas notre opinion.

b) Écart la valeur de CSI

Les Banques et nous-mêmes avons également une divergence d'opinion sur la valeur de CSI. Dans nos travaux, nous évaluons cette filiale à 53 m€, soit à 1,8 € par action Blue Solutions. Pour leur part, les Banques retiennent une valeur de 9 m€ qui correspond au prix d'acquisition en 2016, hors compléments de prix.

Il convient d'indiquer que cette société est un laboratoire de recherche dont la valeur s'appréhende comme celle d'une startup à un stade précoce, i.e. à plusieurs années de la perception d'un revenu de licence, mais à moins d'un an et demi d'un rendez-vous décisif qui devrait permettre à la Société de choisir si elle renonce à poursuivre son soutien financier à ces recherches. Si les travaux de CSI aboutissaient, ils permettraient de dépasser les performances des meilleures batteries actuellement en service pour des applications de transport. Nous avons évalué cette société sur la base d'un plan d'affaires qui ne nous semble pas plus ambitieux que la moyenne des plans d'affaires de startups technologiques soumis à des fonds de capital-risque.

5.2 Référence au cours de bourse

Nous ne relevons pas de différence significative s'agissant de la référence au cours de bourse. Les écarts proviennent majoritairement de la durée des moyennes retenues (1 mois pour les Banques, 20 jours de bourse de notre côté), et du nombre de titres échangés, les Banques retenant la totalité des échanges intervenus sur le titre, y compris les plates-formes alternatives alors que nous ne retenons que les volumes traités par Euronext.

5.3 Comparables boursiers

Hormis la différence entre nos éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres respectifs, la première source d'écart (sur la seule valeur d'entreprise) réside dans le fait que nos échantillons diffèrent, les Banques ayant retenu un échantillon restreint alors que nous avons retenu un échantillon élargi.

Ensuite, nous relevons que cette méthode est mise en œuvre à titre secondaire dans nos travaux et à titre indicatif dans ceux des Banques. La raison de ce déclassement est le profil de retournement qui caractérise le plan d'affaires de la Société et qui ne permet pas une application rigoureuse de l'approche. En effet, celle-ci revient à capitaliser un niveau de rentabilité reductible pour l'avenir, i.e. aussi normatif que possible. Une telle approche ne peut s'appliquer aux prévisions 2020 à 2022, la société devant encore générer des pertes en 2020 et sans atteindre le point mort de création de valeur avant 2023. Dans ce contexte, les Banques et nous avons choisi des approches différentes pour contourner cet obstacle

Dans nos travaux, nous avons choisi de restreindre la méthode à l'application des multiples 2023 d'EBE (ou EBITDAaL) et de résultat opérationnel courant (ROC ou EBITaL) collectés avant la survenance de la crise sanitaire. Ces multiples aboutissent à une fourchette d'évaluation comprise entre 7,9 € et 13,3 €. Cette approche est plus prudente que le DCF dans la mesure où elle ne tient pas compte du plein effet attendu de la croissance de l'activité liée aux marchés situés dans les pays émergents.

Pour sa part, l'Évaluateur a opté pour une méthode mixte entre multiples et DCF qui consiste à appliquer les multiples 2020, collectés le 12 mars 2020, de chiffre d'affaires (approche que nous n'avons pas utilisée) et d'EBITDA des sociétés comparables aux agrégats du plan d'affaires en 2027 afin de calculer une valeur de sortie qui est ensuite actualisée.

Sans surprise, cette approche des Banques conduit à des valeurs plus faibles que celles obtenues par le DCF. En effet, les multiples retenus sont inférieurs en moyenne (du fait de l'inclusion du multiple de CA) aux multiples implicites de capitalisation des agrégats dans le DCF. Par ailleurs, cette approche ne tient pas compte de la valeur positive des flux intermédiaires.

Au final, les deux approches diffèrent sur de nombreux points et ne sont pas comparables globalement entre elles. Nous pouvons toutefois constater que les multiples d'EBITDA des banques conduisent naturellement à des valeurs supérieures à celles issues de nos multiples d'EBITDA du simple fait de l'exercice de référence retenu, 2020 pour les Banques, 2023 pour nous. L'écart est partiellement compensé dans la valeur des capitaux propres par les éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres.

5.4 Transactions comparables

Comme pour les comparables boursiers, le profil de retournement de la Société pose le problème du choix de l'exercice de référence à retenir pour l'application des multiples.

Comme pour la méthode précédente, l'échantillon retenu diffère entre les Banques et nous, les Banques ayant retenu, en plus de références communes, des transactions sur des cibles asiatiques que nous n'avons pas intégrées. Pour autant, les multiples d'EBITDA individuels des transactions figurant de part et d'autre ne diffèrent pas sensiblement de même que les multiples moyen et médian. Hormis les multiples d'EBITDA, il convient de souligner que les Banques ont retenu les multiples de CA, alors que nous avons utilisé les multiples d'EBIT lorsqu'ils étaient disponibles.

Dans nos travaux, nous avons opté pour une approche mixte entre DCF et méthode des multiples, qui consiste à retenir un scénario de revente entre fin 2025 et fin 2026, sur la base du multiple central de notre échantillon de transactions (basé sur la moyenne et la médiane). Il est tenu compte par ailleurs des flux intermédiaires du plan d'affaires. Ces derniers et la valeur de sortie sont actualisés au taux du DCF, soit à 10,6 %. Cette approche conduit à une fourchette de valeurs comprises entre 12,4 € et 14,9 € qui recoupe celle du DCF. La valeur centrale de 13,8 € fait ressortir une prime de 13 % par rapport à celle du DCF, ce qui correspond au bas de fourchette des primes de contrôle observées en bourse. Cette dernière est relativement modeste car elle correspond à un horizon de sortie qui ne prend pas en compte tout le potentiel du plan d'affaires, contrairement au DCF.

Pour sa part, l'Évaluateur a reproduit la méthodologie qu'il avait mise en œuvre précédemment pour les comparables boursiers. Il calcule ainsi une valeur future en 2027 par application d'un multiple de chiffre d'affaires et d'EBITDA, qu'il actualise ensuite au taux du DCF, sans tenir compte des flux intermédiaires. Par cette approche, il parvient à une fourchette de valeurs centrales comprises entre 13,71 € et 14,43 € qui recoupe celle du DCF.

Ici encore, les approches sont différentes et donc peu comparables entre elles globalement, mais nous remarquons que les valeurs d'entreprise issues de l'application des multiples d'EBITDA sont, sans surprise, proches les unes des autres.

5.5 Conclusion

Les écarts d'évaluation entre nos travaux respectifs résultent essentiellement, s'agissant de la méthode DCF retenue de part et d'autre à titre principal, d'une différence d'appréciation du risque de Blue Solutions qui se traduit par un taux d'actualisation de 10,6 % dans notre cas, et de 9,0 % s'agissant des Banques, dont les conséquences sont partiellement atténuées dans la valeur des capitaux propres par la valeur que nous attribuons à CSI.

6 | CONCLUSION

Le tableau ci-après récapitule les fourchettes de valeurs de l'action Blue Solutions auxquelles nous parvenons ainsi que les primes et décotes extériorisées par le prix de 17 € par action, proposé dans le cadre de la présente Offre :

Méthodes / Critères		Valeur par action			Prime/(Décote) extériorisée par le Prix d'Offre
		basse	centrale	haute	
Cours de bourse (cours moyen pondéré)	12 mois	16,55 €	16,83 €	17,00 €	1,0%
	6 mois	16,60 €	16,89 €	17,00 €	0,7%
	3 mois	16,60 €	16,89 €	17,00 €	0,6%
	20 jours	16,75 €	16,85 €	16,95 €	0,9%
	spot		16,75 €		1,5%
DCF ⁽¹⁾		9,58 €	12,23 €	15,66 €	39,0%
Comparables boursiers (EBITDA)		8,41 €	10,85 €	13,28 €	56,7%
Comparables boursiers (EBIT)		7,93 €	10,13 €	12,33 €	67,8%
Transactions comparables		12,39 €	13,79 €	14,93 €	23,2%
Actifnet comptable au 31 décembre 2019 ⁽²⁾			1,52 €		1 015,1%

⁽¹⁾ Méthode(s) retenue(s) à titre principal

⁽²⁾ Présenté pour information

En premier lieu, nous tenons à souligner que l'évaluation de Blue Solutions se heurte à plusieurs difficultés qui rendent complexe la mesure de la valeur intrinsèque de la Société.

Tout d'abord, Blue Solutions est une entreprise à fort contenu technologique. Elle évolue dans un environnement économique qui n'a pas encore atteint sa pleine maturité, dans lequel la pression concurrentielle est importante, en proposant une technologie singulière. Cette dernière est, en l'état actuel, adaptée à des segments de marché plus étroits que ceux de ses concurrents. Cette situation a contraint la Société à opérer récemment une réorientation de sa stratégie dont les effets ne sont pas encore mesurables. Le succès du retournement de Blue Solutions dépendra donc de sa capacité à imposer ses produits à moyen terme tout en les améliorant afin d'étendre leur spectre d'utilisation, ce qui suppose le maintien d'un effort de recherche et développement.

Ensuite, nos analyses font apparaître que le cours de bourse de la Société ne constitue pas un critère de valorisation pertinent pour estimer la valeur intrinsèque de l'entreprise. En effet, l'engagement pris par Bolloré en 2017 de présenter à nouveau une offre en 2020 à un prix minimum de 17 € a rendu la cotation du titre imperméable aux événements, tant ceux inhérents à la Société que ceux affectant les marchés. Pour autant, le cours de bourse n'est pas sans signification puisqu'il matérialise l'engagement de l'Initiateur vis-à-vis des actionnaires minoritaires.

Enfin, l'Offre intervient dans une période troublée due à la pandémie du Covid-19, au cours de laquelle les marchés financiers ont été durement affectés et dont on ignore encore les conséquences futures, sur l'économie réelle en général et sur Blue Solutions en particulier. Dans un contexte de retrait obligatoire certain, nous avons retenu des hypothèses d'évaluation issues de données de marché antérieures à la survenance de la crise financière. Toutefois et pour information, nous estimons que l'incidence de la crise, conduisant à déterminer une valeur « immédiate » de la Société, affecterait les valeurs présentées ci-dessus d'une décote de l'ordre de 24 %.

Dans ce contexte, nous avons privilégié la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie (DCF), seule susceptible à nos yeux de tenir compte des opportunités et des risques que présentent le plan d'affaires dans un contexte de retournement, et qui conduit à une valeur centrale de 12,23 € par action Blue Solutions. Sur cette valeur, le prix d'Offre extériorise une prime de 39 %.

Selon nous, la largeur de la fourchette de valeurs présentée pour cette méthode caractérise bien les incertitudes, dont l'incidence peut être positive ou négative, relatives à l'activité de la Société.

Compte tenu de leur caractère peu adapté à une société en retournement, les méthodes analogiques ont été retenues à titre secondaire. Sans surprise, la méthode des comparables boursiers présente des valeurs inférieures à celles issues du DCF dans la mesure où les multiples utilisés s'appliquent à des agrégats qui ne prennent pas complètement en compte le retournement de la Société. A l'inverse, la méthode des transactions comparables, laquelle a été adaptée et procède d'une logique proche de celle du DCF, conduit logiquement à des valeurs supérieures à celle du DCF car les transactions intègrent potentiellement des primes de contrôle. Les deux méthodes analogiques conduisent à extérioriser des primes comprises entre 23 % et 68 %.

Sur la base de ces éléments, notre opinion est que le prix de 17 € par action Blue Solutions, proposé dans le cadre d'une offre publique d'achat simplifiée et dans l'hypothèse de la mise en œuvre d'un retrait obligatoire, est équitable, d'un point de vue financier, pour les actionnaires minoritaires de la Société.

Fait à Paris, le 4 mai 2020

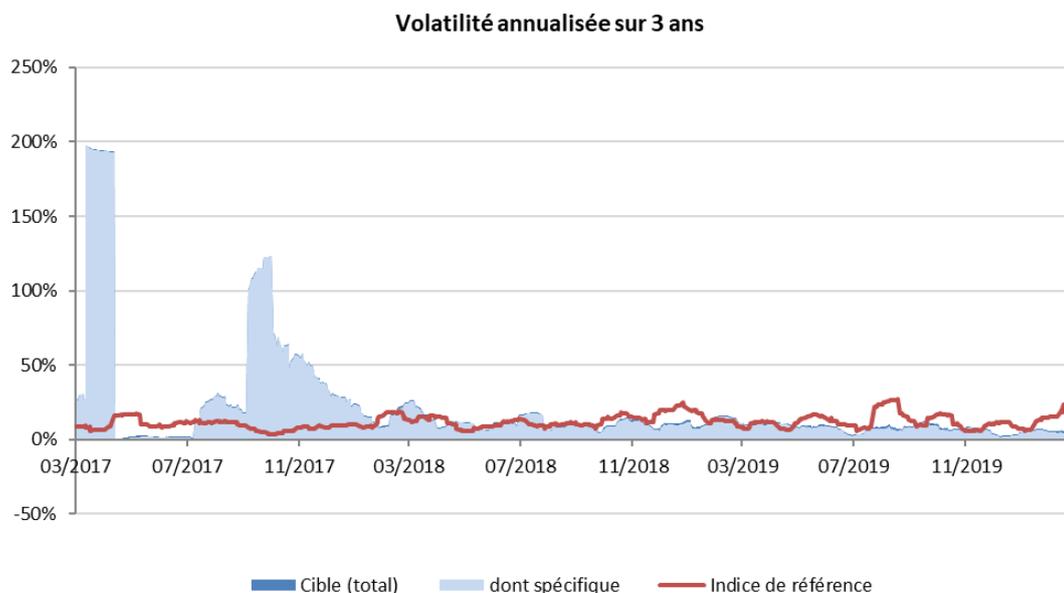
BM&A Advisory & Support

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'P. Béal', with a horizontal line underneath the name.

Pierre Béal
Associé

7.1 Volatilité

7.1.1 Volatilité annualisée sur 3 ans



7.1.2 Volatilité comparée aux sociétés de l'échantillon des comparables cotés (Tier 1&2)

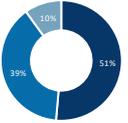
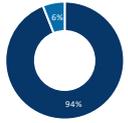
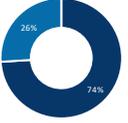
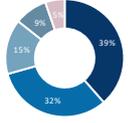
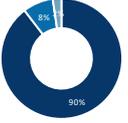
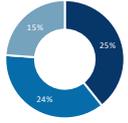
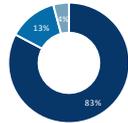
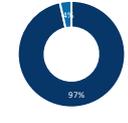
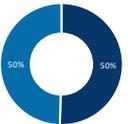
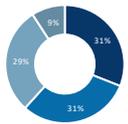
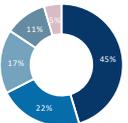
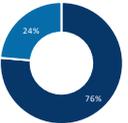
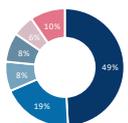
Volatilité	au 12/03/2020							
	20 jours	60 jours	6 mois	1 an	2 ans	3 ans	4 ans	5 ans
Akasol AG	80,25%	64,92%	54,33%	50,80%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Voltabox AG	99,78%	95,57%	74,54%	108,82%	85,20%	n.a.	n.a.	n.a.
Contemporary Amperex Te	66,16%	62,89%	49,74%	41,30%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
EnerSys	88,57%	61,80%	48,91%	41,88%	37,77%	34,82%	33,55%	32,87%
GS Yuasa Corp	35,61%	29,99%	28,63%	27,81%	26,82%	25,64%	26,38%	28,38%
Samsung SDI Co Ltd	43,10%	42,76%	35,17%	32,60%	36,13%	37,19%	36,29%	37,51%
Blue Solutions SA	5,83%	5,82%	7,14%	7,96%	10,14%	41,47%	40,82%	41,09%
Moyenne	68,91%	59,65%	48,55%	50,54%	46,48%	32,55%	32,08%	32,92%
Moyenne hors extrêmes	69,52%	58,09%	47,04%	41,65%	36,95%	34,82%	33,55%	32,87%
Médiane	73,21%	62,35%	49,33%	41,59%	36,95%	34,82%	33,55%	32,87%

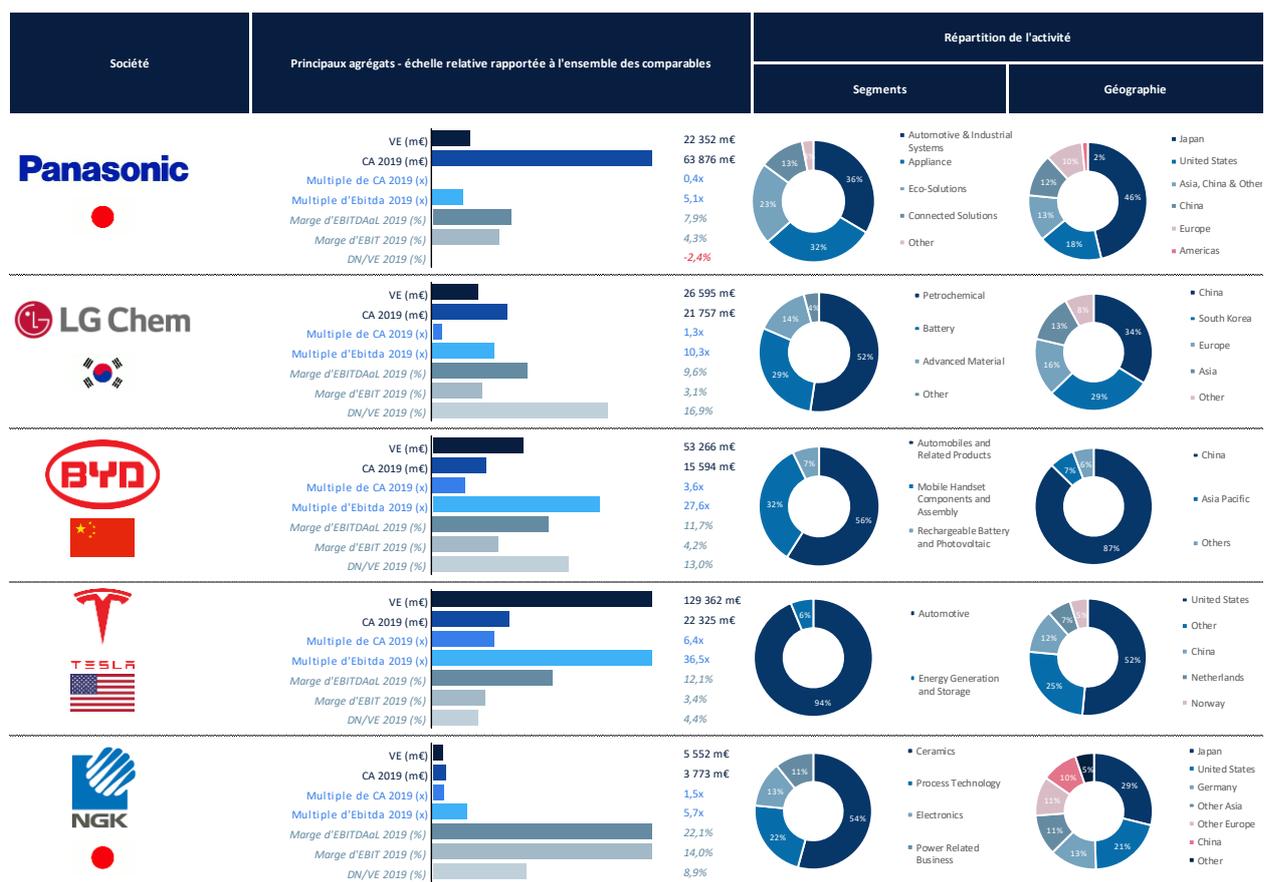
7.2 Sociétés cotées comparables

7.2.1 Analyse comparative

Société	Activité	Producteurs de batterie/stockage d'énergie	Applications mobilité (v) ou réseaux fixes/autres (x)	Européen (v) / Non Européen (x)	Marges opérationnelles faibles ou négatives	Volatilité 5 ans supérieure à la médiane	Marges estimées en forte croissance	Forte croissance (>15%) du chiffre d'affaires
 	<ul style="list-style-type: none"> Blue Solutions est spécialisé dans la conception, la fabrication et la commercialisation de batteries au lithium (LMP). 	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
 	<ul style="list-style-type: none"> Akasol AG est spécialisée dans la fabrication de batteries pour véhicules. La Société développe, fabrique et distribue des systèmes de batteries au lithium-ion haute performance refroidies par liquide et rechargeables pour une vaste gamme d'applications (autobus, véhicules commerciaux, etc). La société dispose d'un site de production à Langen, en Allemagne. Sa clientèle comprend Daimler, Volvo Group, Alstom, Bombardier, Rolls-Royce Power Systems et Mediatech. 	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
 	<ul style="list-style-type: none"> Voltabox AG est un fournisseur de systèmes pour l'e-mobilité. Voltapower propose des systèmes de batteries avancés utilisés dans les chariots élévateurs à fourche, les véhicules miniers et autres véhicules utilitaires. Voltaforce développe et produit des batteries lithium-ion pour le marché de masse, notamment des batteries de démarrage pour motos, voitures et machines industrielles. La Société exploite des sites de production en Allemagne et aux États-Unis. Voltabox emploie environ 230 personnes. 	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
 	<ul style="list-style-type: none"> Contemporary Amperex Technology Co., Ltd. est spécialisé dans la conception, la fabrication et la commercialisation de systèmes de batteries automobiles. Ses produits comprennent notamment des solutions de stockage d'énergie, des batteries d'accumulateurs d'énergie et des batteries rechargeables lithium-ion pour des véhicules électriques (véhicules particuliers, autobus, camions, etc.). La société emploie environ 20 000 personnes. 	✓	✓	✗	✗	✗	✓	✓
 	<ul style="list-style-type: none"> EnerSys est un fabricant, distributeur et distributeur de batteries industrielles. Ses produits d'alimentation Reserve comprennent également des armoires et des boîtiers à gestion thermique pour l'équipement électronique et les batteries. Les produits d'énergie motrice de la société sont utilisés pour alimenter des chariots élévateurs électriques industriels utilisés dans la fabrication, l'entreposage et d'autres applications de maintenance de matériaux. La Société emploie 11 000 personnes. 	✓	✓	✗	✗	✗	✗	✗
 	<ul style="list-style-type: none"> GS Yuasa Corporation est spécialisé dans la fabrication et la commercialisation de batteries et de produits d'éclairage. L'entreprise emploie environ 14 000 personnes. 	✓	✓	✗	✗	✗	✗	✗
 	<ul style="list-style-type: none"> SAMSUNG SDI CO, LTD. est une société coréenne principalement engagée dans la fabrication et la distribution de batteries secondaires. Le segment Energy Solution est engagé dans la fabrication de batteries de téléphones portables, de batteries automobiles et de dispositifs de stockage d'énergie. Le segment des matériaux électroniques s'occupe de la fabrication de semi-conducteurs et de matériaux d'affichage. 	✓	✗	✗	✗	✓	✗	✓
 	<ul style="list-style-type: none"> Johnson Controls International Plc spécialisé dans la conception, la fabrication et la commercialisation d'équipements destinés à la régulation et à la sécurisation des bâtiments. En mars 2019, le groupe a cédé son activité de batteries automobile mais a conservé ses activités de stockage d'énergie pour réseaux fixes. L'entreprise emploie 104 000 personnes. 	✓	✗	✗	✗	✗	✗	✗

Société	Activité	Producteurs de batterie/stockage d'énergie	Applications mobilité (v) ou réseaux fixes/autres (x)	Européen (v) / Non Européen (x)	Marges opérationnelles faibles ou négatives	Volatilité 5 ans supérieure à la médiane	Marges estimées en forte croissance	Forte croissance (>15%) du chiffre d'affaires
	<ul style="list-style-type: none"> Panasonic Corporation est spécialisé dans la fabrication et la commercialisation d'équipements électroniques grand public, ainsi que des composants et dispositifs électroniques. La division Panasonic Industry Europe, basé en Allemagne, produit des batteries lithium et lithium ion. La société emploie environ 170 000 personnes. 	✓	✗	✗	✗	✗	✗	✗
	<ul style="list-style-type: none"> LG CHEM, LTD. est une société basée en Corée, principalement engagée dans la fabrication de matériaux pétrochimiques et de batteries rechargeables. Le segment des batteries s'occupe principalement de la fabrication de batteries rechargeables, y compris les batteries de téléphones portables, d'automobiles et de stockage. 	✓	✓	✗	✗	✗	✗	✗
	<ul style="list-style-type: none"> BYD Company est spécialisé dans la construction automobile ainsi que dans la fabrication et commercialisation de batteries rechargeables, de systèmes de stockage et de composants de téléphones mobiles. L'entreprise emploie environ 220 000 salariés. 	✓	✓	✗	✗	✓	✗	✗
	<ul style="list-style-type: none"> Tesla, Inc. est spécialisé dans la conception, la construction et la commercialisation de véhicules électriques ainsi que dans la génération et le stockage d'énergie électrique. A fin 2019, le groupe dispose de 4 sites de production implantés aux Etats-Unis (4), en Chine et en Allemagne. Le groupe emploie près de 50 000 personnes. 	✓	✓	✗	✗	✓	✗	✓
	<ul style="list-style-type: none"> NGK Insulators, Ltd. est spécialisé dans la conception, la fabrication et la commercialisation de composants et d'équipements électriques et électroniques. NGK produit des batteries NaS pour réseaux fixes. L'entreprise emploie environ 20 000 personnes 	✓	✗	✗	✗	✓	✗	✗

Société	Principaux agrégats - échelle relative rapportée à l'ensemble des comparables	Répartition de l'activité	
		Segments	Géographie
Blue Solutions  	VE (m€) 582 m€ CA 2019 (m€) 38 m€ Multiple de CA 2019 (x) 21,9x Multiple d'Ebitda 2019 (x) na Marge d'EBITDAaol 2019 (%) -36,6% Marge d'EBIT 2019 (%) -79,5% DN/VE 2019 (%) 15,4%	 <ul style="list-style-type: none"> Services Electrical Batteries and Super Capacitors Ancillary Activities 	 <ul style="list-style-type: none"> Americas France and Oversea Territories
AKASOL  	VE (m€) 192 m€ CA 2019 (m€) 45 m€ Multiple de CA 2019 (x) 4,3x Multiple d'Ebitda 2019 (x) 17,5x Marge d'EBITDAaol 2019 (%) 4,5% Marge d'EBIT 2019 (%) -3,5% DN/VE 2019 (%) -26,9%	 <ul style="list-style-type: none"> Prototypes, Series Production of Parts Engineering Services, Other Maintenance and Consulting Services 	 <ul style="list-style-type: none"> Germany Sweden Other Foreign Switzerland Canada
VOLTABOX  	VE (m€) 124 m€ CA 2019 (m€) 70 m€ Multiple de CA 2019 (x) 1,8x Multiple d'Ebitda 2019 (x) 9,8x Marge d'EBITDAaol 2019 (%) 1,5% Marge d'EBIT 2019 (%) -8,8% DN/VE 2019 (%) 0,0%	 <ul style="list-style-type: none"> Voltapower Voltamotion Voltaforce 	 <ul style="list-style-type: none"> Germany Rest of the World European Union
CATL  	VE (m€) 42 507 m€ CA 2019 (m€) 5 945 m€ Multiple de CA 2019 (x) 7,5x Multiple d'Ebitda 2019 (x) 33,8x Marge d'EBITDAaol 2019 (%) 20,5% Marge d'EBIT 2019 (%) 10,9% DN/VE 2019 (%) -2,4%	 <ul style="list-style-type: none"> Power Systems Lithium Battery Other 	 <ul style="list-style-type: none"> China Foreign
EnerSys  	VE (m€) 3 741 m€ CA 2019 (m€) 2 846 m€ Multiple de CA 2019 (x) 1,4x Multiple d'Ebitda 2019 (x) 9,2x Marge d'EBITDAaol 2019 (%) 12,7% Marge d'EBIT 2019 (%) 9,7% DN/VE 2019 (%) 21,1%	 <ul style="list-style-type: none"> Reserve Power Motive Power 	 <ul style="list-style-type: none"> Americas EMEA United States Asia
GSYUASA  	VE (m€) 1 660 m€ CA 2019 (m€) 3 371 m€ Multiple de CA 2019 (x) 0,5x Multiple d'Ebitda 2019 (x) 4,9x Marge d'EBITDAaol 2019 (%) 9,8% Marge d'EBIT 2019 (%) 5,4% DN/VE 2019 (%) 7,9%	 <ul style="list-style-type: none"> Overseas Automotive Battery Domestic Automotive Battery Industrial Batteries Power Automotive Lithium Ion Battery Other 	 <ul style="list-style-type: none"> Japan Asia Europe and America Other
SAMSUNG SDI  	VE (m€) 17 027 m€ CA 2019 (m€) 7 708 m€ Multiple de CA 2019 (x) 1,6x Multiple d'Ebitda 2019 (x) 9,0x Marge d'EBITDAaol 2019 (%) 12,9% Marge d'EBIT 2019 (%) 4,6% DN/VE 2019 (%) 9,7%	 <ul style="list-style-type: none"> Energy Solutions Electronic Materials 	 <ul style="list-style-type: none"> China Europe & South America Southeast Asia, Etc. North America
Johnson Controls  	VE (m€) 33 274 m€ CA 2019 (m€) 21 692 m€ Multiple de CA 2019 (x) 1,6x Multiple d'Ebitda 2019 (x) 10,8x Marge d'EBITDAaol 2019 (%) 12,3% Marge d'EBIT 2019 (%) 10,4% DN/VE 2019 (%) 11,9%	 <ul style="list-style-type: none"> Building Solutions North America Global Products Building Solutions EMEA/LA Building Solutions Asia Pacific 	 <ul style="list-style-type: none"> United States Other Foreign Japan Other European Court China



7.2.2 Agrégats des comparables

Sociétés comparables (19 février 2020) ⁽²⁾	EBITDAaL ⁽¹⁾				EBITaL ⁽¹⁾			
	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023
Tier 1 : Pure players européens								
Akasol AG	11,0	18,7	27,7	36,5	5,3	11,1	19,3	26,5
Voltabox AG	12,7	19,8	27,7	35,2	3,2	7,7	6,0	7,0
Tier 2 : Acteurs peu diversifiés extra-européens								
Contemporary Amperex Technology Co Ltd	1 326,9	1 618,8	1 958,5	2 119,3	835,8	997,7	1 229,6	1 379,5
EnerSys	407,1	472,5	548,3	636,4	294,2	368,3	461,1	577,2
GS Yuasa Corp	339,1	347,5	361,1	388,4	-	-	-	-
Samsung SDI Co Ltd	1 360,4	1 748,9	2 042,4	2 343,4	622,1	879,6	1 080,9	1 326,8
Tier 3 : Acteurs diversifiés extra-européens								
Johnson Controls International PLC	3 202,8	3 327,8	3 478,6	3 636,3	2 385,3	2 590,3	2 710,1	2 835,4
Panasonic Corp	4 877,8	5 196,0	5 735,1	5 846,0	2 506,9	2 870,1	2 960,6	3 053,2
LG Chem Ltd	2 646,2	3 379,4	4 183,7	4 884,9	1 045,5	1 639,5	2 195,5	2 545,2
Byd Co Ltd	2 018,4	2 220,2	2 205,5	2 190,9	713,7	851,8	995,7	1 163,9
Tesla Inc	3 940,8	5 532,6	6 852,9	7 539,5	1 826,7	3 269,5	4 200,7	4 533,5
NGK Insulators Ltd	983,9	1 088,9	1 127,6	1 193,8	584,6	671,6	713,8	753,8

⁽¹⁾ aL pour *after lease*

⁽²⁾ nombre en rouge : estimation BM&A

Source : Refinitiv - Eikon & BM&A

7.3 Transactions comparables

Cible	Pays	Acquéreur	Activité de la cible	Source	Date d'annonce	Clôture N	% du capital acquis	Devise	Montant transaction	VE / EBITDA retenu	VE / EBITDA		VE / EBIT retenu
											N	N-1	
Cegasa Portable Energy (Cegasa EMD)	Espagne	Compañía Minera Autlán, SAB de	Production de batteries lithium-ion	E-mat	12-févr.-20	31-déc.-19	100,0%	EUR	26	na	na	na	na
NorthStar Battery Company	Suède	EnerSys	Production et distribution de batteries TPPL (Thin Plate Pure Lead) pour applications industrielles	Communiqué de presse	19-sept.-19	31-août-19	100,0%	USD	183	13,0x	na	13,0x	na
Spectrum Brands' Battery	Etats-Unis	Energizer Holdings, Inc.	Production de batteries et de piles	Communiqué de presse	15-nov.-18	31-déc.-17	100,0%	USD	2 000	11,8x	na	11,8x	na
Johnson Control Power Solutions	Etats-Unis	Brookfield Business Partners	Conception et production de batteries automobiles pour véhicules personnels, véhicules utilitaires et bateaux.	Communiqué de presse	13-nov.-18	30-sept.-18	100,0%	USD	13 200	7,9x	na	7,9x	10,2x
Deep Sea Electronics	Royaume-Uni	Caledonia Investments	Conception et production de chargeurs de batterie et de contrôleurs de générateurs d'électricité	E-mat	12-oct.-18	31-mai-18	100,0%	GBP	150	10,7x	10,6x	10,8x	11,7x
Thai Storage Battery Plc.	Thaïlande	Hitachi Chemical Co., Ltd.	Production de batteries automobiles	Communiqué de presse	24-juil.-17	31-déc.-16	43,9%	BAT	2 415	13,0x	na	13,0x	24,3x
Saft Groupe	France	Total SA	Conception, production et distribution de batteries de haute technologie pour applications industrielles et spécialisées	E-mat	9-mai-16	31-déc.-15	100,0%	EUR	992	9,0x	na	9,0x	27,7x
FIAMM Energy Technology (Fiamm Batterie)	Italie	Hitachi Chemical Co	Production et distribution de batteries lead acid pour les secteurs automobiles et industriels	E-mat	28-nov.-16	31-déc.-15	51,0%	EUR	50	na	na	na	12,9x
Moyenne										10,9x			17,3x
Mediane										11,3x			12,9x

7.4 Lettre de mission



Blue Solutions
Odet
29500 Ergué-Gabéric

À l'attention de monsieur Jean-Luc Monfort

Paris, le 20 mars 2020

Réf. PBE/KB 200326

Monsieur le Directeur Général,

Au cours des échanges ayant eu lieu entre le 12 et le 14 février 2020, nous avons été informés d'un projet d'offre publique alternative simplifiée suivie d'un retrait obligatoire sur les actions de la société Blue Solutions, initié par la société Bolloré SE (ci-après « Bolloré » ou l'« Initiateur »), et de votre souhait de disposer de notre part d'une proposition en vue d'une éventuelle désignation en tant qu'expert indépendant par Blue Solutions. Il convient de noter que, par communiqué du 17 mars 2020, Bolloré a indiqué avoir renoncé à la branche échange, ne maintenant que la branche numéraire de l'offre (ci-après l'« Offre »).

Le 12 mars 2020, le Conseil d'administration de Blue Solutions, sur proposition d'un comité *ad hoc* constitué d'une majorité d'administrateurs indépendants, a désigné le cabinet BM&A en tant qu'expert indépendant.

La présente lettre a pour objet de préciser notre compréhension du cadre de la mission et son objectif, et de présenter la démarche susceptible d'être mise en œuvre ainsi que les modalités pratiques envisagées.

1 Contexte de l'opération et objectif de la mission

1.1 La société Blue Solutions

Créée en 1998, Blue Solutions (ci-après, la « Société » ou le « Groupe Blue » ou « Blue ») est une entreprise spécialisée dans la conception, la fabrication et la commercialisation de solutions de stockage d'énergie intégrant la technologie de batteries Lithium Métal Polymère (LMP®).

Le périmètre du Groupe Blue est composé de trois sociétés : Blue Solutions (société mère), Blue Solutions Canada et Capacitor Sciences Inc. (USA). Le Groupe Blue détient également une participation dans la société française Cirtem. Le Groupe Blue emploie 420 personnes et dispose d'une capacité de production de 500 MWh.

Par ailleurs, Blue disposait de sept options d'achat sur des actifs du groupe Bolloré valides jusqu'au 30 juin 2020. Dans un communiqué du 12 mars 2020, Blue a indiqué qu'aucune option d'achat ne serait exercée.

En 2019, le Groupe Blue a réalisé un chiffre d'affaires de 26 m€, en baisse de 31 %, pour un résultat opérationnel négatif de 42 m€, contre un résultat opérationnel négatif de 30 m€ en 2018.

• 11, rue de Laborde – 75008 Paris • + 33 (0) 1 40 08 99 50 • www.bma-groupe.com •

Société d'expertise comptable inscrite au tableau de Paris Île-de-France

Société par actions simplifiée au capital de 1 287 474 euros - RCS Paris 513 273 763 - TVA Intracommunautaire FR39513273763



Introduite en bourse en 2013 au prix de 14,50 € par action, la Société a fait l'objet en juin 2017 d'une offre publique d'achat simplifiée de la part de son actionnaire majoritaire, Bolloré, au prix unitaire de 17 €, ce dernier « souhaitant garder un rythme de développement raisonnable et continuer d'investir à long terme, [a offert] aux actionnaires qui souhaiteraient se retirer une première possibilité de vendre leurs actions Blue Solutions... ». A la suite de l'offre, le groupe Bolloré contrôlait 96,6 % du capital et 98,2 % des droits de vote.

À l'occasion de cette opération, Bolloré s'était engagé à offrir aux actionnaires de Blue qui auraient décidé de ne pas apporter leurs actions, une seconde fenêtre de sortie après la publication des comptes de l'exercice 2019, au prix unitaire de 17 € si la moyenne arithmétique des cours de Blue sur les 40 jours suivant la publication des comptes 2019 était inférieure à 17 €.

Cet engagement est concrétisé par l'Offre qui propose aux actionnaires minoritaires de Blue Solutions d'acquérir leurs actions au prix unitaire de 17 €. Cette Offre conduirait au retrait obligatoire de Blue Solutions.

1.2 Contexte réglementaire, objectif de notre intervention et indépendance

Ainsi, l'intervention de BM&A Advisory & Support (ci-après « BM&A ») présentée sous la forme d'une attestation d'équité, est requise par les dispositions du règlement général de l'AMF figurant au titre VI du Livre II, Chapitre I, article 261-1, et en particulier :

- le paragraphe I, alinéa 1°, dans la mesure où Blue est déjà contrôlé par l'Initiateur ;
- le paragraphe II, dans la mesure où le retrait obligatoire est envisagé à l'issue de l'Offre.

Lors de nos échanges, il nous a été précisé que l'Offre ne comportait aucune opération connexe susceptible d'avoir un impact significatif sur le prix proposé, étant toutefois précisé qu'aucune décision n'a été prise quant à la question de savoir si, malgré l'abandon de la branche échange, la participation de Bolloré Participations dans Blue Solutions sera ou non apportée par voie d'échange de titres à Bolloré.

Nos travaux d'expertise viseront à nous assurer du caractère équitable du prix par action proposé aux actionnaires dans le cadre de l'Offre, et du respect du principe d'égalité de traitement entre actionnaires.

Conformément aux normes générales de l'Ordre des Experts-Comptables, et en application de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF, nous estimons que notre cabinet et le signataire de la présente ne se trouvent pas dans une situation de conflit d'intérêts de nature à remettre en cause notre indépendance. Au cas particulier, nous vous confirmons, après avoir interrogé ses associés et consulté la base de données clients, que notre cabinet et les signataires de la présente sont indépendants de Bolloré comme de Blue Solutions, de leur actionnaire de contrôle et de leurs conseils.

1.3 Limites de nos travaux

Notre mission n'aura pas pour objectif de mettre en œuvre un audit ou un examen limité au sens des normes d'exercice professionnel de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes ou des normes internationales de l'IFAC. Nos travaux d'analyse seront fondés principalement sur les informations et les documents communiqués par la Société. Il ne relèvera pas de notre mission de vérifier l'exactitude et l'exhaustivité de ces documents et informations qui seront considérés comme exacts, complets et établis de bonne foi. En particulier, nous ne procéderons à aucun audit informatique, comptable, financier, juridique ou fiscal. Néanmoins, conformément à la pratique en matière d'évaluation, nous vérifierons le caractère vraisemblable et cohérent de l'ensemble des informations et données utilisées.

2 Approche envisagée

Pour répondre à l'objectif de notre mission, nous mettrons notamment en œuvre les diligences suivantes.

2.1 Analyse du contexte de l'opération et compréhension du modèle économique de la Société

Cette phase préliminaire vise à comprendre l'évolution de l'activité de la Société, de ses résultats passés et prévisionnels, et de sa structure financière.

Par conséquent, elle repose sur l'analyse des comptes historiques de trois exercices au minimum, et en particulier des différents leviers de croissance de l'activité, des facteurs d'évolution des marges par *business unit* et de la structure financière, en portant une attention particulière à l'incidence de la norme IFRS 16, à l'évolution de la dette nette de Blue, à la clause de retour à meilleure fortune, à la pérennité du CIR et au quantum du complément de prix.

S'agissant d'informations tirées des prévisions, nous nous assurerons de leur cohérence et de leur vraisemblance en effectuant les investigations que nous estimerons nécessaires, notamment concernant les perspectives de croissance et les niveaux de marges. Ces informations pourront être précisées par le management pour en affiner la compréhension.

2.2 Recherche des références et méthodes d'évaluation pertinentes et mise en œuvre de celles-ci

Conformément à l'instruction AMF n°2006-08 du 25 juillet 2006 modifiée le 10 février 2020, le rapport d'expertise comporte " une évaluation de la société visée ou des actifs concernés et de toutes les contreparties de l'offre ou de l'opération concernée ". En application des recommandations de l'AMF sur l'expertise indépendante, l'évaluation des titres de la société visée " repose sur une approche multicritères qui comprend la mise en œuvre de méthodes d'évaluation et l'examen de références de valorisation ".

Nous rechercherons par conséquent les méthodes et références d'évaluation les plus pertinentes au regard des spécificités du Groupe Blue et les mettrons en œuvre. Sur la base des éléments à notre disposition et en première analyse, il nous semble approprié d'envisager l'application des méthodes suivantes :

- L'actualisation des flux futurs de trésorerie (à titre principal) : selon cette méthode, la valeur des fonds propres d'une société correspond à la somme de ses flux futurs de trésorerie disponibles, actualisés au coût moyen pondéré des capitaux investis, retraitée de la position financière nette à la date de l'évaluation et corrigée des éléments hors exploitation. Cette méthode nécessite la détermination de taux d'actualisation individualisés, tenant compte des caractéristiques de chaque branche d'activité et le développement d'analyses de sensibilité.
- La méthode des comparables boursiers (à titre secondaire) : cette approche consiste à déterminer la valeur des fonds propres d'une société en appliquant à ses agrégats financiers jugés les plus pertinents des multiples de valorisation observés sur un échantillon de sociétés cotées comparables. La pertinence de la méthode est liée à la possibilité de disposer d'un échantillon de sociétés similaires en termes d'activité, de profil de croissance et de marge.
- La méthode des transactions comparables (à titre secondaire) : cette approche consiste à déterminer la valeur des fonds propres d'une société en appliquant à ses agrégats financiers jugés les plus pertinents des multiples de valorisation observés sur un échantillon de transactions réalisées sur des sociétés comparables. Comme pour la méthode des comparables boursiers, la pertinence de la méthode est liée à la qualité des informations relatives à des transactions portant sur le capital de sociétés comparables en termes d'activité et de marge.

- La référence à l'offre publique de 2017 (à titre secondaire).
- Le cours de bourse (à titre secondaire), dont la pertinence est à relativiser en raison de la faible taille du flottant et des échanges, ainsi que de l'incidence que l'engagement pris par Bolloré en 2017 a eu sur la fixation du cours de bourse depuis la précédente offre publique.

Nos travaux techniques se conclurent par une analyse critique des travaux d'évaluation effectués par les banques présentatrices.

2.3 Examen des accords pouvant avoir une incidence sur l'appréciation de l'offre

Comme indiqué supra, l'Offre ne comporte pas d'opération connexe susceptible d'avoir un impact significatif sur le prix proposé, sous réserve de la décision qui sera éventuellement prise quant à la question de savoir si, malgré l'abandon de la branche échange, la participation de Bolloré Participations dans Blue Solutions sera ou non apportée par voie d'échange de titres à Bolloré.

2.4 Finalisation de nos travaux

Cette dernière phase comporte la préparation d'une lettre d'affirmation signée par les dirigeants de Blue. En effet, nos interventions étant menées sur la base d'entretiens et de documents préparés par la Société, nous vous demanderons de nous confirmer par écrit un certain nombre d'éléments nécessaires à la formation de notre avis, notamment :

- que les hypothèses retenues pour établir les prévisions de résultat correspondent au scénario le plus vraisemblable à la date de l'évaluation ;
- que l'ensemble des accords, contrats et engagements donnés et pris dans le cadre de l'opération nous a été communiqué ;
- qu'aucun élément n'est survenu entre la date d'évaluation et la date d'émission de notre rapport, susceptible de remettre en cause ces hypothèses.

Nos travaux seront synthétisés dans un rapport conclu par une attestation d'équité. Par ailleurs, nous répondrons aux éventuelles interrogations de l'AMF et des actionnaires minoritaires relatives à nos travaux.

3 Modalités pratiques de notre intervention

3.1 Équipe

La mission sera réalisée par Pierre Béal, associé, ainsi que par Roland Clère, senior manager spécialisé en évaluation financière des entreprises. Ils seront assistés de Jillian Walter, chef de mission, et des consultants junior nécessaires à sa bonne exécution.

La revue indépendante sera effectuée par un associé du cabinet n'intervenant pas directement sur la mission.

3.2 Calendrier et durée de la mission

S'agissant du calendrier, nous avons été informés de votre souhait de disposer d'un projet de notre rapport pour le 30 avril 2020. Ce délai ne paraît pas poser de problème pour autant que nous disposions de l'ensemble des documents et informations nécessaires à l'accomplissement de nos travaux au plus tôt.

Cette proposition repose sur des conditions de déroulement normal de nos travaux et sur une collaboration active de vos services et de vos conseils. Si en cours de mission ce budget paraissait ne pas pouvoir être tenu en raison de problèmes spécifiques inconnus à ce jour, nous porterions sans délai ce fait à votre connaissance pour en tirer les conséquences avec vous.

3.3 Honoraires

Nos honoraires sont déterminés forfaitairement en fonction d'une estimation du temps nécessaire pour accomplir cette mission sans considération de l'issue de l'Offre.

Sur la base des informations dont nous disposons, nos honoraires sont estimés à 85 000 €, hors taxes et débours, dans une fourchette de plus ou moins 10 %.

Ces honoraires, payables comptant, seront facturés à hauteur de 50 % à l'acceptation de la présente et, pour le solde, à la remise de notre rapport.

Au cas où notre mission serait interrompue, nos honoraires seraient facturés sur la base des temps passés à la date où notre mission prendrait fin.

Si les termes de la présente lettre vous agréent, nous vous serions reconnaissants de bien vouloir marquer votre accord en nous en retournant un exemplaire paraphé, daté et signé.

Restant à votre disposition pour toute précision complémentaire que vous jugeriez utile, nous vous prions d'agréer, monsieur le Directeur Général, l'expression de notre considération distinguée.

BM&A Advisory & Support



Pierre Béal
Associé

Nom du client, signature pour accord

Nom	Jean Luc MONFORT
Fonction	Directeur Général
Société	Blue Solutions
Date	27 mars 2020



Annexes :

- 1- Opérations publiques récentes et participation aux associations professionnelles
- 2- Charte déontologique de BM&A propre aux missions d'expertise indépendante



Audit



***Conseil et support
opérationnels***



Conseil financier



***Conseil et support opérationnels
aux établissements financiers***

BMA
Advisory & Support