

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

## PROJET DE NOTE D'INFORMATION ÉTABLI PAR



## EN RÉPONSE AU PROJET D'OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT SUIVIE D'UN RETRAIT OBLIGATOIRE VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIÉTÉ BOUYGUES CONSTRUCTION INITIÉE PAR BOUYGUES



### AVIS IMPORTANT

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



Le présent projet de note en réponse a été établi et déposé auprès de l'AMF le 12 janvier 2021 (le « **Projet de Note en Réponse** ») conformément aux dispositions des articles 231-19 et 231-26 du règlement général de l'AMF.

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

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

Le présent Projet de Note en Réponse est disponible sur les sites Internet de l'AMF ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)) et de Bouygues Construction ([www.bouygues-construction.com](http://www.bouygues-construction.com)) et peut être obtenu sans frais auprès de :

**Bouygues Construction**

1 avenue Eugène Freyssinet

78280 Guyancourt

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, le document contenant les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de Bouygues Construction sera déposé auprès de l'AMF et mis à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique de retrait selon les mêmes modalités.

## **Table des matières**

<b>1</b>	<b>RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE.....</b>	<b>5</b>
<b>2</b>	<b>CONTEXTE ET MOTIFS DE L'OFFRE.....</b>	<b>6</b>
<b>2.1</b>	<b>Contexte de l'Offre .....</b>	<b>6</b>
<b>2.2</b>	<b>Motifs de l'Offre .....</b>	<b>7</b>
<b>2.3</b>	<b>Nombre d'actions susceptibles d'être apportées à l'Offre .....</b>	<b>7</b>
<b>2.4</b>	<b>Principales autres caractéristiques de l'offre .....</b>	<b>7</b>
<b>2.5</b>	<b>Restriction concernant l'offre à l'étranger .....</b>	<b>8</b>
<b>2.6</b>	<b>Procédure de présentation des actions à l'offre .....</b>	<b>10</b>
<b>2.7</b>	<b>Calendrier indicatif de l'offre .....</b>	<b>11</b>
<b>3</b>	<b>AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE BOUYGUES CONSTRUCTION.....</b>	<b>11</b>
<b>3.1</b>	<b>Rappel des décisions préalables du conseil d'administration relatives à l'Offre.....</b>	<b>11</b>
<b>3.2</b>	<b>Avis motivé du conseil d'administration .....</b>	<b>11</b>
<b>4</b>	<b>INFORMATION DES INSTANCES REPRESENTATIVES DU PERSONNEL.....</b>	<b>12</b>
<b>5</b>	<b>INTENTION DES ADMINISTRATEURS DE BOUYGUES CONSTRUCTION.....</b>	<b>19</b>
<b>6</b>	<b>INTENTIONS DE LA SOCIÉTÉ QUANT AUX ACTIONS AUTO-DÉTENUES....</b>	<b>19</b>
<b>7</b>	<b>ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRÉCIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE.....</b>	<b>19</b>
<b>8</b>	<b>ÉLÉMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE .....</b>	<b>20</b>
<b>8.1</b>	<b>Structure du capital de Bouygues Construction .....</b>	<b>20</b>

<b>8.2</b>	<b>Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions ou clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L.233-11 du Code de commerce .....</b>	<b>21</b>
<b>8.3</b>	<b>Participations directes et indirectes au capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissements de seuils ou d'une déclaration d'opération sur titres en application des articles L. 233-7 et L. 233-12 du Code de commerce .....</b>	<b>21</b>
<b>8.4</b>	<b>Liste des détenteurs d'actions comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci .....</b>	<b>21</b>
<b>8.5</b>	<b>Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier .....</b>	<b>21</b>
<b>8.6</b>	<b>Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et pouvant entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote .....</b>	<b>21</b>
<b>8.7</b>	<b>Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions et portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote de la Société.....</b>	<b>21</b>
<b>8.8</b>	<b>Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts de Bouygues Construction ..</b>	<b>21</b>
8.8.1	Nomination et remplacement des membres du conseil d'administration.....	21
8.8.2	Modification des statuts de Bouygues Construction .....	22
<b>8.9</b>	<b>Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier concernant l'émission ou le rachat d'actions.....</b>	<b>22</b>
<b>8.10</b>	<b>Accords conclus par Bouygues Construction étant modifiés ou prenant fin en cas de changement de contrôle de Bouygues Construction.....</b>	<b>22</b>
<b>8.11</b>	<b>Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique d'achat ou d'échange.....</b>	<b>23</b>
<b>9</b>	<b>RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT .....</b>	<b>23</b>
<b>10</b>	<b>MODALITÉS DE MISE À DISPOSITION DES INFORMATIONS MENTIONNÉES À L'ARTICLE 231-28 DU RÉGLEMENT GÉNÉRAL DE L'AMF</b>	<b>23</b>

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

<b>11</b>	<b>PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DU PROJET DE NOTE EN RÉPONSE .....</b>	<b>23</b>
-----------	--	-----------

## **1 RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE**

En application du Titre III du Livre II, et plus particulièrement des articles 236-3 et 237-1 du règlement général de l'AMF, Bouygues S.A., société anonyme de droit français ayant un capital social de 380 422 833 euros, dont le siège social est sis au 32 avenue Hoche, 75008, Paris, France et immatriculée sous le numéro 572 015 246 R.C.S. Paris (« **Bouygues** » ou l'« **Initiateur** »), offre de manière irrévocable aux actionnaires de Bouygues Construction S.A., société anonyme de droit français ayant un capital social de 127 967 250 euros, dont le siège social est sis au 1 avenue Eugène Freyssinet, 78280, Guyancourt, France, immatriculée sous le numéro 552 045 999 R.C.S. Versailles (« **Bouygues Construction** » ou la « **Société** ») d'acquérir la totalité de leurs actions Bouygues Construction dans le cadre d'une offre publique de retrait (l'« **Offre Publique de Retrait** ») qui sera immédiatement suivie d'une procédure de retrait obligatoire (le « **Retrait Obligatoire** » et, avec l'Offre Publique de Retrait, l'« **Offre** »), au prix unitaire de 3 950 euros (le « **Prix de l'Offre** ») payable exclusivement en numéraire

L'Initiateur agit de concert avec la Société Française de Participation et de Gestion, société anonyme de droit français ayant un capital social de 40 000 euros, dont le siège social est sis au 16-18 impasse d'Antin, 75008, Paris, détenue à hauteur de 99,88 % par Bouygues (« **SFPG** »), actionnaire de la Société.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, Portzamparc, filiale du Groupe BNP Paribas, en qualité d'établissement présentateur de l'Offre (l'« **Etablissement Présentateur** »), a déposé auprès de l'AMF, le 9 décembre 2020, un projet de note d'information (le « **Projet de Note d'Information** ») pour le compte de l'Initiateur, et garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

À la date du présent Projet de Note en Réponse,

- Bouygues détient 1 705 200 actions et droits de vote de la Société, représentant 99,93 % du capital et des droits de vote de la Société<sup>1</sup> ; et
- SFPG détient 600 actions et droits de vote de la Société, représentant 0,04 % du capital et des droits de vote de la Société.

L'Offre vise la totalité des actions non détenues directement ou indirectement par Bouygues ou SFPG à la date des présentes, soit un nombre de 430 actions ordinaires.

Il n'existe aucun autre titre de capital, ni aucun autre instrument financier ou droit pouvant

---

<sup>1</sup> Sur la base d'un capital composé de 1 706 230 actions représentant 1 706 230 droits de vote théoriques conformément aux dispositions de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF

donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société autres que les actions de la Société.

La durée de l'Offre sera de 14 jours de négociation, conformément aux dispositions de l'article 236-7 du règlement général de l'AMF.

Sous réserve de la décision de conformité de l'AMF, à l'issue de l'Offre, la procédure de retrait obligatoire prévue à l'article L. 433-4, II du code monétaire et financier sera mise en œuvre après la clôture de l'Offre. Les actions Bouygues Construction qui n'auront pas été apportées à l'Offre seront transférées à l'Initiateur en contrepartie d'une indemnité en numéraire égale au Prix de l'Offre, soit 3 950 euros par action ordinaire, nette de tous frais.

Les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur seront déposées auprès de l'AMF et mises à disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre, conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF.

Les caractéristiques de l'Offre sont décrites de manière plus exhaustive dans la section 2 du Projet de Note d'Information.

## **2 CONTEXTE ET MOTIFS DE L'OFFRE**

### **2.1 Contexte de l'Offre**

Le 31 mars 1990, en application de l'article 7.2.3 du Règlement Général du Conseil des Bourses de Valeurs et des dispositions de l'article 20 du règlement du 29 septembre 1989 de la Commission des Opérations de Bourse, Bouygues, qui détenait à cette date, avec ses filiales (ensemble le « **Groupe Bouygues** »), 96,7 % du capital de la Société, a décidé de déposer une offre publique de retrait portant sur la totalité des actions de la Société (anciennement dénommée Dragages et Travaux Publics) non détenues par des sociétés du Groupe Bouygues pour un prix de 600 francs par action (soit environ 91,5 euros). À l'issue de cette offre publique de retrait, le Groupe Bouygues détenait 99,50% du capital de la Société et la Société a été radiée de la cote officielle. L'avis de radiation de la cote officielle de la Société est paru le 4 mai 1990 (avis SBF n°90-1385) et la radiation a pris effet le 9 mai 1990 à l'issue de la séance de bourse. La mise au nominatif de l'ensemble des actions de la Société a été décidée à l'occasion de l'Assemblée Générale Mixte des actionnaires de la Société du 21 juin 1990.

La Société figure (sous son ancienne dénomination sociale Dragages et Travaux Publics) sur la liste des sociétés figurant le 1<sup>er</sup> juillet 1998 au relevé quotidien du Hors Cote dont les titres ont été radiés d'un marché réglementé (communiqué 198C0583 du Conseil des marchés financiers en date du 1<sup>er</sup> juillet 1998).

## **2.2 Motifs de l'Offre**

L'Offre s'inscrit dans le cadre d'une opération de simplification de la structure capitalistique de Bouygues Construction par l'acquisition du solde du capital de la Société tout en offrant une opportunité de liquidité immédiate et intégrale de leurs actions Bouygues Construction aux actionnaires minoritaires de la Société.

Détenant plus de 90% du capital et des droits de vote de Bouygues Construction, l'Initiateur a déposé auprès de l'AMF, conformément aux dispositions des articles 236-3 et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, un projet d'Offre Publique de Retrait qui sera immédiatement suivie d'un Retrait Obligatoire visant la totalité des actions Bouygues Construction non détenues par Bouygues ou SFPG après la clôture de l'Offre, et dans les conditions fixées à l'article L. 433-4 II, 1. du code monétaire et financier.

L'Offre est réalisée dans l'objectif d'acquérir 100% des actions Bouygues Construction non détenues par Bouygues ou SFPG.

## **3 RAPPEL DES TERMES DE L'OFFRE**

### **3.1 Nombre d'actions susceptibles d'être apportées à l'Offre**

À la date du Projet de Note en Réponse, l'Initiateur, de concert avec SFPG, détient 1 705 800 actions représentant autant de droits de vote, soit 99,97% du capital et 99,97% des droits de vote de la Société.

Conformément à l'article 231-6 du règlement général de l'AMF, l'Offre porte sur la totalité des actions de la Société, existantes à ce jour et non encore détenues par l'Initiateur, ou SFPG, à la date des présentes, soit 430 actions représentant autant de droits de vote, soit 0,03% du capital et 0,03% des droits de vote de la Société.

À l'exception des actions visées ci-dessus, il n'existe aucun autre droit en cours de validité, titre de capital ou instrument financier émis par la Société susceptibles de donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société.

### **3.2 Principaux termes et modalités de l'Offre**

Le projet d'Offre a été déposé auprès de l'AMF le 9 décembre 2020 par Portzamparc en application des dispositions des articles 231-13, 236-3 et 237-1 du règlement général de l'AMF. Portzamparc, en qualité d'établissement présentateur et garant, garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du Règlement général de l'AMF.

L'Offre sera ouverte pendant 14 jours de négociation. Dans le cadre de cette Offre

Publique de Retrait, l'Initiateur s'engage irrévocablement, pendant cette période de 14 jours de négociation, en application de l'article 236-1 du règlement général de l'AMF, à acquérir auprès des actionnaires de Bouygues Construction la totalité des actions qui seront apportées à l'Offre, au Prix de l'Offre par action. Le Prix de l'Offre par action sera de 3 950 € par action apportée.

Dans le cadre du Retrait Obligatoire, les actions non détenues directement ou indirectement par l'Initiateur qui n'auront pas été présentées à l'Offre lui seront transférées, moyennant une indemnisation égale au Prix de l'Offre, nette de tout frais soit 3 950 euros par action.

**L'Offre, le Projet de Note d'Information et le Projet de Note en Réponse restent soumis à l'examen de l'AMF.**

L'AMF publiera sur son site Internet une déclaration de conformité motivée relative à l'Offre après s'être assurée de la conformité de l'Offre aux dispositions législatives et réglementaires qui lui sont applicables. Cette décision de conformité emportera visa de la note en réponse.

L'AMF publiera un avis d'ouverture de l'Offre et le calendrier de l'Offre.

En cas de visa par l'AMF, la note en réponse visée ainsi que le document contenant les autres informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront disponibles sur le site Internet de l'AMF ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)) et sur celui la Société ([www.bouygues-construction.com](http://www.bouygues-construction.com)) et seront mis à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre. Des exemplaires de ces documents seront également disponibles gratuitement au siège social de la Société.

Conformément aux dispositions des articles 231-27 et 231-28 du règlement général de l'AMF, un communiqué précisant les modalités de mise à disposition de ces documents sera diffusé par la Société

### **3.3 Retrait Obligatoire**

Conformément aux dispositions des articles L.433-4 II du Code monétaire et financier et des articles 237-1 et suivants du Règlement général de l'AMF, à l'issue de l'Offre Publique de Retrait, les actions de la Société qui n'auront pas été présentées à l'Offre Publique de Retrait, à l'exception des actions détenues directement ou indirectement par l'Initiateur, seront transférées à l'Initiateur moyennant une indemnisation de 3 950€ par action nette de tous frais.

Les modalités détaillées du Retrait Obligatoire sont présentées au paragraphe 2.5 du Projet

de Note d'Information.

### **3.4 Restriction concernant l'offre à l'étranger**

L'Offre est faite exclusivement en France.

Le présent Projet de Note en Réponse n'est pas destiné à être distribué dans des pays autres que la France. La diffusion du présent Projet de Note en Réponse et de tout autre document relatif à l'Offre, l'Offre, l'acceptation de l'Offre, ainsi que la livraison des actions peuvent, dans certains pays, faire l'objet d'une réglementation spécifique ou de restrictions. L'Offre ne s'adresse pas aux personnes soumises à de telles restrictions, ni directement, ni indirectement, et n'est pas susceptible de faire l'objet d'une quelconque acceptation depuis un pays où l'Offre ferait l'objet de telles restrictions. Les personnes en possession de ce document sont tenues de se renseigner sur les restrictions locales éventuellement applicables et de s'y conformer. La Société décline toute responsabilité quant à une éventuelle violation par qui que ce soit des restrictions applicables.

Le présent Projet de Note en Réponse et tout autre document relatif à l'Offre ne constituent pas une offre de vente ou une sollicitation ou une offre d'achat de valeurs mobilières dans tout autre pays dans lequel une telle offre ou sollicitation est illégale. L'Offre ne fera l'objet d'aucun enregistrement ou visa en dehors de la France.

Notamment, concernant les Etats-Unis d'Amérique, il est précisé que le présent Projet de Note en Réponse ne constitue pas une extension de l'Offre aux Etats-Unis et l'Offre n'est pas faite, directement ou indirectement à des personnes ayant leur résidence Etats-Unis ou à des "US persons" (au sens de Regulation S pris en vertu de l'U.S. Securities Act de 1933), par les moyens des services postaux ou par tout moyen de communication ou instrument de commerce (y compris, sans limitation, la transmission par télécopie, télex, téléphone ou courrier électronique) des Etats Unis ou par l'intermédiaire des services d'une bourse de valeurs des Etats-Unis. En conséquence, aucun exemplaire ou copie du présent Projet de Note en Réponse, et aucun autre document relatif à l'Offre, ne pourra être envoyé par courrier, ni communiqué ou diffusé par un intermédiaire ou toute autre personne aux Etats-Unis de quelque manière que ce soit. Aucun actionnaire de la Société ne pourra apporter ses actions à l'Offre s'il n'est pas en mesure de déclarer (i) qu'il n'a pas reçu aux Etats-Unis de copie du présent Projet de Note en Réponse ou de tout autre document relatif à l'Offre, et qu'il n'a pas envoyé de tels documents aux Etats-Unis, (ii) qu'il n'a pas utilisé, directement ou indirectement, les services postaux, les moyens de télécommunications ou autres instruments de commerce ou les services d'une bourse de valeurs des Etats-Unis en relation avec l'Offre, (iii) qu'il n'est pas une personne ayant sa résidence aux Etats-Unis ou une « US person », (iv) qu'il n'était pas sur le territoire des Etats-Unis lorsqu'il a accepté les termes de l'Offre ou, transmis son ordre d'apport d'actions, et (v) qu'il n'est ni agent ni mandataire agissant pour un mandant autre qu'un mandant lui ayant communiqué ses instructions en dehors des Etats-Unis. Les

intermédiaires habilités ne pourront pas accepter les ordres d'apport d'actions qui n'auront pas été effectués en conformité avec les dispositions ci-dessus (à l'exception de toute autorisation ou instruction contraire de ou pour le compte de l'Initiateur, à la discrétion de cette dernière). Le présent Projet de Note en Réponse ne constitue ni une offre d'achat ni une sollicitation d'un ordre de vente de valeurs mobilières aux Etats-Unis.

Pour les besoins du paragraphe précédent, on entend par Etats-Unis, les Etats-Unis d'Amérique, leurs territoires et possessions, ou l'un quelconque de ses Etats et le District de Columbia.

### **3.5 Procédure de présentation des actions à l'offre**

L'Offre Publique de Retrait sera ouverte pendant une période de quatorze (14) jours de négociation conformément à l'article 236-7 du règlement général de l'AMF.

Les actions apportées à l'Offre devront être librement négociables et libres de tout privilège, gage, nantissement, ou toute autre sûreté ou restriction de quelque nature que ce soit restreignant le libre transfert de leur propriété. L'Initiateur se réserve le droit d'écarter toutes les actions apportées qui ne répondraient pas à cette condition.

Les actionnaires de Bouygues Construction souhaitant apporter leurs actions dans le cadre de l'Offre devront adresser un ordre de mouvement signé et daté, par courrier et télécopie, à la Société visée, qui assure la tenue du registre de ses actionnaires, au plus tard le jour de clôture de l'Offre :

Bouygues Construction  
À l'attention de Madame Corinne Bouchaud  
Direction Juridique (EC 04)  
1 avenue Eugène Freyssinet  
78280 Guyancourt  
Email : [c.bouchaud@bouygues-construction.com](mailto:c.bouchaud@bouygues-construction.com)

Un modèle d'ordre de mouvement – qui devra être complété, pour les personnes ayant leurs actions au nominatif administré, avec les références bancaires correspondant au compte titre sur lequel elles détiennent leurs actions de la Société - figurera en annexe de la note d'information qui sera visée par l'AMF. Il pourra, par ailleurs, être téléchargé sur le site Internet de la Société ([www.bouygues-construction.com](http://www.bouygues-construction.com)) et de Bouygues ([www.bouygues.com](http://www.bouygues.com)).

Les ordres de mouvement doivent être établis à l'ordre de Bouygues. Les ordres de mouvement sont irrévocables.

Les actions de la Société apportées devront être libres de tout nantissement, gage ou

restriction de quelque nature que ce soit au transfert de propriété.

Indépendamment du régime fiscal décrit à la Section 2.10 du Projet de Note d'Information, les cessions des actions à l'Initiateur, non sujettes à l'impôt de bourse, seront soumises à un droit d'enregistrement de 0.1% (article 726-I-1° du Code Général des Impôts). Ce droit sera pris en charge directement par l'Initiateur.

### **3.6 Calendrier indicatif de l'offre**

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF publiera un avis d'ouverture et un calendrier.

Un calendrier de l'Offre est présenté à la section 2.7 du Projet de Note d'Information.

## **4 AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE BOUYGUES CONSTRUCTION**

### **4.1 Rappel des décisions préalables du conseil d'administration relatives à l'Offre**

Lors d'une réunion du 6 novembre 2020, le conseil d'administration de la Société a décidé de désigner, sauf avis contraire de l'AMF, le cabinet Eight Advisory, représenté par Sophie Carles, en qualité d'expert indépendant en application des dispositions des articles 261-1 et 261-1-1 du règlement général de l'AMF et de l'instruction n°2006-08 de l'AMF, avec pour mission de préparer un rapport sur les conditions financières de l'Offre. L'AMF n'a pas opposé d'avis contraire à cette désignation. Le 9 décembre 2020, la Société a publié un communiqué de presse relatif à la désignation du cabinet Eight Advisory en tant qu'expert indépendant.

Les membres de l'équipe dirigeante de la Société ont pu échanger avec l'expert indépendant, et suivre la réalisation de ses travaux.

### **4.2 Avis motivé du conseil d'administration**

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, les membres du conseil d'administration se sont réunis le 11 janvier 2021, sur convocation faite conformément aux statuts et au règlement intérieur du conseil d'administration de la Société, afin d'examiner le projet d'Offre et de rendre leur avis motivé sur l'intérêt de l'Offre et ses conséquences pour Bouygues Construction. Tous les membres du conseil d'administration de la Société étaient présents.

L'avis motivé sur l'intérêt que présente l'Offre pour Bouygues Construction, ses actionnaires et ses salariés a été adopté à l'unanimité des membres du conseil d'administration lors de sa réunion du 11 janvier 2021.

Aucune opinion divergente n'a été exprimée par les membres du conseil d'administration lors de sa réunion du 11 janvier 2021.

Un extrait des délibérations de cette réunion, contenant l'avis motivé du conseil d'administration, est reproduit ci-dessous :

*« Le Président de séance expose que le Conseil d'administration est appelé à examiner le projet d'offre publique de retrait (l'« Offre ») suivie d'un retrait obligatoire déposé par Bouygues S.A. (l'« Initiateur ») le 9 décembre 2020, en application de l'article 236-3 du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers (l'« AMF ») sur les 430 actions Bouygues Construction qu'il ne détient pas directement et indirectement, au prix de 3 950 euros par action.*

*Il indique qu'il appartient au conseil d'administration, en application de l'article 231-19 4° du règlement général de l'AMF, d'émettre un avis motivé sur l'intérêt de l'Offre et sur les conséquences de celle-ci pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.*

*Le Conseil d'administration a notamment pris connaissance :*

- du projet de note d'information établi par l'Initiateur, décrivant notamment les termes et modalités de l'Offre (dont son calendrier), les motifs de l'Offre, les intentions de l'Initiateur concernant en particulier la politique industrielle, commerciale et financière et la stratégie de Bouygues Construction ainsi que les éléments d'appréciation du prix de l'Offre et du retrait obligatoire établis par Portzamparc, établissement présentateur de l'Offre, les accords susceptibles d'avoir une influence sur l'appréciation ou le résultat de l'offre ;*
- du projet de note en réponse de Bouygues Construction contenant notamment toute clause d'accord conclu par les personnes concernés ou leurs actionnaires susceptibles d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'Offre ou sur son issue et les éléments mentionnés à l'article L.225-37- 5 du Code de commerce ; et*
- du rapport relatif aux conditions financières de l'Offre et du retrait obligatoire et au caractère équitable des conditions financières, reproduit in extenso dans le projet de note en réponse de Bouygues Construction établi par le cabinet Eight Advisory, représenté par Madame Sophie Carles, agissant en qualité d'expert indépendant nommé en application des dispositions des articles 261-1, I et II et 261-1-1 du Règlement Général de l'AMF (l'« Expert Indépendant »).*

*Le conseil d'administration constate que l'Offre vise la totalité des actions de Bouygues Construction existantes non détenues directement ou indirectement par l'Initiateur ou la Société Française de Participation et de Gestion, soit un nombre de 430 actions, représentant 0,03% du capital de la Société.*

*Processus et fondement de la désignation de l'Expert Indépendant*

*Le conseil d'administration rappelle qu'il a été informé d'un potentiel projet d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire par Bouygues S.A. début octobre 2020.*

*Le Conseil rappelle également que le fondement de la désignation d'un expert indépendant résulte des articles 261-1 I 1° (l'initiateur détient déjà le contrôle de la cible) et 261-1 II (l'initiateur souhaite mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire) du règlement général de l'AMF.*

*Il rappelle encore qu'en application des articles 261-1 et 261-1-1 du règlement général de l'AMF, qu'il a choisi, dans une décision du 6 novembre 2020, de désigner le cabinet Eight Advisory, représenté par Madame Sophie Carles, en tant qu'expert indépendant (l'« **Expert Indépendant** »), compte tenu de la réputation professionnelle de ce cabinet, des moyens humains qu'il a proposé de mettre à la disposition de la mission, du montant des honoraires proposés et de l'expérience de ce cabinet en matière d'offres publiques.*

*Le Conseil d'administration prend acte que l'équipe dédiée à la mission est composée des personnes suivantes :*

- Sophie Carles, Associée, diplômée de Paris Dauphine (MSTCF et Master 225) et titulaire du DSCG, justifiant de plus de 14 ans d'expérience en évaluation au sein d'un cabinet big four et d'Eight Advisory ;*
- Romain Le Théo, Directeur, diplômé de Paris Dauphine (MSG Finance, Master spécialisé en management international), Sciences Po Paris (DEA, Finance et Economie Internationale), membre de la SFEV (Société Française des Evaluateurs) et de la SFAF (Société Française des Analystes Financiers). Il justifie de 18 ans d'expérience en évaluation financière, notamment au sein des cabinets Ricol Lasteyrie et Eight Advisory, avec une vingtaine d'attestations d'équité réalisées dans le cadre d'offres publiques ;*
- Thomas Karcher, Senior Manager, diplômé de Paris Dauphine (Master 225), justifie d'une expérience de 7 ans en évaluation au sein d'Eight Advisory ;*
- Vincent Frazao, Senior, diplômé d'Audencia, justifie d'une expérience de 4 ans en évaluation au sein d'Eight Advisory ;*
- Theo Favre-Bonvin, Analyste, diplômé de Central Marseille, justifie d'une expérience de 2 ans en évaluation au sein d'Eight Advisory et de RSM ; et*
- Juliette Doblin, stagiaire en évaluation financière au sein d'Eight Advisory.*

*Une revue indépendante du rapport a été effectuée par Geoffroy Bizard, Associé du*

*département évaluation financière d'Eight Advisory.*

*L'AMF ne s'est pas opposée à cette désignation en application de l'article 261-1-1 I de son règlement général et de l'article 2 de l'instruction AMF 2006-08.*

*Principales diligences accomplies aux fins de la préparation de cet avis motivé et plan d'affaires transmis :*

*Il est rappelé que :*

- Les équipes dirigeantes de Bouygues Construction se sont entretenues à plusieurs reprises avec l'Expert Indépendant et lui ont transmis l'ensemble des éléments nécessaires à sa mission.*
- Elles ont notamment transmis à l'Expert Indépendant le Plan d'affaires 2020-2022, approuvé par le conseil d'administration du 13 janvier 2020. Ce plan d'affaires a été établi préalablement à la crise sanitaire et économique de la Covid-19. Les équipes dirigeantes de Bouygues Construction ne dispose pas d'une version plus récente validée par le Conseil d'Administration à la date des travaux de l'Expert Indépendant. Les prévisions financières retenues dans le cadre des travaux de l'Expert Indépendant reflètent une vision volontariste au regard du contexte actuel. Le plan d'affaires nous paraît toutefois pouvoir être utilisable pour les besoins de nos analyses dès lors que, compte tenu de son caractère volontariste, il conduit à une majoration du prix.*
- Un premier point d'étape a été effectué le 25 novembre 2020 entre l'équipe dirigeante de Bouygues Construction et l'Expert Indépendant afin de présenter la Société, son marché et ses perspectives. Les méthodes d'évaluation ont également été discutées lors de cet échange.*
- Un deuxième point est intervenu le 2 décembre 2020 et avait pour objet de répondre aux questions sur le plan d'affaires, le bilan et les prévisions financières à long terme.*
- Un troisième entretien a été réalisé le 8 décembre 2020 afin de valider les dernières hypothèses d'évaluation.*
- Un quatrième entretien intervenu le 5 janvier 2021 visait à discuter de la mise à jour des travaux.*
- Enfin, un cinquième entretien s'est déroulé le 7 janvier 2021 à propos du projet de rapport.*

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

- *L'Expert Indépendant a communiqué le 9 décembre 2020 aux équipes dirigeantes de Bouygues Construction ses conclusions préliminaires sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre et du retrait obligatoire.*
- *Le projet de rapport de l'Expert Indépendant a été adressé à l'ensemble des membres du conseil d'administration le 8 janvier 2021, en amont du conseil d'administration devant statuer sur l'Offre, le 11 janvier 2021.*

*Conclusions du Rapport de l'Expert Indépendant :*

*Le cabinet Eight Advisory a remis son rapport le 8 janvier 2021 :*

*« Nous avons été désignés en qualité d'Expert Indépendant par le Conseil d'Administration de la société Bouygues Construction S.A. sur le fondement des articles 261-1, I et II et 261-1-1 du Règlement Général de l'AMF.*

*Notre mission consistait à nous prononcer sur le caractère équitable du prix offert par Bouygues S.A. aux actionnaires minoritaires de Bouygues Construction dans le cadre de la procédure d'Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire.*

*Le prix proposé aux actionnaires de Bouygues Construction s'établit à 3 950 € par action.*

*A l'issue de nos travaux, nous observons que ce prix fait ressortir une prime de :*

- *4.9% sur la valeur centrale issue de la méthode DCF (méthode d'évaluation retenue à titre principal) ;*
- *6.6% sur la valeur centrale issue de la méthode des multiples boursiers (méthode d'évaluation retenue à titre principal) ;*
- *15.8% sur la valeur centrale issue des valorisations en Somme des Parties de Bouygues S.A. par les analystes financiers (référence à titre secondaire) ;*
- *4.2% sur la valeur centrale issue des valorisations en Somme des Parties des concurrents français par les analystes financiers (référence à titre secondaire) ; et*
- *41,9% sur la valeur centrale issue de la méthode DDM (référence à titre secondaire).*

*Nous constatons de plus que le prix proposé correspond au versement immédiat de 21 années de dividendes, sur la base du dividende par action versé en 2020.*

*Dans ce contexte, au regard des éléments ci-dessus, nous sommes d'avis que le prix de*

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

*3 950 € par action que l'Initiateur propose dans le cadre de l'Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de la société Bouygues Construction S.A. »*

*Principales observations écrites d'actionnaires reçues dans les conditions prévues par la réglementation boursière :*

*Néant*

*Conclusions du Conseil d'administration :*

*Au vu du projet de note d'information de Bouygues S.A. et du rapport de l'Expert Indépendant, le Conseil d'administration a notamment constaté que :*

- L'Initiateur détient de concert avec la Société Française de Participation et de Gestion à ce jour 1 705 800 actions de la Société, auxquelles sont attachées autant de droits de vote, représentant 99,97 % du capital social et des droits de vote réels de la Société.*
- Le prix de l'Offre est de 3 950 euros par action et la durée de l'Offre est fixée à 14 jours de négociation.*
- Dans la mesure où l'Initiateur détient plus de 90% du capital et des droits de vote de la Société, le projet d'Offre sera immédiatement suivi d'un retrait obligatoire visant la totalité des actions de la Société non encore détenues par l'Initiateur ou SFPG, selon la procédure prévue aux articles L.433-4 II du Code monétaire et financier, et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF.*
- Dans le cadre du retrait obligatoire, seront transférées à l'Initiateur, moyennant une indemnisation en numéraire égale au prix d'Offre par action (soit 3 950 euros par action), nette de tout frais, les actions non apportées à l'Offre.*
- Aucune question ni remarque n'a été reçue par la Société, par l'Expert Indépendant, ou, à la connaissance de la Société, par l'AMF, de la part des actionnaires minoritaires de la Société concernant le projet d'Offre depuis le dépôt du projet de note d'information de l'Initiateur.*
- Ni l'Initiateur ni la Société n'a connaissance d'un accord et n'est partie à un accord susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.*
- L'Initiateur a fait part des intentions suivantes concernant l'intérêt de l'Offre pour la Société et les salariés pour les 12 prochains mois :*

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

- *l'Initiateur a l'intention de poursuivre les principales orientations stratégiques mises en œuvre par Bouygues Construction afin de poursuivre son développement ;*
- *l'Offre ne devrait pas avoir d'incidence négative sur la politique poursuivie par la Société en matière d'emploi ;*
- *l'Initiateur a indiqué que la mise en œuvre de l'Offre n'aurait pas d'impact sur la politique de Bouygues Construction en matière de distribution de dividendes ;*
- *à l'exception de l'économie des coûts de gestion liés à la présence d'actionnaires minoritaires, l'Initiateur n'anticipe pas de synergies significatives de coûts ni de résultats dont la matérialisation serait identifiable ou chiffrable ; et*
- *l'Initiateur n'envisage pas, à la date du projet de note d'information, de procéder à une fusion entre l'Initiateur et la Société.*
- *S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour les actionnaires de la Société, dans un contexte d'absence de liquidité de l'action de Bouygues Construction, l'Initiateur offre aux actionnaires de Bouygues Construction une liquidité immédiate pour la totalité de leurs actions au prix de 3 950 euros par action faisant apparaître une prime de :*
  - *4,9% sur la valeur centrale issue de la méthode DCF (méthode d'évaluation retenue à titre principal) ;*
  - *6,6% sur la valeur centrale issue de la méthode des multiples boursiers (méthode d'évaluation retenue à titre principal) ;*
  - *15,8% sur la valeur centrale issue des valorisations en Somme des Parties de Bouygues S.A. par les analystes financiers (référence à titre secondaire) ;*
  - *4,2% sur la valeur centrale issue des valorisations en Somme des Parties des concurrents français par les analystes financiers (référence à titre secondaire) ; et*
  - *41,9% sur la valeur centrale issue de la méthode DDM (référence à titre secondaire).*

*Le Conseil d'administration a également pris acte que, dans son rapport relatif aux conditions financières de l'Offre et du retrait obligatoire, l'Expert Indépendant a conclu que le prix de 3 950 euros par action que l'Initiateur propose dans le cadre de l'Offre est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de Bouygues Construction y compris dans le cadre de la procédure de retrait obligatoire qui sera mise en œuvre à l'issue de l'Offre.*

*Avis motivé du Conseil d'administration :*

*À la lumière des éléments qui précèdent, le Conseil d'administration, après en avoir délibéré, et sans qu'aucune opinion divergente n'ait été exprimée :*

- prend acte de ce que l'Expert Indépendant, après avoir procédé à une approche multicritère en vue de l'évaluation de la Société, conclut au caractère équitable de l'Offre et du retrait obligatoire d'un point de vue financier pour les actionnaires minoritaires ;*
- prend acte de ce que, l'Initiateur détenant plus de 90% du capital et des droits de vote de la Société, le projet d'Offre sera suivie d'un retrait obligatoire visant la totalité des actions de la Société non encore détenues directement ou indirectement par l'Initiateur ;*
- prend acte que, selon l'Initiateur, l'Offre ne devrait pas avoir d'incidence sur la politique poursuivie par la Société en matière d'emploi ;*
- considère que l'Initiateur détenant déjà le contrôle de la Société, il en fixe d'ores et déjà la stratégie ;*
- considère en conséquence que le projet d'Offre, tel que décrit dans le projet de note d'information, est conforme aux intérêts de la Société et de ses salariés ;*
- au regard de ce qui précède, décide d'émettre un avis favorable sur l'Offre, suivie d'un retrait obligatoire, qu'il considère conforme aux intérêts de la Société ainsi qu'à ceux de ses actionnaires ;*
- recommande aux actionnaires de Bouygues Construction d'apporter leurs actions à l'Offre compte tenu de l'opportunité de liquidité immédiate que l'Offre leur apporte, et d'un prix équitable, y compris dans la perspective d'un retrait obligatoire ; étant rappelé qu'en tout état de cause les actions non présentées à l'Offre seront transférées à l'Initiateur dans le cadre du retrait obligatoire à l'issue de l'Offre et moyennant une indemnisation identique au prix proposé dans le cadre de l'Offre, soit 3 950 euros par action Bouygues Construction, nette de tout frais ;*

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

- *approuve le projet de note en réponse ;*
- *approuve le projet de communiqué de presse relatif au dépôt du projet de note en réponse qui lui a été préalablement transmis et qui sera publié en application de l'article 231-26 du règlement général de l'AMF ;*
- *donne tous pouvoirs au Président du Conseil d'administration à l'effet de (i) finaliser la documentation d'Offre et notamment le projet de note en réponse de la Société, (ii) signer et déposer auprès de l'AMF toute la documentation requise dans le cadre de l'Offre, notamment le document « Autres Informations » relatif aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société, (iii) signer l'attestation relative à la note en réponse et celle relative au document « autres informations » relatives à Bouygues Construction et (iv) plus généralement, faire tout ce qui sera nécessaire pour la bonne réalisation de l'Offre et du retrait obligatoire, notamment conclure et signer, au nom et pour le compte de la Société, toutes opérations et documents nécessaires et afférents à la réalisation de l'Offre et du retrait obligatoire, en ce compris tout communiqué de presse; et*
- *en tant que de besoin, autorise le Président du Conseil d'administration à effectuer toutes formalités requises dans le cadre de l'Offre et du retrait obligatoire.»*

## **5 INFORMATION DES INSTANCES REPRESENTATIVES DU PERSONNEL**

Les instances représentatives du personnel de la Société ont été informées le 8 décembre 2020 du projet d'Offre Publique de Retrait suivie d'un retrait obligatoire des actions de la Société par l'Initiateur. Il leur a été présenté à cette occasion le contenu de l'Offre et le calendrier de l'Offre. Ce projet n'a pas soulevé de questions particulières.

## **6 INTENTION DES ADMINISTRATEURS DE BOUYGUES CONSTRUCTION**

À l'exception de Bouygues, les membres du conseil d'administration ne détiennent pas d'actions de la Société.

## **7 INTENTIONS DE LA SOCIÉTÉ QUANT AUX ACTIONS AUTO-DÉTENUES**

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

## **8 ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRÉCIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE**

L'Initiateur a déclaré n'être partie à aucun accord susceptible d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou sur son issue et la Société n'est pas partie et

n'a pas connaissance de l'existence de tels accords.

## **9 ÉLÉMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE**

### **9.1 Structure du capital de Bouygues Construction**

À la date du présent Projet de Note en Réponse, le capital social de la Société s'élève à 127 967 250 euros divisé en 1 706 230 actions ordinaires de 75 euros de valeur nominale chacune, entièrement libérées et toutes de même catégorie.

À la connaissance de la Société, selon les dernières informations disponibles à la date du dépôt du Projet de Note en Réponse, le capital et les droits de votes de la Société sont répartis comme suit :

<b>Actionnaires</b>	<b>Nombre d'actions</b>	<b>% du capital</b>	<b>Nombre de droits de vote</b>	<b>% des droits de vote*</b>
<b>BOUYGUES</b>	1 705 200	99,93	1 705 200	99,93
Société française de participation et de gestion	600	0,04	600	0,04
Autres actions au nominatif	430	0,03	430	0,03
Auto-détention	-	-	-	-
<b>Total</b>	<b>1 706 230</b>	<b>100</b>	<b>1 706 230</b>	<b>100</b>

*\*Conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF, 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 comprises les actions dépourvues de droits de vote.*

Il n'existe aucun titre de capital, ni aucun titre de capital, ni aucun instrument financier émis par la Société ou droit conféré par la Société pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société, autres que les actions existantes de la Société. Il n'existe en outre aucun plan d'options de souscription d'actions, ni aucun plan d'attribution d'actions gratuites en cours au sein de la Société pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société.

**9.2 Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions ou clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L.233-11 du Code de commerce**

Il n'existe aucune restriction statutaire à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions de la Société.

À la date du Projet de Note en Réponse, aucune clause n'a été portée à la connaissance de la Société en application de l'article L.233-11 du Code de commerce.

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

Néant

**9.4 Liste des détenteurs d'actions comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci**

Néant.

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

Néant.

**9.6 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et pouvant entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote**

La Société n'a connaissance à la date du présent document d'aucun accord en vigueur à la date du présent document pouvant entraîner des restrictions au transfert d'actions Bouygues Construction et à l'exercice des droits de vote de la Société.

**9.7 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions et portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote de la Société**

Néant.

**9.8 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts de Bouygues Construction**

**9.8.1 Nomination et remplacement des membres du conseil d'administration**

Aux termes des stipulations de l'article 11 des statuts, le conseil d'administration est composé de trois membres au moins et de dix-huit membres au plus.

Les administrateurs sont nommés, renouvelés ou révoqués dans les conditions prévues par les dispositions législatives et réglementaires en vigueur. La durée de leurs fonctions est de trois années, l'année étant la période qui sépare deux assemblées générales ordinaires statuant sur les comptes annuels de la Société. Le mandat d'un administrateur prend fin à l'issue de l'assemblée générale ordinaire durant laquelle est prise la décision collective mentionnée ci-dessus, tenue dans l'année au cours de laquelle expire le mandat dudit administrateur.

Le conseil d'administration élit parmi ses membres un président qui doit être une personne physique. Il détermine la durée de ses fonctions, qui ne peut excéder celle de son mandat d'administrateur, et peut le révoquer à tout moment. Le mandat du président est renouvelable sans limitation. Cependant, le président ne peut être âgé de plus de 70 ans. Si le président atteint l'âge de 65 ans, son mandat est soumis à confirmation par le conseil d'administration, à sa plus prochaine réunion, pour une durée maximale d'une année. Son mandat peut ensuite être reconduit par périodes successives d'une année, renouvelables sur décision du conseil d'administration, jusqu'à ce que le Président atteigne l'âge de 70 ans révolu, date à laquelle il sera réputé démissionnaire d'office.

#### **9.8.2 Modification des statuts de Bouygues Construction**

L'assemblée générale extraordinaire est seule habilitée pour modifier les statuts de la Société, dans le respect des dispositions législatives et réglementaires.

#### **9.9 Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier concernant l'émission ou le rachat d'actions**

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.

#### **9.10 Accords conclus par Bouygues Construction étant modifiés ou prenant fin en cas de changement de contrôle de Bouygues Construction**

La Société étant déjà contrôlée par l'Initiateur avant le lancement de l'Offre, cette dernière n'entraînera pas de changement de contrôle de la Société.

Il n'existe aucun accord significatif conclu par la Société qui soit modifié ou prenne fin en cas de changement de contrôle de la Société.

**9.11 Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique d'achat ou d'échange**

À la connaissance de la Société, aucun accord ne prévoit d'indemnité pour les membres du conseil d'administration ou salariés s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique d'achat ou d'échange.

**10 RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT**

En application des articles 261-1 et 261-1-1 du règlement général de l'AMF et de l'instruction n°2006-08 de l'AMF, le cabinet Eight Advisory représenté par Sophie Carles, a été désigné, sauf avis contraire de l'AMF, le 6 novembre 2020 en qualité d'expert indépendant, avec pour mission de préparer un rapport sur les conditions financières de l'Offre. L'AMF n'a pas exprimé d'avis contraire à cette désignation.

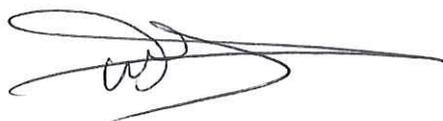
Ledit rapport, en date du 8 janvier 2021, est intégralement reproduit en Annexe 1 du Projet de Note en Réponse.

**11 MODALITÉS DE MISE À DISPOSITION DES INFORMATIONS MENTIONNÉES À L'ARTICLE 231-28 DU RÉGLEMENT GÉNÉRAL DE L'AMF**

Les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables, de la Société requises par l'article 231-28 du règlement général de l'AMF feront l'objet d'un dépôt auprès de l'AMF et seront mises à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre.

**12 PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DU PROJET DE NOTE EN RÉPONSE**

*« À ma connaissance, les données de la présente note en réponse sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée ».*



Philippe Bonnavé

Président Directeur Général de Bouygues Construction

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

## **Annexe 1**

### **Rapport de l'expert indépendant**



## **Bouygues Construction S.A.**

Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire initiée par Bouygues S.A.  
sur les actions de la société Bouygues Construction S.A.

8 janvier 2021

La société Bouygues S.A. (ci-après l' « Initiateur », ou « Bouygues ») a annoncé le 9 décembre 2020 le dépôt d'une Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire (l'« Offre », l'« OPR-RO » ou l'« Opération ») sur les titres de la société Bouygues Construction S.A. (la « Société », le « Groupe » en ce compris avec ses filiales, ou « Bouygues Construction »). La Société et son Conseil d'Administration (en l'absence d'un Comité *Ad Hoc* constitué d'administrateurs indépendants) nous ont désignés le 6 novembre 2020 en qualité d'Expert Indépendant. Le présent rapport traite exclusivement de notre appréciation des conditions financières de l'Offre initiée par la société Bouygues S.A., dont le prix s'élève à 3 950 € par action.

Notre désignation a été effectuée sur le fondement des articles 261-1, I et II et 261-1-1 du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers (« AMF »).

Nous avons effectué nos diligences selon les dispositions de l'article 262-1 du Règlement Général de l'AMF et de son Instruction d'application n°2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante (modifiée le 10 février 2020, et elle-même complétée de l'Instruction d'application de l'AMF n° 2006-07 en date du 28 septembre 2006 et modifiée le 10 février 2020 et de la Recommandation de l'AMF n° 2006-15 en date du 28 septembre 2006 et modifiée le 10 février 2020). Nos diligences sont décrites en section 2 de notre rapport et détaillées en Annexe 5.

Notre mission ne relevait ni d'une mission d'audit, ni d'une mission d'examen limité des comptes de la Société, ni d'une mission de *due diligence* effectuée pour un prêteur ou un acquéreur et elle ne comporte pas tous les travaux nécessaires à ces types d'intervention. Elle n'avait donc pour objectif ni de formuler une opinion sur les comptes, ni de procéder à des vérifications spécifiques concernant le respect du droit des sociétés. Dans ce contexte, nous n'avons procédé à aucune diligence d'audit visant à vérifier la fiabilité des données historiques utilisées, nous appuyant à cet égard sur le rapport des commissaires aux comptes qui comporte une certification sans réserve sur les comptes annuels clos au 31 décembre 2019, et sur les comptes semestriels au 30 juin 2020.

Nos travaux reposent sur certaines informations financières prospectives communiquées par la Société, en particulier le Plan d'affaires couvrant la période 2021-2022 (approuvé par le Conseil d'Administration du 13 janvier 2020). Ces estimations ont été préparées par l'équipe de direction (la « Direction ») de Bouygues Construction et relèvent de sa seule responsabilité. Si nous avons analysé les hypothèses retenues, il ne nous appartenait pas de nous prononcer sur leur exactitude. Nous soulignons ici que les prévisions opérationnelles et financières sont par nature incertaines et dépendent de facteurs qui sont, pour partie, exogènes. Par conséquent, nous attirons l'attention du lecteur sur le fait que les performances réelles de Bouygues Construction au cours des prochains exercices pourraient différer des prévisions sur lesquelles nos travaux reposent. Nous ajoutons par ailleurs que le Plan d'affaires communiqué a été établi préalablement à la crise sanitaire et économique de la Covid-19. A la date de nos travaux, la Société ne dispose pas d'une version plus récente validée par le Conseil d'Administration. D'après la Direction, les prévisions financières retenues dans le cadre de nos travaux reflètent ainsi une vision volontariste au regard du contexte actuel.

D'une manière générale, conformément à notre lettre de mission, les documents qui nous ont été communiqués ont été considérés comme raisonnablement exacts et exhaustifs et n'ont pas fait l'objet de vérifications particulières.

<b>1</b>	<b>PRÉSENTATION DE L'OFFRE</b>	<b>6</b>
1.1	Contexte et termes de l'Offre	6
1.1.1	Réorganisation du capital de la Société	6
1.1.2	Motifs de l'Offre	6
1.1.3	Termes de l'Offre et cadre de notre nomination	6
1.1.4	Titres visés par l'Offre	6
1.1.5	Intentions de l'Initiateur au cours des 12 mois à venir	6
1.2	Sociétés concernées par l'Offre	7
1.2.1	Bouygues S.A. : société initiatrice	7
1.2.2	Bouygues Construction S.A. : société objet de la présente Offre	7
1.2.2.1	Structure du capital	7
1.2.2.2	Historique	7
1.2.2.3	Faits marquants	8
1.2.2.4	Organigramme	8
1.2.2.5	Présentation des activités	9
1.2.2.6	Dynamiques des marchés de Bouygues Construction	9
1.2.2.7	Analyse de l'intensité concurrentielle	10
1.2.2.8	Matrice d'analyse SWOT des divisions	11
1.2.2.9	Performances financières historiques	12
1.2.2.10	Présentation du Plan d'affaires	14
<b>2</b>	<b>DILIGENCES EFFECTUÉES</b>	<b>16</b>
<b>3</b>	<b>ÉVALUATION DES ACTIONS DE LA SOCIÉTÉ BOUYGUES CONSTRUCTION S.A.</b>	<b>16</b>
3.1	Méthodes d'évaluation écartées	16
3.1.1	Actif net comptable (ANC)	16
3.1.2	Actif net réévalué (ANR)	17
3.1.3	Références aux dernières transactions sur le capital	17
3.1.4	Méthode des transactions comparables	17
3.2	Méthodes d'évaluation retenues	17
3.2.1	Éléments communs aux méthodes retenues	17
3.2.1.1	Approche par Somme des Parties	17
3.2.1.2	Nombre de titres de référence	17
3.2.1.3	Éléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur des fonds propres	18
3.2.1.4	Sociétés comparables retenues pour le calcul des paramètres d'évaluation	18
3.2.2	Actualisation des flux futurs de trésorerie (à titre principal)	20
3.2.2.1	Prévisions retenues	21
3.2.2.2	Paramètres d'évaluation	21
3.2.2.3	Actualisation des flux de trésorerie	23
3.2.2.4	Résultats	23
3.2.2.5	Analyses de sensibilité	24
3.2.3	Multiples boursiers des sociétés comparables (à titre principal)	24

3.2.3.1	Multiples boursiers retenus dans l'analyse .....	24
3.2.3.2	Résultats .....	25
3.2.4	Référence aux travaux de valorisation des analystes financiers (à titre secondaire) .....	26
3.2.4.1	Analyse Somme des Parties (« SOTP ») Bouygues S.A. ....	26
3.2.4.2	Analyse Somme des Parties (« SOTP ») concurrents français .....	26
3.2.5	Méthode du rendement (à titre secondaire) .....	28
3.2.5.1	Paramètres d'évaluation .....	28
3.2.5.2	Actualisation des dividendes .....	28
3.2.5.3	Résultats .....	29
3.2.5.4	Analyses de sensibilité .....	29
<b>4</b>	<b>SYNERGIES POTENTIELLES LIÉES À L'OPÉRATION.....</b>	<b>29</b>
<b>5</b>	<b>ANALYSE DES ACCORDS CONNEXES .....</b>	<b>29</b>
<b>6</b>	<b>ANALYSE DES ÉLÉMENTS D'APPRÉCIATION DU PRIX MENTIONNÉS DANS LA NOTE D'INFORMATION.....</b>	<b>30</b>
6.1	Sur les méthodes écartées .....	30
6.2	Sur les méthodes retenues.....	30
6.3	Sur les données financières .....	30
6.3.1	Nombre de titres retenus .....	30
6.3.2	Éléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur des fonds propres dans la méthode DCF .....	30
6.3.3	Éléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur des fonds propres dans la méthode des comparables boursiers .....	31
6.4	Méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie (DCF) .....	32
6.4.1	Prévisions retenues .....	32
6.4.1.1	Période 2021-2022 .....	32
6.4.1.2	Période d'extrapolation 2022-2024.....	32
6.4.2	Valeur terminale.....	33
6.4.3	Taux d'actualisation et taux de croissance à l'infini.....	33
6.4.4	Résultats .....	34
6.5	Méthode des comparables boursiers .....	34
6.5.1	Méthodologie retenue .....	34
6.5.2	Résultats .....	35
6.6	Référence aux valorisations des analystes .....	35
6.6.1	Méthodologie retenue .....	35
6.6.2	Résultats .....	35
6.7	Référence à l'Actif Net Comptable .....	35
<b>7</b>	<b>SYNTHÈSE ET ATTESTATION DU CARACTÈRE ÉQUITABLE DU PRIX OFFERT .....</b>	<b>36</b>
7.1	Synthèse de nos travaux .....	36
7.2	Attestation sur le caractère équitable .....	36
	<b>Annexe 1 : Présentation de la société Eight Advisory France S.A.S.....</b>	<b>38</b>
	<b>Annexe 2 : Déclaration d'indépendance .....</b>	<b>38</b>

**Annexe 3 : Adhésion à une association professionnelle ..... 38**  
**Annexe 4 : Rémunération ..... 38**  
**Annexe 5 : Diligences et étapes de la mission ..... 39**  
**Annexe 6 : Calendrier de la mission, réception des principales informations nécessaires et entretiens réalisés ..... 40**  
**Annexe 7 : Informations utilisées ..... 41**  
**Annexe 8 : Equipe ..... 42**  
**Annexe 9 : Lettre de mission..... 43**

## **1 PRÉSENTATION DE L'OFFRE**

### **1.1 Contexte et termes de l'Offre**

#### **1.1.1 Réorganisation du capital de la Société**

Bouygues Construction est détenu à 99,93% par Bouygues S.A. depuis (i) l'offre publique initiée le 31 mai 1990 à la suite du rachat de la Société en 1986 et (ii) les rachats intervenus auprès d'actionnaires minoritaires depuis la radiation de la Société. La Société Française de Participation et de Gestion (« SFPG »), détenue à hauteur de 99,88% par Bouygues S.A., détient également 0,04% du capital de Bouygues Construction.

Le 9 décembre 2020, Bouygues S.A. a publié un communiqué annonçant le dépôt d'une Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire sur les titres de la société Bouygues Construction. L'Offre vise la totalité des actions en circulation non détenues directement ou indirectement par l'Initiateur ou SFPG, soit un nombre total de 430 actions ordinaires, représentant 0,03% du capital et des droits de vote de la Société, sur la base d'un nombre total d'actions s'élevant à 1 706 230.

#### **1.1.2 Motifs de l'Offre**

L'objectif de l'Offre, tel qu'indiqué dans le projet de Note d'information, est de simplifier la structure de l'actionariat de Bouygues Construction par l'acquisition du solde d'actions non détenues directement ou indirectement par Bouygues S.A. ou SFPG. L'Offre permet également d'offrir une liquidité immédiate aux actionnaires minoritaires de la Société.

#### **1.1.3 Termes de l'Offre et cadre de notre nomination**

L'Initiateur s'engage à acquérir auprès des actionnaires minoritaires de la Société les actions qui seront apportées à l'Offre, au prix de 3 950 € par action ordinaire, pendant une période de 10 jours de négociation.

Les actions Bouygues Construction visées par l'Offre qui n'auront pas été présentées à l'Offre Publique de Retrait seront transférées à l'Initiateur dans le cadre du Retrait Obligatoire, à l'issue de l'Offre Publique de Retrait, moyennant une indemnisation de 3 950 € par action ordinaire Bouygues Construction.

Le présent rapport traite exclusivement de notre appréciation des conditions financières de l'Offre initiée par Bouygues S.A., dont le prix s'élève à 3 950 € par action.

#### **1.1.4 Titres visés par l'Offre**

Comme rappelé dans le projet de Note d'Information qui nous a été remis, l'Offre porte sur les 430 actions de Bouygues Construction qui ne sont pas détenues directement ou indirectement par l'Initiateur ou SFPG.

#### **1.1.5 Intentions de l'Initiateur au cours des 12 mois à venir**

L'Offre s'inscrit dans le cadre d'une simplification de la structure capitalistique de la Société qui est détenue à plus de 99% par l'Initiateur depuis environ 30 ans. L'Offre n'aura pas d'impact opérationnel ou financier significatif sur la Société.

L'Initiateur a l'intention de poursuivre la stratégie de la Société et l'Offre n'aura pas d'impact sur l'emploi ni sur la distribution de dividende. Aucune fusion n'est attendue.

## 1.2 Sociétés concernées par l'Offre

### 1.2.1 Bouygues S.A. : société initiatrice

Bouygues S.A. est la société holding du Groupe Bouygues fondée en 1952 et dont l'activité est aujourd'hui concentrée sur (i) les activités de construction avec Bouygues Construction, Bouygues Immobilier et Colas, (ii) les activités médias avec le Groupe TF1 (participation de c. 44%) et (iii) les télécoms avec Bouygues Télécom. Le Groupe Bouygues comptait près de 130 500 collaborateurs à fin 2019 et a généré un chiffre d'affaires consolidé de 37,9 mds€.

### 1.2.2 Bouygues Construction S.A. : société objet de la présente Offre

La société Bouygues Construction est une société anonyme ayant son siège social au 1, avenue Eugène Freyssinet 78280 Guyancourt (France), immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Versailles sous le numéro 552 045 999.

#### 1.2.2.1 Structure du capital

Le capital de la Société est composé de 1 706 230 actions au 8 janvier 2021 réparties comme suit :

<u>Actionnaires</u>	<u>Actions détenues</u>	<u>%</u>
Bouygues S.A.	1 705 200	99,93%
SFPG	600	0,04%
Actionnaires au nominatif	430	0,03%
<b>Total</b>	<b>1 706 230</b>	<b>100,00%</b>

Source : Bouygues S.A.

#### 1.2.2.2 Historique

La société Bouygues Construction a été créée en 1902 et se dénommait alors la « Société Française Industrielle d'Extrême-Orient ». Elle est devenue en 1910 la « Société Française d'Entreprises de Dragages et de Travaux Publics » puis « Dragages et Travaux Publics ». Le Groupe Bouygues a pour sa part lancé ses activités BTP<sup>1</sup> en 1952.

Le Groupe Bouygues a acquis Dragages et Travaux Publics en 1986 et lancé une offre publique de retrait sur les actions de la Société par la suite. Ces actions ont été radiées de la cote officielle le 9 mai 1990. Certains actionnaires minoritaires sont néanmoins restés au capital de la Société à la suite de cette opération.

Une réorganisation initiée par le Groupe Bouygues en 1999 a mené la société Dragages et Travaux Publics à devenir la société mère du pôle BTP de Bouygues. Les activités de ce pôle en France et à l'étranger ont été apportées à Dragages et Travaux Publics à cette occasion. L'assemblée générale de la Société a décidé le 21 avril 1999 de changer la dénomination sociale en « Bouygues Construction S.A. » pour une meilleure identification vis-à-vis des tiers.

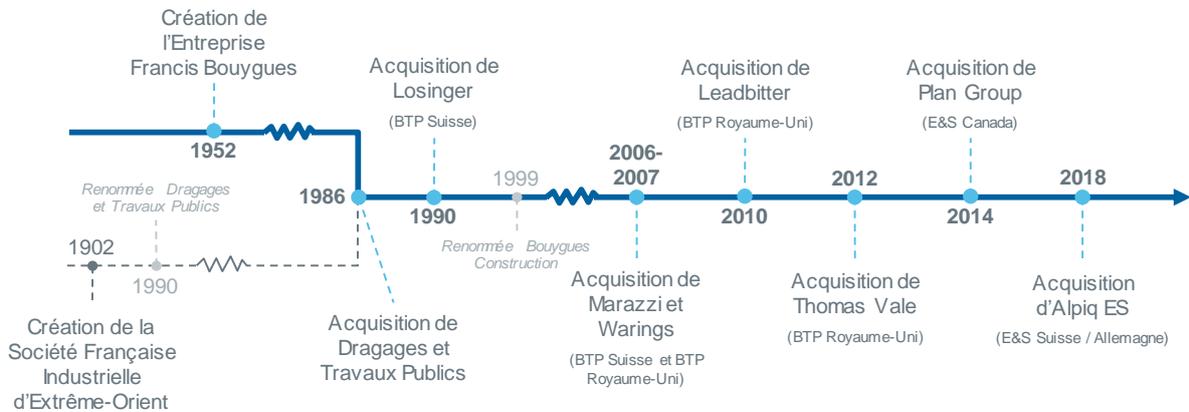
La Société a procédé à plusieurs acquisitions ayant permis d'accélérer (i) son développement dans certains métiers et (ii) son expansion géographique. Les principales acquisitions sont celles de Losinger en 1990 (BTP en Suisse), Marazzi en 2006 (BTP en Suisse, c. 150 m€ de chiffre d'affaires), Warings en 2007 (BTP au Royaume-Uni, c. 150 m€ de CA<sup>2</sup>), Leadbitter en 2010 (BTP au Royaume Uni, c. 400 m€ de CA), Thomas Vale en 2012 (BTP au Royaume Uni, c. 200 m€ de CA), Plan Group en

<sup>1</sup> Bâtiment et Travaux Publics

<sup>2</sup> Chiffre d'affaires

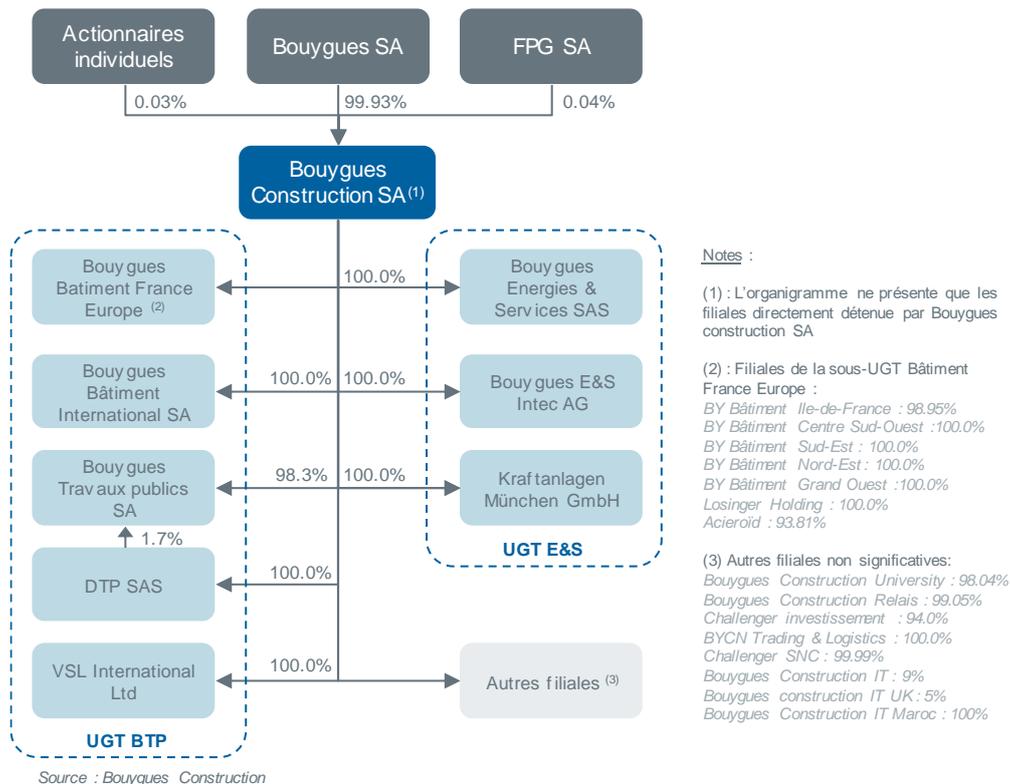
2014 (E&S<sup>3</sup> au Canada, c. 240 m€ de CA) et Alpiq ES en 2018 (E&S en Suisse, en Allemagne et en Italie, c. 1 300 m€ de CA).

### 1.2.2.3 Faits marquants



### 1.2.2.4 Organigramme

La société Bouygues Construction est la holding du Groupe, détenant 261 filiales (intégration globale) et des participations dans 161 autres sociétés (activités conjointes, coentreprises et entités associées) au 31 décembre 2019. L'organigramme simplifié de Bouygues Construction au 31 décembre 2020 est le suivant :



<sup>3</sup> Energies et Services

### 1.2.2.5 Présentation des activités

Bouygues Construction est un leader mondial de la construction. La Société est présente dans une soixantaine de pays et a réalisé un chiffre d'affaires de 13,4 mds€ en 2019. Les activités de Bouygues Construction sont regroupées dans les deux pôles d'activités (les « divisions ») suivants : Bâtiment et Travaux Publics (« BTP ») d'une part, Energies et Services (« E&S ») d'autre part.

La division BTP comprend la construction et la réhabilitation ou rénovation de bâtiments dans de nombreux secteurs (logements, bureaux, industrie, centres commerciaux, d'exposition ou de loisirs, hôtellerie, équipements publics). Cette division comprend aussi les travaux publics et a développé une expertise dans les travaux fluviaux et maritimes, ouvrages d'arts, tunnels et ouvrages souterrains.

La division E&S est spécialisée dans les métiers de l'énergie et des services. Elle apporte des solutions et services pour les infrastructures publiques, les bâtiments et les industries. Les services proposés s'inscrivent dans les infrastructures de réseaux d'énergie, l'éclairage public, les réseaux numériques, le génie électrique, mécanique et thermique.

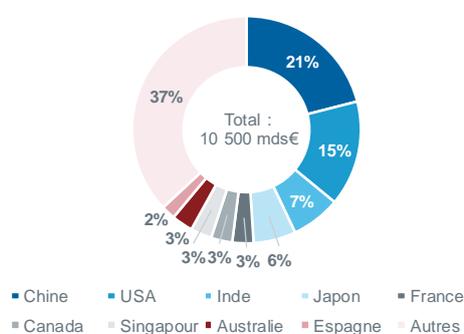
### 1.2.2.6 Dynamiques des marchés de Bouygues Construction



Le Groupe opère principalement dans le marché de la construction (y compris pour la division E&S).

En 2020, selon l'étude Xerfi Global d'avril 2019, le marché mondial de la construction devait atteindre c. 10 500 mds€, hors effet Covid-19. Avec une croissance annuelle moyenne (TCAM<sup>4</sup>) de 3,7% sur la période 2019-2022, et un TCAM de 4,3% attendu sur la période 2022-2030, le marché devrait atteindre 15 800 mds€ en 2030, hors effet Covid-19.

**Répartition du marché mondial de la construction 2020**



<sup>4</sup> Taux de croissance annuel moyen

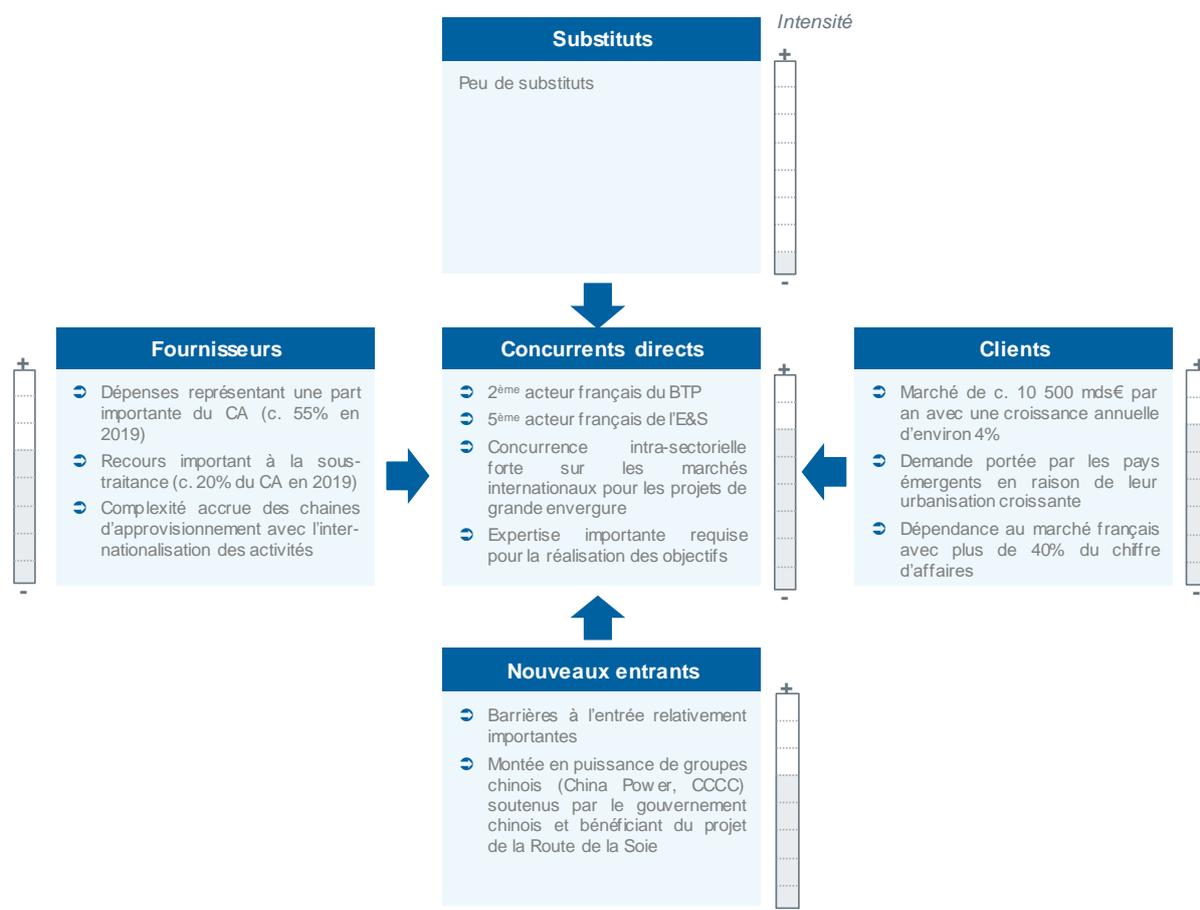
Le marché mondial se concentre essentiellement en Asie (la Chine représente 21% du marché mondial 2020, l'Inde 7% et le Japon 6%) et aux Etats-Unis (15%).

La croissance du marché de la construction repose essentiellement sur :

- la croissance verte : avec le durcissement des réglementations, l'utilisation de nouveaux matériaux écologiques et le développement des bâtiments circulaires ou bas-carbone ;
- le secteur public : avec l'essor des PPP<sup>5</sup> et les grands projets (Route de la Soie 2.0, développement des métropoles) ;
- la digitalisation : augmentant la productivité et le suivi de la rentabilité ;
- des facteurs démographiques : avec le vieillissement, l'enrichissement et la croissance de la population ; et
- L'urbanisation : l'attractivité des villes augmente la demande en logements et infrastructures.

A la suite des effets de la crise sanitaire de la Covid-19, le marché devrait décroître de (5,8)% en 2020 (décalage ou annulation de projets, investissements réduits) selon une étude MarketsandMarkets de septembre 2020. Cette évolution défavorable pourrait se traduire notamment par la faillite de sous-traitants, la réduction des montants des devis et la pression sur la chaîne logistique. En revanche, les plans de relance devraient permettre de soutenir le secteur. En France notamment, les plans de relocalisation, de rénovation et d'investissements dans les infrastructures visent à accélérer la reprise et devraient bénéficier aux principaux acteurs de la construction.

#### 1.2.2.7 Analyse de l'intensité concurrentielle



<sup>5</sup> Partenariat Public-Privé

Si le secteur est dominé par les acteurs internationaux intégrés comme Bouygues Construction et que les barrières à l'entrée sont importantes, nous estimons que la concurrence locale, la demande tirée par les pays émergents et la complexité de sécurisation des chaînes d'approvisionnement sont des facteurs conduisant à une intensité concurrentielle relativement élevée.

#### 1.2.2.8 Matrice d'analyse SWOT des divisions

Forces	Faiblesses
<p><b>BTP :</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 2<sup>ème</sup> acteur en France, 3<sup>ème</sup> en Europe, 5<sup>ème</sup> acteur mondial</li> <li>➤ Présence internationale (c. 60% de l'activité)</li> <li>➤ Positionnement sur l'intégralité de la chaîne de valeur de la construction</li> <li>➤ Implantation dans des pays stables</li> <li>➤ Valeur ajoutée dans (i) des projets de construction durable et (ii) le financement de projets PPP</li> <li>➤ Trésorerie historiquement à un niveau élevé</li> </ul> <p><b>E&amp;S :</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Taille critique au niveau européen à la suite de l'acquisition d'Alpiq E&amp;S</li> </ul>	<p><b>BTP :</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Dynamisme limité du marché de la construction en France</li> <li>➤ Marges faibles dans le secteur</li> </ul> <p><b>E&amp;S :</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 5<sup>ème</sup> acteur français sur un marché très concurrentiel</li> <li>➤ Rentabilité pas encore au niveau « best-in-class »</li> </ul> <p><b>BTP et E&amp;S :</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Forte dépendance au marché français (40% du carnet de commandes, 2019)</li> </ul>
Opportunités	Menaces
<p><b>BTP et E&amp;S :</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Impacts du plan de relance et des projets d'infrastructures</li> </ul> <p><b>E&amp;S :</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Demande importante des pays émergents en services énergétiques</li> <li>➤ Hausse des marges en ligne avec les anticipations</li> </ul>	<p><b>BTP :</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Instabilité politique dans certains pays où la Société est active</li> </ul> <p><b>BTP et E&amp;S :</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Internationalisation de grands groupes du BTP issus de pays émergents (e.g. China State Construction Engineering)</li> </ul>

### 1.2.2.9 Performances financières historiques

Le Groupe publie ses comptes consolidés selon les normes IFRS. A ce titre, il applique la norme IFRS 16 depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2018. La date de clôture est le 31 décembre de chaque année.

#### Analyse bilancielle

en m€	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	30/06/2020
Immobilisations corporelles	743	702	598	721	746	696
Droits d'utilisation des actifs loués	-	-	-	249	262	232
Immobilisations incorporelles	46	48	44	21	16	14
Goodwill	557	540	526	1 044	1 157	1 156
Coentreprises et entités associées	26	21	30	103	105	92
Autres actifs financiers non courants	251	253	269	247	221	220
Impôts différés actifs et créances fiscales non courants	116	103	89	83	71	96
Actifs ou activités détenus en vue de la vente	35	2	-	-	-	-
<b>Actif immobilisé</b>	<b>1 774</b>	<b>1 669</b>	<b>1 556</b>	<b>2 468</b>	<b>2 578</b>	<b>2 506</b>
Stocks	345	262	237	276	286	270
Clients et comptes rattachés	2 704	2 955	2 213	2 339	2 143	2 305
Fournisseurs et comptes rattachés	(2 945)	(3 241)	(3 144)	(3 108)	(3 039)	(2 797)
Actifs sur contrats clients	n.a.	n.a.	637	862	1 078	1 038
Passifs sur contrats clients	n.a.	n.a.	(2 058)	(2 688)	(2 638)	(2 729)
Avances et acomptes reçus sur commandes	(630)	(474)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Avances et acomptes versés sur commandes	184	168	161	188	155	166
<b>BFR exploitation</b>	<b>(342)</b>	<b>(330)</b>	<b>(1 954)</b>	<b>(2 131)</b>	<b>(2 015)</b>	<b>(1 747)</b>
Autres actifs financiers courants	10	13	9	5	5	6
Provisions courantes	(655)	(588)	(529)	(648)	(742)	(695)
Autres créances courantes	926	910	875	939	1 012	1 064
Autres passifs courants	(3 158)	(3 416)	(1 675)	(1 738)	(1 750)	(1 657)
Actifs d'impôt courants	67	84	95	125	110	97
Passifs d'impôt courants	(53)	(62)	(59)	(93)	(136)	(107)
Autres passifs financiers courants	(49)	(21)	(3)	(17)	(15)	(14)
<b>BFR hors exploitation</b>	<b>(2 912)</b>	<b>(3 080)</b>	<b>(1 287)</b>	<b>(1 427)</b>	<b>(1 516)</b>	<b>(1 306)</b>
<b>Besoin en fonds de roulement total</b>	<b>(3 254)</b>	<b>(3 410)</b>	<b>(3 241)</b>	<b>(3 558)</b>	<b>(3 531)</b>	<b>(3 053)</b>
<b>Actif économique</b>	<b>(1 480)</b>	<b>(1 741)</b>	<b>(1 685)</b>	<b>(1 090)</b>	<b>(953)</b>	<b>(547)</b>
<b>Impôts différés passifs</b>	<b>(28)</b>	<b>(24)</b>	<b>(17)</b>	<b>(21)</b>	<b>(18)</b>	<b>(23)</b>
<b>Provisions non courantes</b>	<b>(828)</b>	<b>(853)</b>	<b>(729)</b>	<b>(811)</b>	<b>(857)</b>	<b>(860)</b>
Trésorerie et équivalents de trésorerie	4 392	4 427	4 310	4 652	4 629	4 028
Concours bancaires courants	(538)	(475)	(385)	(493)	(425)	(341)
<b>Trésorerie et équivalents</b>	<b>3 854</b>	<b>3 952</b>	<b>3 925</b>	<b>4 159</b>	<b>4 204</b>	<b>3 687</b>
Dettes financières non courantes	(573,0)	(543,0)	(511,0)	(1 028,0)	(1 082)	(1 080)
Couverture des dettes financières	-	-	-	(1)	-	-
Dettes financières courantes	(9)	(22)	(5)	(11)	(9)	(8)
<b>Dettes financières hors IFRS 16</b>	<b>(582)</b>	<b>(565)</b>	<b>(516)</b>	<b>(1 040)</b>	<b>(1 091)</b>	<b>(1 088)</b>
<b>Excédent financier net</b>	<b>3 272</b>	<b>3 387</b>	<b>3 409</b>	<b>3 119</b>	<b>3 113</b>	<b>2 599</b>
Obligations locatives courantes	-	-	-	(77)	(97)	(83)
Obligations locatives non courantes	-	-	-	(222)	(216)	(196)
<b>Dettes financières IFRS 16</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>(299)</b>	<b>(313)</b>	<b>(279)</b>
<b>Actif net comptable</b>	<b>936</b>	<b>769</b>	<b>978</b>	<b>898</b>	<b>972</b>	<b>890</b>

Source : Bouygues Construction

BFR (% du CA)	(27,2)%	(28,9)%	(27,8)%	(28,8)%	(26,4)%	(25,2)%
---------------	---------	---------	---------	---------	---------	---------

Source : Bouygues Construction

#### Actif immobilisé

Au 30 juin 2020, l'actif immobilisé est essentiellement constitué (i) d'écarts d'acquisition pour un montant de 1 156 m€ (dont notamment 598 m€ liés à l'acquisition d'Alpiq ES), (ii) d'immobilisations corporelles à hauteur de 696 m€ (principalement des terrains et différents outils, machines et installations liés aux chantiers), (iii) de 232 m€ de droits d'utilisation liés à l'application de la norme IFRS 16 et (iv) d'autres actifs financiers non courants pour 220 m€ (principalement des titres de participation non consolidés, des créances rattachées aux participations, des prêts et des dépôts et cautionnements).

### Excédent en Fonds de Roulement

Du fait de son activité, le Groupe présente un Excédent en Fonds de Roulement (« EFR »). Cet EFR s'élève à (3 053) m€ au 30 juin 2020, soit (25,2)% du chiffre d'affaires (sur 12 mois glissants). Il est pour l'essentiel constitué (i) de postes clients et fournisseurs pour respectivement 2 305 m€ et (2 797) m€ et (ii) d'actifs et passifs sur contrats clients pour 1 038 m€ et (2 729) m€ liés aux paiements à recevoir ou déjà reçus sur des biens et services transférés ou à transférer.

L'EFR comprend également (i) les provisions courantes (principalement des provisions pour risque de chantier et des provisions pour perte à terminaison), liées au cycle normal de l'activité et (ii) les autres actifs et passifs courants (essentiellement des dettes et des créances fiscales et sociales). Après discussions avec la Direction du Groupe, nous comprenons que l'EFR de fin d'année se situe à un niveau normatif.

### Excédent financier net

Hors impact IFRS 16, l'excédent financier net de Bouygues Construction s'établit à 2 599 m€ au 30 juin 2020. Le Groupe dispose essentiellement (i) de trésorerie et d'équivalents de trésorerie à hauteur de 4 028 m€, (ii) de concours bancaires courants s'élevant à (341) m€ et (iii) de dettes financières long terme pour (1 080) m€. Les obligations locatives liées à l'application de la norme IFRS 16 ressortent à (279) m€ au 30 juin 2020.

### Actif net comptable

Au 30 juin 2020, l'actif net comptable s'établit à 890 m€, soit une diminution de (82) m€ par rapport au 31 décembre 2019.

### Analyse du compte de résultat

en m€	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2020
Mois de clôture	déc.	déc.	déc.	déc.	déc.	juin	sept.
Période	12 mois	6 mois	9 mois				
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>11 975</b>	<b>11 815</b>	<b>11 660</b>	<b>12 358</b>	<b>13 355</b>	<b>5 321</b>	<b>8 611</b>
Autres produits de l'activité	91	116	107	139	41	21	25
Achats consommés	(7 070)	(6 779)	(6 709)	(7 088)	(7 726)	(3 097)	(5 014)
Charges de personnel	(2 749)	(2 738)	(2 766)	(3 096)	(3 359)	(1 583)	(2 409)
Charges externes	(1 619)	(1 713)	(1 724)	(1 764)	(1 729)	(704)	(1 107)
Impôts et taxes	(153)	(147)	(149)	(166)	(146)	(68)	(97)
Variation des stocks de production	19	(68)	(58)	(5)	(9)	1	(1)
Autres produits d'exploitation	558	497	548	707	706	237	413
Reprises de provisions et dépréciations non utilisées	(244)	(209)	(251)	(280)	(231)	(101)	
Autres charges d'exploitation	(275)	(237)	(186)	(217)	(204)	(33)	(139)
<b>Total charges d'exploitation</b>	<b>(11 442)</b>	<b>(11 278)</b>	<b>(11 188)</b>	<b>(11 770)</b>	<b>(12 657)</b>	<b>(5 327)</b>	<b>(8 329)</b>
DAP actifs corp./incorp.	(190)	(227)	(214)	(189)	(184)	(99)	(153)
DAP IFRS16	n.a.	n.a.	n.a.	(87)	(96)	(51)	(73)
Dotations nettes aux provisions	6	16	105	66	(40)	61	(37)
<b>Total DAP nettes des reprises</b>	<b>(184)</b>	<b>(211)</b>	<b>(109)</b>	<b>(210)</b>	<b>(320)</b>	<b>(89)</b>	<b>(263)</b>
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>349</b>	<b>326</b>	<b>363</b>	<b>378</b>	<b>378</b>	<b>(95)</b>	<b>19</b>
Autres produits opérationnels	-	-	-	-	-	-	-
Autres charges opérationnelles	(35)	(23)	-	(4)	(23)	-	-
<b>Autres produits et charges opérationnels</b>	<b>(35)</b>	<b>(23)</b>	<b>-</b>	<b>(4)</b>	<b>(23)</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>Résultat opérationnel</b>	<b>314</b>	<b>303</b>	<b>363</b>	<b>374</b>	<b>355</b>	<b>(95)</b>	<b>19</b>
Produits financiers	27	27	26	32	40	16	23
Charges financières	(18)	(13)	(14)	(15)	(20)	(9)	(13)
Charges d'intérêts sur obligations locatives	n.a.	n.a.	n.a.	(11)	(11)	(5)	(7)
Autres produits et charges financiers	17	3	49	39	11	6	6
<b>Résultat financier</b>	<b>26</b>	<b>17</b>	<b>61</b>	<b>45</b>	<b>20</b>	<b>8</b>	<b>9</b>
Impôt	(108)	(119)	(103)	(109)	(128)	(19)	(64)
Quote-part du résultat net des coentreprises	56	121	2	(2)	79	39	41
<b>Résultat net des activités poursuivies</b>	<b>288</b>	<b>322</b>	<b>323</b>	<b>308</b>	<b>326</b>	<b>(67)</b>	<b>5</b>
Résultat net des activités détenues en vue de la vente	-	-	-	-	-	-	-
<b>Résultat net</b>	<b>288</b>	<b>322</b>	<b>323</b>	<b>308</b>	<b>326</b>	<b>(67)</b>	<b>5</b>
<b>Résultat net part du Groupe</b>	<b>276</b>	<b>320</b>	<b>320</b>	<b>296</b>	<b>325</b>	<b>(66)</b>	<b>5</b>
Intérêts minoritaires	12	2	3	12	1	(1)	-

Source : Bouygues Construction

en m€	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2020
Mois de clôture	déc.	déc.	déc.	déc.	déc.	juin	sept.
Résultat opérationnel courant	349	326	363	378	378	(95)	19
Charges d'intérêts sur obligations locatives	n.a.	n.a.	n.a.	(11)	(11)	(5)	(7)
Résultat opérationnel courant après loyers ("ROC")	349	326	363	367	367	(100)	12

Source : Bouygues Construction

KPIs	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2020
CA (croissance %)	n.a.	(1,3)%	(1,3)%	6,0%	8,1%	n.a.	n.a.
ROC (% du CA)	2,9%	2,8%	3,1%	3,0%	2,7%	(1,9)%	0,1%
DAP (% du CA)	1,5%	1,8%	0,9%	1,0%	1,7%	0,7%	1,3%

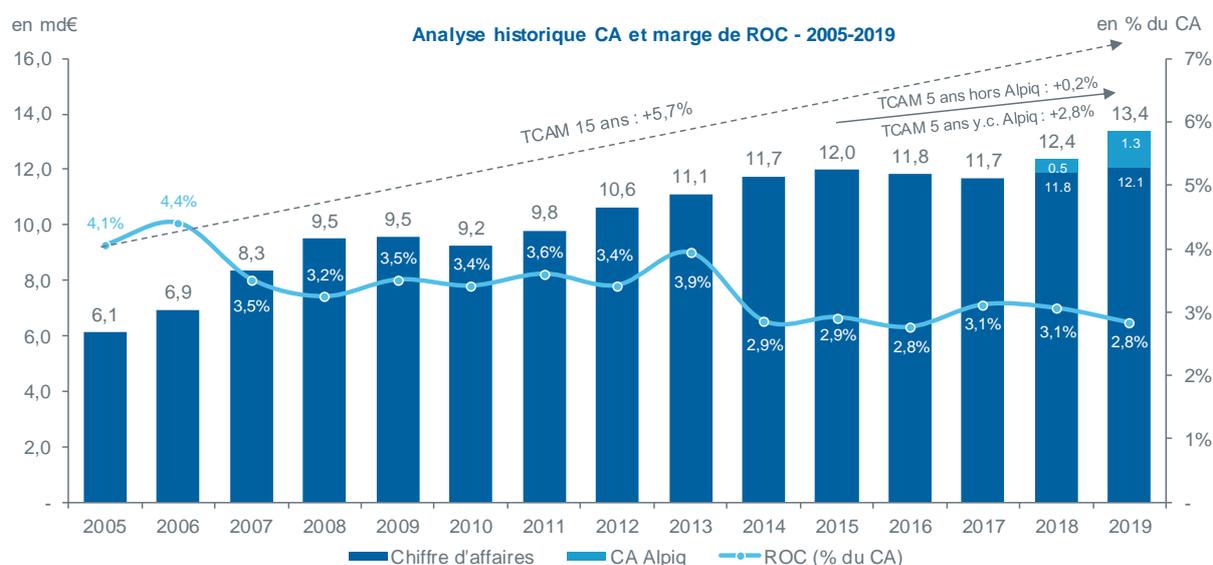
Source : Bouygues Construction

La croissance annuelle moyenne (« TCAM ») du chiffre d'affaires est de 2,8% entre 2015 et 2019, principalement soutenue par (i) l'acquisition d'Alpiq ES en 2018 (1,3 mds€ de chiffre d'affaires en 2019) et (ii) des carnets de commandes records en 2018 et 2019.

Dans le détail, le chiffre d'affaires de la division BTP s'est établi à 9 714 m€ en 2019 (soit 73% du chiffre d'affaires total), en hausse de 0,2% par an en moyenne sur la période 2015-2019. La division Energies et Services a généré un chiffre d'affaires de 3 808 m€ en 2019, en hausse de 14,5% par an en moyenne entre 2015 et 2019 (croissance principalement expliquée par l'acquisition d'Alpiq ES).

Entre 2015 et 2019, la marge de ROC<sup>6</sup> s'est établie entre 2,8% et 3,1% du chiffre d'affaires. Sur cette même période, le niveau de marge a été principalement soutenu par la division BTP.

Il est à noter que la marge de ROC est le principal indicateur suivi par la Direction. Elle intègre notamment des dotations et des reprises liées aux provisions courantes (charges de fin de chantier et perte à terminaison).



#### 1.2.2.10 Présentation du Plan d'affaires

Le Plan d'affaires retenu a été préparé par la Direction du Groupe en novembre 2019 dans le cadre de la préparation du budget 2020. Il couvre la période 2020-2022 et a été construit selon une approche « bottom-up » par division et sous-division. Il a été présenté au Conseil d'Administration de la Société puis validé par ce dernier le 13 janvier 2020.

<sup>6</sup> Résultat opérationnel courant après loyers

Une simulation de mise à jour de ce Plan d'affaires a été présentée au Conseil d'Administration en juillet 2020. Cette simulation n'a pas été préparée par division et reflétait un exercice « top-down ». Elle présentait une vision plus dégradée, notamment en 2020, en lien avec la crise sanitaire.

La Direction nous a confirmé que le Plan d'affaires présenté en janvier 2020 traduit, à la date de l'Offre, sa meilleure estimation des perspectives de la Société.

La Date d'Evaluation retenue étant le 31 décembre 2020, seules les années 2021 et 2022 ont été retenues dans les analyses prospectives.

L'atterrissage 2020 préparé par la Direction début janvier 2021 a été retenu pour les éléments suivants : (i) la position nette de trésorerie au 31 décembre 2020 et (ii) l'estimation du résultat net 2020.

### Tendances et hypothèses

Le Plan d'affaires anticipe des prises de commandes en légère hausse par rapport à 2019, tendant vers c. 13 mds€ par an. Cette évolution devrait se traduire par un chiffre d'affaires globalement stable sur la période 2021-2022, en léger retrait par rapport à l'année 2019 (conséquence du niveau historiquement élevé des prises de commandes de 2018).

Le Plan d'affaires prévoit une hausse de la marge opérationnelle courante de 60 points de base entre 2019 et 2022. Cette évolution s'explique principalement par la hausse de la marge opérationnelle courante de la division E&S. La division BTP présente une marge globalement stable, en ligne avec les niveaux observés historiquement.

Les investissements nets (hors investissements financiers) du Plan d'affaires s'élèvent à (1,4)% du chiffre d'affaires, en ligne avec le niveau observé historiquement. L'excédent en fonds de roulement est projeté à partir des variations d'EFR attendues par la Direction, qui se fondent sur des prévisions par poste de bilan.

### Éléments de comparaison

En premier lieu, nous observons que le niveau d'activité attendu sur le Plan d'affaires devrait se situer légèrement en retrait par rapport au niveau d'activité de 2019, conséquence du niveau de commandes exceptionnellement élevé observé en 2018.

Le niveau de marge opérationnelle courante attendu pour la division BTP devrait être en ligne avec le niveau observé historiquement. La marge opérationnelle courante pour la division E&S devrait s'améliorer, notamment grâce à différentes initiatives implémentées à partir de 2019. D'après nos discussions avec la Direction, nous comprenons que le niveau de marge observé sur les nouveaux projets serait en ligne avec les anticipations.

Pour la division BTP, la comparaison avec l'échantillon de sociétés comparables fait ressortir (i) une croissance anticipée sur le Plan d'affaires légèrement inférieure à la croissance moyenne anticipée par les analystes pour les sociétés de l'échantillon, et (ii) un niveau de marge opérationnelle courante en ligne avec celui anticipé sur le Plan d'affaires.

Pour la division Energies et Services, la comparaison avec l'échantillon de sociétés comparables fait ressortir (i) une croissance en ligne avec celle anticipée sur le Plan d'affaires, et (ii) un niveau de marge opérationnelle courante inférieur au niveau moyen attendu par les analystes pour les sociétés de l'échantillon, mais en rattrapage par rapport au niveau historique.

### Conclusion

Le Plan d'affaires semble raisonnable au regard des performances historiques et en ligne avec les prévisions des concurrents cotés.

Il semble par ailleurs équilibré au regard (i) des menaces et (ii) des opportunités potentielles listées dans les analyses SWOT et qui ne sont pas intégrées dans le Plan d'affaires.

Il convient de noter que ce Plan d'affaires n'ayant pas été mis à jour des impacts de la crise sanitaire, il présente une vision volontariste des prévisions financières selon la Direction. Le Plan d'affaires nous paraît toutefois pouvoir être utilisable pour les besoins de nos analyses dès lors que, compte tenu de son caractère volontariste, il conduit à une majoration du prix.

## 2 DILIGENCES EFFECTUÉES

Nos diligences ont principalement consisté à mettre en œuvre une approche multicritère d'évaluation des actions de la société Bouygues Construction S.A. et à analyser les éléments d'appréciation du prix de l'Offre mentionnés dans le projet de Note d'information qui nous a été communiqué.

Dans le cadre de notre mission, nous avons pris connaissance d'un ensemble d'informations comptables et financières (états financiers, documents de référence, communiqués, etc.) publiées par la Société au titre du trimestre clos au 30 septembre 2020, du semestre clos au 30 juin 2020, de l'exercice clos au 31 décembre 2019, et des exercices antérieurs.

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

Nous nous sommes entretenus avec la Direction du Groupe et leurs conseils, ainsi qu'avec l'Initiateur et ses conseils, tant pour appréhender le contexte de l'Offre que pour comprendre les perspectives d'activité et les éléments prévisionnels.

Concernant les méthodes d'évaluation analogiques et boursières, nous avons utilisé les informations publiques disponibles sur nos bases de données relatives aux sociétés comparables.

Enfin, nous avons pris connaissance des travaux de Portzamparc BNP Paribas (l'« Etablissement présentateur de l'Offre » ou l'« Etablissement présentateur »), tels que présentés dans le rapport d'appréciation du prix de l'Offre et résumés dans le projet de Note d'information qui nous a été remis. Dans ce cadre, nous avons discuté à plusieurs reprises avec les représentants de l'Etablissement présentateur.

Le détail de nos diligences est présenté en Annexe 5 ci-après.

## 3 ÉVALUATION DES ACTIONS DE LA SOCIÉTÉ BOUYGUES CONSTRUCTION S.A.

Conformément aux dispositions de l'article 262-1 du Règlement Général de l'AMF, nous avons procédé à notre propre évaluation de la Société.

### 3.1 Méthodes d'évaluation écartées

#### 3.1.1 Actif net comptable (ANC)

L'actif net comptable reflète l'historique d'augmentations de capital, de résultats et de distributions de dividendes mais n'intègre pas les perspectives futures de la Société évaluée.

Cette méthode ne nous paraît pas pertinente dans la mesure où la valeur des actifs incorporels de la Société (notamment ses projets en cours, ses clients, son savoir-faire, ses marques, etc.) n'est reflétée que partiellement à son bilan. Pour mémoire, sur la base des comptes semestriels au 30 juin 2020, l'actif net comptable (part du groupe) s'établit à 890 m€ pour 1 706 230 actions, soit une valeur par action de 519 €.

### **3.1.2 Actif net réévalué (ANR)**

La méthode de l'actif net réévalué consiste à valoriser les fonds propres d'une société à partir de la valeur de marché de ses actifs et de ses passifs figurant au bilan. Cette approche est généralement mise en œuvre pour des sociétés avec un portefeuille d'actifs qui peut faire l'objet d'une rotation (foncières et sociétés holding par exemple). Elle est rarement mise en œuvre pour des groupes industriels dont l'intégration des actifs peut permettre de générer une valeur totale supérieure à la somme des valeurs de chaque actif et qui ne supporte pas d'impact fiscal lié à une cession des actifs détenus.

### **3.1.3 Références aux dernières transactions sur le capital**

Aucune transaction sur le capital de Bouygues Construction n'est intervenue ces trois dernières années.

### **3.1.4 Méthode des transactions comparables**

Cette approche consiste à déterminer la valeur d'une société en appliquant à ses agrégats financiers des multiples de valorisation observés lors de transactions réalisées sur des sociétés opérant dans le même secteur.

La pertinence de la méthode nécessite de disposer d'informations fiables relatives aux sociétés qui ont fait l'objet des transactions. Dans le cas de sociétés non cotées, le degré d'information divulgué est souvent faible, en particulier sur les prévisions.

Nous n'avons pas recensé de transaction récente concernant des sociétés comparables à Bouygues Construction ou à chacune de ses divisions en termes d'activité, de taille et de structure de marge, dont l'information disponible permet d'extérioriser un multiple d'EBIT<sup>7</sup> pertinent.

Par ailleurs, les multiples de transaction intègrent généralement une prime de changement de contrôle reflétant la part des synergies spécifiques payées par l'acquéreur. Il est donc difficile d'en faire ressortir la valeur intrinsèque de la Société. Nous n'avons, par conséquent, pas mis en œuvre cette méthode.

## **3.2 Méthodes d'évaluation retenues**

### **3.2.1 Éléments communs aux méthodes retenues**

#### **3.2.1.1 Approche par Somme des Parties**

La Société étant positionnée sur deux métiers distincts (Bâtiment et Travaux Publics d'une part, et Energies et Services d'autre part) avec des profils différents en matière de risques, de perspectives de croissance et d'exposition géographique, nous avons privilégié une approche en « Somme des Parties » permettant d'évaluer indépendamment chaque division.

#### **3.2.1.2 Nombre de titres de référence**

Le capital social de la Société est constitué au 30 juin 2020 de 1 706 230 actions. La Société ne détient aucune de ces actions en autocontrôle et il n'existe aucun plan d'attribution gratuite d'actions de la Société, ni d'option d'achat, ou tout autre instrument qui pourrait donner accès au capital de la Société.

---

<sup>7</sup> Earnings before interest and taxes

### 3.2.1.3 Eléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur des fonds propres

Nos calculs sont effectués en date du 31 décembre 2020. Ils sont fondés sur le dernier bilan consolidé détaillé et audité publié par la Société au 30 juin 2020 ainsi que sur un atterrissage de la position de trésorerie nette au 31 décembre 2020 estimé par la Direction début janvier 2021.

Dans le cadre de la méthode DCF, une situation nette de trésorerie de 1 862 m€ a ainsi été retenue dans le passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur des fonds propres, au 31 décembre 2020. Elle comprend les éléments suivants :

- la trésorerie nette hors impact de l'application de la norme IFRS 16 au 30 juin 2020, pour 2 599 m€, composée principalement de dettes financières long terme pour (1 080) m€, de concours bancaires courants pour (349) m€, et d'une trésorerie brute de 4 028 m€ ;
- la dernière estimation de variation de trésorerie sur le deuxième semestre 2020 réalisée par la Direction pour 501 m€. Elle comprend notamment (i) le versement en septembre 2020 du dividende au titre de l'année 2019 pour (325) m€, et (ii) le paiement par Alpiq d'un montant de 47 m€, dans le cadre d'un accord à l'amiable conclu fin décembre 2020 et mettant un terme au litige relatif à l'acquisition des activités de service et d'ingénierie d'Alpiq par Bouygues Construction ;
- les passifs et actifs sur contrats clients et les avances et acomptes versés et reçus au 30 juin 2020 pour une valeur totale de (1 525) m€, afin de retraiter la trésorerie des éléments conditionnés à la livraison d'un produit ou à la réalisation d'un service ;
- les autres actifs financiers courants pour 199 m€ (composés principalement de titres de participation non consolidés, de créances rattachées aux participations et de prêts, hors dépôts et cautionnements) ;
- la valeur nette comptable des sociétés mises en équivalence ressortant à 92 m€ ; et
- les intérêts minoritaires pour un montant de (4) m€.

Dans le cadre de la méthode des multiples boursiers, les passifs et actifs sur contrats clients ainsi que les avances et acomptes versés et reçus n'ont pas été retenus dans le passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur des fonds propres, dans la mesure où les valeurs d'entreprise retenues pour le calcul des multiples du secteur n'incluent pas cet ajustement. La situation nette de trésorerie retenue pour la méthode des multiples boursiers s'élève donc à 3 387 m€ au 31 décembre 2020.

### 3.2.1.4 Sociétés comparables retenues pour le calcul des paramètres d'évaluation

Une société cotée peut être considérée comme comparable dès lors qu'elle présente de réelles similitudes avec la société analysée en termes d'activité (produits, services, clientèle, secteur géographique), taille (chiffre d'affaires ou capitalisation boursière, part de marché), niveau et structure des marges, perspectives de croissance de chiffre d'affaires, de marges et de flux de trésorerie.

Nous avons sélectionné des concurrents cotés pour chacune des deux divisions.

Pour la division BTP :

- **Grupo ACS** (c. 74% de flottant avec un niveau de rotation de c. 318%) : société espagnole d'ingénierie et de génie civil qui développe des infrastructures civiles et industrielles, principalement aux Etats-Unis, en Australie et en Europe. La société comprend deux principaux segments : (i) l'infrastructure, activité majoritaire de la société (construction, ingénierie civile, développement d'infrastructures), et (ii) les services industriels (ingénierie, construction et maintenance pour l'énergie et l'industrie).
- **Balfour Beatty** (c. 96% de flottant avec un niveau de rotation de c. 92%) : société britannique de construction et de génie civil dans le domaine des infrastructures, opérant principalement aux Etats-Unis, au Royaume-Uni et à Hong Kong. La société opère au travers de trois

segments : (i) la construction, principal segment de la société (ingénierie civile, construction), (ii) les services de support (conception et maintenance d'infrastructures nationales), (iii) l'infrastructure (développement et financement de projets).

- **NCC** (c. 83% de flottant avec un niveau de rotation de c. 148%) : société suédoise de construction dans le secteur commercial et les infrastructures, opérant principalement dans les pays d'Europe du Nord. La société conduit également des travaux de surfaçage pour routes.
- **Strabag** (c. 7% de flottant avec un niveau de rotation de c. 73%) : société autrichienne de construction offrant des services de génie civil, construction de routes, et de développement d'infrastructures, opérant principalement en Europe Centrale et de l'Est.
- **Hochtief** (c. 29% de flottant avec un niveau de rotation de c. 414%) : société allemande de construction et développement sur une vaste gamme d'installations, opérant principalement en Amérique du Nord, en Asie-Pacifique et en Europe.
- **Porr** (c. 37% de flottant avec un niveau de rotation de c. 83%) : société autrichienne de construction, spécialisée dans le génie civil et souterrain, opérant principalement en Europe Centrale et de l'Est et au Moyen-Orient.
- **Kier Group** (c. 97% de flottant avec un niveau de rotation de c. 255%) : société britannique de construction spécialisée dans l'investissement, la construction et l'entretien des infrastructures de communication, la défense et l'énergie. La société opère principalement au Royaume-Uni, en Australie et au Moyen-Orient.
- **Morgan Sindall Group** (c. 87% de flottant avec un niveau de rotation de c. 88%) : société britannique de construction spécialisée dans les infrastructures, l'énergie et la conception de bureaux, principalement au Royaume-Uni. Les principales divisions de la société sont : (i) la construction et l'infrastructure et (ii) l'aménagement d'intérieurs.
- **Implenia** (c. 67% de flottant avec un niveau de rotation de c. 185%) : société suisse de construction, de génie civil et d'ingénierie souterraine, opérant principalement en Europe du Nord, Centrale et de l'Ouest.
- **Sterling Construction** (c. 96% de flottant avec un niveau de rotation de c. 219%) : société américaine de construction spécialisée dans les contrats d'infrastructures de transport, et de gestion des eaux. Ses différentes divisions sont : (i) les grands travaux publics, (ii) les services de spécialité et (iii) la construction résidentielle.
- **Tutor Perini** (c. 80% de flottant avec un niveau de rotation de c. 429%) : société américaine fournissant des services de gestion de construction et de conception-construction. La société opère au travers de trois divisions : (i) les travaux publics, (ii) les bâtiments et (iii) les services de spécialité.
- **Granite Construction** (c. 99% de flottant avec un niveau de rotation de c. 307%) : société américaine de grands travaux de construction, principalement dans les transports, la gestion des eaux, et les services de spécialité.

Les concurrents européens présentant des activités de concessions significatives ont été exclus (e.g. Vinci et Eiffage).

Pour la division Energies et Services :

- **Burkhalter Holding** (c. 80% de flottant avec un niveau de rotation de c. 27%) : société suisse opérant dans l'installation et les services d'entretiens de systèmes d'ingénierie, de télécommunications et d'électrotechnique, principalement en Suisse.
- **Caverion** (c. 70% de flottant avec un niveau de rotation de c. 95%) : société finlandaise fournissant des systèmes de construction et des services industriels en Europe du Nord, Centrale et de l'Est.

- **Global Dominion Access** (c. 65% de flottant avec un niveau de rotation de c. 77%) : société espagnole fournissant des services d'exploitation et de maintenance dans les infrastructures, les énergies et les télécommunications.
- **Spie** (c. 93% de flottant avec un niveau de rotation de c. 117%) : société française fournissant des services d'ingénierie et techniques (technologies de l'information, travaux électriques, énergies), principalement en Europe de l'Ouest et Centrale.
- **Aecom** (c. 99% de flottant avec un niveau de rotation de c. 279%) : société américaine fournissant des services techniques, principalement en Amérique du Nord, en Europe et en Asie-Pacifique.
- **Jacobs Engineering Group** (c. 99% de flottant avec un niveau de rotation de c. 174%) : société américaine fournissant une vaste gamme de services techniques et de construction, notamment sur les intérieurs, les opérations et la maintenance, principalement en Amérique du Nord, en Europe, en Asie et au Moyen Orient.
- **Bravida Holding** (c. 91% de flottant avec un niveau de rotation de c. 82%) : société suédoise fournissant des solutions d'installation et de service techniques pour les bâtiments et les usines, principalement en Suède, en Norvège et au Danemark.

Les profils de croissance du chiffre d'affaires et les taux de marge des sociétés des échantillons sont présentés dans le tableau ci-dessous :

Taux de croissance et de marges des sociétés comparables

Société	Echantillon BTP				Echantillon Energies & Services				
	CA (croissance %)		EBIT (% du CA)		CA (croissance %)		EBIT (% du CA)		
	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	
Grupo ACS	3,0%	1,9%	4,5%	4,6%	Burkhalter Holding	2,7%	1,6%	5,2%	5,6%
Balfour Beatty	2,8%	1,9%	1,8%	2,1%	Caverion	1,1%	3,3%	3,0%	3,7%
NCC	0,5%	0,8%	4,0%	3,9%	Global Dominion Access	7,6%	5,9%	6,1%	6,4%
Strabag	2,2%	2,3%	3,5%	3,6%	Spie	5,0%	3,6%	4,9%	5,3%
Hochtief	5,6%	5,0%	4,3%	4,3%	Aecom	0,4%	n.a.	5,0%	n.a.
Porr	6,3%	2,7%	1,6%	2,2%	Jacobs Engineering Group	0,6%	8,5%	7,8%	n.a.
Kier Group	6,3%	5,9%	2,6%	2,8%	Bravida Holding	1,2%	3,2%	6,4%	6,6%
Morgan Sindall Group	6,6%	3,8%	2,9%	3,1%					
Implenia	4,1%	0,6%	1,8%	2,4%	<b>Moyenne (hors valeurs extrêmes)</b>	<b>2,1%</b>	<b>4,0%</b>	<b>5,5%</b>	<b>5,8%</b>
Sterling Construction	3,4%	n.a.	7,0%	n.a.					
Tutor Perini	3,4%	n.a.	4,4%	n.a.					
Granite Construction	5,1%	n.a.	4,4%	n.a.					
<b>Moyenne (hors valeurs extrêmes)</b>	<b>4,2%</b>	<b>2,6%</b>	<b>3,4%</b>	<b>3,2%</b>					

Source : Analyses Eight Advisory fondées sur données Bloomberg au 31 décembre 2020

Comme mentionné dans la section 1.2.2 de ce rapport, sans que les indicateurs soient strictement alignés sur ceux des deux divisions du Groupe, ils apparaissent suffisamment proches pour que la comparabilité de ces sociétés en termes de profil de croissance, de rentabilité et de risques soit considérée satisfaisante.

### 3.2.2 Actualisation des flux futurs de trésorerie (à titre principal)

Cette méthode consiste à déterminer la valeur intrinsèque d'un actif par actualisation de ses flux de trésorerie futurs à un taux qui reflète l'exigence de rentabilité compte tenu de son risque. Nous avons mis en œuvre cette approche selon une logique « Somme des Parties » reposant sur l'application de la méthode des flux de trésorerie actualisés pour chacune des deux divisions.

### 3.2.2.1 Prévisions retenues

Nos travaux sont fondés sur :

- le Plan d'affaires préparé en novembre 2019 par la Direction et validé par le Conseil d'Administration en janvier 2020 (présenté en section 1.2.2.) ; et
- une période d'extrapolation de 2 ans construite sur la base des hypothèses suivantes :
  - o Pour la division Bâtiment et Travaux Publics :
    - un niveau de chiffre d'affaires attendu en croissance de 1,0% par an, en ligne avec le taux de croissance à l'infini retenu ;
    - le taux de marge de ROC long terme estimé par la Direction, en ligne avec les taux de marges observés historiquement ;
    - une convergence des ratios (i) de dotations aux amortissements et provisions rapportées au chiffre d'affaires (hors impact IFRS 16) et (ii) d'investissements d'exploitations (hors investissements financiers) rapportés au chiffre d'affaires, vers un niveau normatif, en ligne avec les observations historiques ;
    - le taux effectif d'impôt tenant compte de l'exposition internationale du Groupe maintenu stable à 29,9% ; et
    - un EFR maintenu stable en pourcentage du chiffre d'affaires.
  - o Pour la division Energies et Services :
    - une croissance de chiffre d'affaires de 1,5% par an, en ligne avec le taux de croissance à l'infini retenu ;
    - le taux de marge de ROC long terme prévu par la Direction ;
    - une convergence des ratios (i) de dotations aux amortissements et provisions rapportées au chiffre d'affaires (hors impact IFRS 16) et (ii) d'investissements d'exploitations rapportés au chiffre d'affaires, vers un niveau normatif, en ligne avec les observations historiques ;
    - le taux effectif d'impôt tenant compte de l'exposition internationale du Groupe maintenu stable à 29,9% ; et
    - un EFR maintenu stable en pourcentage du chiffre d'affaires.

### 3.2.2.2 Paramètres d'évaluation

#### Détermination du taux d'actualisation

Le coût moyen pondéré du capital (« CMPC ») a été calculé selon l'approche du MEDAF (« Modèle d'Evaluation Des Actifs Financiers »).

Un taux d'actualisation a été déterminé pour chaque division. La construction du taux d'actualisation par division repose sur des paramètres de marché sectoriels calculés au 31 décembre 2020.

#### Paramètres de marché

Nous avons mis en œuvre la méthode du MEDAF sur la base des paramètres des principales zones géographiques où le Groupe est implanté, soit :

- France :
  - o un taux sans risque de 0,4% correspondant au rendement moyen sur 5 ans d'emprunts d'Etat français de maturité 10 ans ; et
  - o une prime de risque du marché français de 7,6% issue d'une analyse historique des études de Pablo Fernandez.
- Royaume-Uni :
  - o un taux sans risque de 1,5% correspondant au rendement moyen sur 5 ans d'emprunts d'Etat britanniques de maturité 20 ans ; et
  - o une prime de risque du marché britannique de 6,2% issue d'une analyse historique des études de Pablo Fernandez.
- Suisse :
  - o un taux sans risque de (0,3)% correspondant au rendement moyen sur 5 ans d'emprunts d'Etat suisses de maturité 10 ans ; et
  - o une prime de risque du marché suisse de 7,6% issue d'une analyse historique des études de Pablo Fernandez.
- Hong Kong :
  - o un taux sans risque de 3,3% correspondant au rendement moyen sur 5 ans d'emprunts d'Etat chinois de maturité 10 ans ; et
  - o une prime de risque du marché chinois de 7,8% issue d'une analyse historique des études de Pablo Fernandez.
- Allemagne :
  - o un taux sans risque de 0,4% correspondant à la moyenne 5 ans des rendements des emprunts d'Etat allemands de maturité 10 ans et 30 ans ; et
  - o une prime de risque du marché allemand de 6,5% issue d'une analyse historique des études de Pablo Fernandez.
- Canada :
  - o un taux sans risque de 1,5% correspondant au rendement moyen sur 5 ans d'emprunts d'Etat canadiens de maturité 10 ans ; et
  - o une prime de risque du marché canadien de 6,6% issue d'une analyse historique des études de Pablo Fernandez.

Ces paramètres ont ensuite été pondérés à partir du poids historique (2019-2020) de chaque zone géographique dans le chiffre d'affaires et le résultat opérationnel courant. Cette approche est considérée par la Direction comme donnant la meilleure vision de l'implantation géographique normative de la Société.

#### *Paramètres sectoriels*

##### *Bâtiment et Travaux Publics*

Le beta sectoriel retenu s'élève à 1,09 et correspond à la médiane 5 ans des betas des sociétés de notre échantillon BTP.

##### *Energies et Services*

Le beta sectoriel retenu s'élève à 1,05 et correspond à la médiane 5 ans des betas des sociétés de notre échantillon E&S.

## Coût de la dette

Nous retenons un coût de la dette de 1,2% avant impôt fondé sur la différence de rendement entre les obligations Corporate Euro Composite notées BBB et les obligations Eurozone.

## Structure financière

### Bâtiment et Travaux Publics

Nous retenons la structure financière cible des sociétés du secteur du BTP, soit un gearing nul.

### Energies et Services

Nous retenons la structure financière médiane des sociétés cotées comparables, soit un gearing de 6,4%.

## Conclusion

Le CMPC ressort ainsi à 9,5% pour la division Bâtiment et Travaux Publics et 8,0% pour la division Energies et Services.

La Société n'étant plus cotée, elle ne fait pas l'objet d'un suivi par les analystes financiers. Par ailleurs, dans le cadre de valorisations de Bouygues S.A. par sommes des parties, les bureaux d'analyses couvrant la valeur évaluent Bouygues Construction par la méthode des multiples, et ne présentent pas de taux d'actualisation spécifique à la Société.

Les taux retenus n'ont donc pas pu être comparés aux pratiques des analystes financiers.

## Croissance à long terme

Nous avons retenu un taux de croissance à long terme (« LTG ») de 1,0% pour la division Bâtiment et Travaux Publics et 1,5% pour la division Energies et Services, en ligne avec le taux d'inflation des différents pays dans lesquels la division est implantée.

### 3.2.2.3 Actualisation des flux de trésorerie

Les flux de trésorerie ont été actualisés à mi-année à compter du 31 décembre 2020, date de référence pour la valorisation.

### 3.2.2.4 Résultats

Sur ces bases, la méthode des flux de trésorerie actualisés conduit à une valeur centrale de 3 765 € par action.

en m€	Min:	Centrale	Max
Valeur d'Entreprise Bouygues Construction	4 279	4 561	4 884
Éléments de passage de la VE à la Valeur des fonds propres	1 862	1 862	1 862
<b>Juste Valeur de Marché de 100% des titres</b>	<b>6 142</b>	<b>6 424</b>	<b>6 747</b>
Nombre d'actions	1 706 230	1 706 230	1 706 230
<b>Juste Valeur de Marché par action (en €)</b>	<b>3 600</b>	<b>3 765</b>	<b>3 954</b>
Prime implicite offerte par le prix de l'Offre	9,7%	4,9%	(0,1)%

Source : Analyses Eight Advisory au 31 décembre 2020

Le prix proposé, soit 3 950 € par action, fait ainsi ressortir une prime offerte de 4,9% par rapport à la valeur centrale.

### 3.2.2.5 Analyses de sensibilité

Nous avons mené des travaux d'analyse de sensibilité sur les principaux paramètres en faisant varier :

- de +/- 0,5% le taux d'actualisation et de +/- 0,25% le taux de croissance à long terme ; et
- de +/- 0,25% le taux de marge de ROC normatif.

#### Bouygues Construction – Valeur par action (€)

		Taux d'actualisation				
		-1,0%	-0,50%	-	+0,50%	+1,0%
Taux de croissance à l'infini	-0,50%	3 838	3 656	3 498	3 359	3 235
	-0,25%	3 999	3 800	3 627	3 475	3 341
	-	4 173	3 954	<b>3 765</b>	3 600	3 454
	+0,25%	4 361	4 119	3 912	3 731	3 573
	+0,50%	4 564	4 297	4 069	3 872	3 700

Marge de ROC normative				
-0,50%	-0,25%	-	+0,25%	+0,50%
3 501	3 633	<b>3 765</b>	3 897	4 029

#### Bouygues Construction – Prime par rapport à l'Offre

		Taux d'actualisation				
		-1,0%	-0,50%	-	+0,50%	+1,0%
Taux de croissance à l'infini	-0,50%	2,9%	8,0%	12,9%	17,6%	22,1%
	-0,25%	(1,2)%	3,9%	8,9%	13,7%	18,2%
	-	(5,3)%	(0,1)%	<b>4,9%</b>	9,7%	14,4%
	+0,25%	(9,4)%	(4,1)%	1,0%	5,9%	10,6%
	+0,50%	(13,5)%	(8,1)%	(2,9)%	2,0%	6,8%

Marge de ROC normative				
-0,50%	-0,25%	-	+0,25%	+0,50%
12,8%	8,7%	<b>4,9%</b>	1,4%	(2,0)%

L'analyse de sensibilité fait ainsi ressortir des valeurs comprises entre 3 600 € et 3 954 € par action, soit une prime offerte comprise entre 9,7% et (0,1)%.

### 3.2.3 Multiples boursiers des sociétés comparables (à titre principal)

Nous avons déterminé séparément la valeur des deux divisions en appliquant aux agrégats de chaque division les multiples observés sur leurs concurrents cotés.

La Valeur d'Entreprise (VE) des sociétés composant nos échantillons est fondée sur :

- le dernier endettement net disponible, hors dette IFRS 16. Il a également été ajusté de la valeur comptable (i) des actifs financiers, (ii) des actifs disponibles à la vente, (iii) des participations mises en équivalence, (iv) des coentreprises et entités associées (lorsqu'il a été identifié que la quote-part de leur résultat n'était pas intégrée aux agrégats prévisionnels des analystes financiers), et (v) de la valeur des intérêts minoritaires ; et
- les capitalisations boursières déterminées sur la base des cours moyens 3 mois au 31 décembre 2020.

#### 3.2.3.1 Multiples boursiers retenus dans l'analyse

Pour les deux divisions, nous avons retenu les multiples de Valeur d'Entreprise rapportée à l'EBIT (comparable au ROC). Les multiples 2020 et 2021 (calendarisés au 31 décembre) ont été appliqués aux agrégats correspondants, par division.

L'analyse des deux échantillons de sociétés comparables fait ressortir une moyenne hors valeurs extrêmes de multiples de Valeur d'Entreprise rapportée à l'EBIT de :

- 5,2x et 4,7x respectivement en 2021 et 2022 pour la division BTP ; et
- 12,6x et 11,0x respectivement en 2021 et 2022 pour la division E&S.

### BTP

Société	Multiples VE / EBIT	
	2021	2022
ACS	5,5x	5,3x
Balfour Beatty	5,8x	4,8x
Ncc	7,1x	7,0x
Strabag	3,7x	3,5x
Hochtief	6,0x	5,7x
Porr	4,2x	3,0x
Kier Group	3,3x	2,9x
Morgan Sindall Group	5,1x	4,5x
Implenia	2,1x	1,5x
Sterling Construction	7,9x	7,5x
Tutor Perini	5,6x	5,1x
Granite Construction	6,1x	n.a.
<b>Moyenne</b>	<b>5,2x</b>	<b>4,6x</b>
Médiane	5,6x	4,8x
Min	2,1x	1,5x
Max	7,9x	7,5x
<b>Moyenne (hors valeurs extrêmes)</b>	<b>5,2x</b>	<b>4,7x</b>

Source : Analyses Eight Advisory fondées sur données Bloomberg au 31 décembre 2020

### Energies et Services

Société	Multiples VE / EBIT	
	2021	2022
Burkhalter Holding	13,8x	12,7x
Caverion	12,7x	10,0x
Global Dominion Access	8,0x	7,2x
Spie	11,6x	10,4x
Aecom	11,5x	n.a.
Jacobs Engineering Group	13,2x	n.a.
Bravida Holding	16,1x	15,1x
<b>Moyenne</b>	<b>12,4x</b>	<b>11,1x</b>
Médiane	12,7x	10,4x
Min	8,0x	7,2x
Max	16,1x	15,1x
<b>Moyenne (hors valeurs extrêmes)</b>	<b>12,6x</b>	<b>11,0x</b>

Source : Analyses Eight Advisory fondées sur données Bloomberg au 31 décembre 2020

### 3.2.3.2 Résultats

en m€	Min	Centrale	Max
Valeur d'Entreprise Bouygues Construction	2 808	2 935	3 061
Éléments de passage de la VE à la Valeur des fonds propres	3 387	3 387	3 387
<b>Juste Valeur de Marché de 100% des titres</b>	<b>6 195</b>	<b>6 322</b>	<b>6 449</b>
Nombre d'actions	1 706 230	1 706 230	1 706 230
<b>Juste Valeur de Marché par action (en €)</b>	<b>3 631</b>	<b>3 705</b>	<b>3 779</b>
Prime implicite offerte par le prix de l'Offre	8,8%	6,6%	4,5%

Source : Analyses Eight Advisory au 31 décembre 2020

Sur ces bases, la méthode des multiples boursiers fondés sur l'EBIT conduit à une fourchette de Valeur des fonds propres de Bouygues Construction comprise entre 3 631 € et 3 779 € par action. Le prix proposé, soit 3 950 € par action, fait ainsi ressortir une prime offerte comprise entre 8,8% et 4,5%.

La valeur centrale moyenne issue de l'application des multiples d'EBIT s'élève à 3 705 € par action, faisant ainsi ressortir une prime de 6,6%.

### 3.2.4 Référence aux travaux de valorisation des analystes financiers (à titre secondaire)

#### 3.2.4.1 Analyse Somme des Parties (« SOTP ») Bouygues S.A.

Nous avons analysé les notes d'analystes récentes publiées après l'annonce des résultats semestriels 2020 de Bouygues S.A., présentant une analyse en Somme des Parties de Bouygues S.A. Nous avons ainsi identifié huit notes d'analystes proposant une estimation de la Valeur d'Entreprise de Bouygues Construction. Quatre d'entre elles présentent également les éléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur des fonds propres. Ces valeurs sont présentées dans le tableau ci-dessous.

en m€	Date	Valeur d'Entreprise	Passage de la VE à la valeur des FP	Valeur des FP
Bank Of America	16/12/2020	4 453	n.a.	n.a.
JP Morgan	08/12/2020	2 703	n.a.	n.a.
Barclays	23/11/2020	2 909	n.a.	n.a.
Crédit Suisse	23/11/2020	4 205	n.a.	n.a.
Morgan Stanley	21/10/2020	3 065	3 033	6 098
Jefferies	15/10/2020	3 636	3 113	6 749
Bryan Garnier	31/08/2020	2 824	2 876	5 700
Kepler Chevreux	27/08/2020	1 927	2 799	4 726
<b>Moyenne</b>		<b>3 215</b>	<b>2 955</b>	<b>5 818</b>
Max		4 453	3 113	6 749
Min		1 927	2 799	4 726

Source : Analyses Eight Advisory au 31 décembre 2020

Nous avons retenu la moyenne des Valeurs de fonds propres extériorisées par les analystes financiers. Sur ces bases, la référence aux notes d'analystes évaluant Bouygues S.A. par Somme des Parties conduit à une fourchette de Valeur des fonds propres de Bouygues Construction comprise entre 2 770 € et 3 956 € par action, autour d'une valeur centrale de 3 410 € par action. Le prix proposé, soit 3 950 € par action, fait ainsi ressortir une prime offerte comprise entre 42,6% et (0,1)%, autour d'une prime centrale de 15,8%.

en m€	Min	Centrale	Max
Juste Valeur de Marché de 100% des titres	4 726	5 818	6 749
Nombre d'actions	1 706 230	1 706 230	1 706 230
<b>Juste Valeur de Marché par action (en €)</b>	<b>2 770</b>	<b>3 410</b>	<b>3 956</b>
Prime implicite offerte par le prix de l'Offre	42,6%	15,8%	(0,1)%

Source : Analyses Eight Advisory au 31 décembre 2020

#### 3.2.4.2 Analyse Somme des Parties (« SOTP ») concurrents français

L'approche a consisté à retenir, pour chacune des divisions BTP et E&S, les multiples d'EBIT extériorisés par les analystes financiers dans le cadre de leurs travaux d'évaluation en Somme des Parties des concurrents français Eiffage, Vinci et Spie (division E&S uniquement).

L'analyse de ces notes (publiées après la communication des résultats semestriels 2020 de chacune des sociétés) fait ressortir une moyenne de multiples de Valeur d'Entreprise rapportée à l'EBIT de :

- 6,8x et 5,9x respectivement en 2021 et 2022 pour la division BTP ; et
- 10,3x et 9,2x respectivement en 2021 et 2022 pour la division Energies et Services.

Broker	Date	Vinci - BTP		Vinci - E&S	
		2021	2022	2021	2022
HSBC	17/11/2020	7,0x	n.a.	9,0x	n.a.
Morgan Stanley	16/11/2020	7,7x	6,2x	11,4x	9,1x
Goldman Sachs	27/10/2020	6,0x	n.a.	12,0x	n.a.
Barclays	21/10/2020	7,0x	6,3x	9,0x	8,6x
<b>Moyenne</b>		<b>6,9x</b>	<b>6,2x</b>	<b>10,4x</b>	<b>8,8x</b>

Source : Analyses Eight Advisory au 31 décembre 2020

Broker	Date	Eiffage - BTP		Eiffage - E&S	
		2021	2022	2021	2022
HSBC	17/11/2020	7,0x	n.a.	9,0x	n.a.
Société Générale	05/11/2020	6,3x	5,9x	9,6x	8,5x
Oddo	14/10/2020	7,5x	6,8x	8,5x	7,7x
Morgan Stanley	07/09/2020	6,9x	6,3x	9,5x	8,5x
Barclays	04/09/2020	6,0x	3,1x	8,0x	7,4x
Goldman Sachs	01/09/2020	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
<b>Moyenne</b>		<b>6,7x</b>	<b>5,5x</b>	<b>8,9x</b>	<b>8,0x</b>

Source : Analyses Eight Advisory au 31 décembre 2020

Broker	Date	SPIE (E&S)	
		2021	2022
Oddo BHF	07/12/2020	11,7x	10,5x
Société Générale	05/11/2020	n.a.	9,6x
UBS	05/11/2020	n.a.	n.a.
JP Morgan	01/10/2020	12,0x	n.a.
Bank Of America	05/10/2020	9,5x	8,7x
Kepler	12/08/2020	13,1x	11,2x
Exane	29/07/2020	12,0x	12,9x
<b>Moyenne</b>		<b>11,7x</b>	<b>10,6x</b>

Source : Analyses Eight Advisory au 31 décembre 2020

Société	BTP		E&S	
	2021	2022	2021	2022
Vinci	6,9x	6,2x	10,4x	8,8x
Eiffage	6,7x	5,5x	8,9x	8,0x
Spie	n.a.	n.a.	11,7x	10,6x
<b>Moyenne</b>	<b>6,8x</b>	<b>5,9x</b>	<b>10,3x</b>	<b>9,2x</b>

Source : Analyses Eight Advisory au 31 décembre 2020

Sur ces bases, la référence aux notes d'analystes évaluant les concurrents français de Bouygues S.A. par Somme des Parties conduit à une fourchette de Valeurs des fonds propres de Bouygues Construction comprise entre 3 693 € et 3 892 € par action, autour d'une valeur centrale de 3 793 €. Le prix proposé, soit 3 950 € par action, fait ainsi ressortir une prime offerte comprise entre 7,0% et 1,5%, autour d'une prime centrale de 4,2%.

en m€	Min	Centrale	Max
Valeur d'Entreprise Bouygues Construction	2 914	3 084	3 254
Éléments de passage de la VE à la Valeur des fonds propres	3 387	3 387	3 387
Juste Valeur de Marché de 100% des titres	6 301	6 471	6 641
Nombre d'actions	1 706 230	1 706 230	1 706 230
Juste Valeur de Marché par action (en €)	3 693	3 793	3 892
Prime implicite offerte par le prix de l'Offre	7,0%	4,2%	1,5%

Source : Analyses Eight Advisory au 31 décembre 2020

### 3.2.5 Méthode du rendement (à titre secondaire)

La méthode du rendement consiste à déterminer directement la Valeur des fonds propres d'une société en actualisant ses dividendes prévisionnels, ou en capitalisant à l'infini le dernier dividende connu. Elle a été mise en œuvre au travers de la méthode d'actualisation des dividendes futurs (« DDM »).

Au cours du mois de septembre 2020, le Groupe a versé un dividende de 325 m€, soit un dividende ordinaire de 190 euros par action. Sur l'horizon du Plan d'affaires, la Direction a prévu de verser l'intégralité de son résultat net en dividende.

La mise en œuvre de cette méthode repose sur (i) les prévisions de versement de dividendes du Plan d'affaires, (ii) l'atterrissage du résultat net de 2020 et (iii) la valeur comptable des fonds propres estimée au 31 décembre 2020.

Les fonds propres disponibles (hors capital social et réserve légale) ont été considérés comme étant distribuables au 31 décembre 2020 et ont été intégrés aux flux.

Nous avons retenu la méthode du rendement à titre secondaire seulement, car les résultats comptables sont impactés par les écritures de provisions récurrentes dans ce secteur.

#### 3.2.5.1 Paramètres d'évaluation

##### Coût des Capitaux

Le taux d'actualisation retenu correspond au coût des fonds propres Groupe. Il a été déterminé à partir du coût des fonds propres de chaque division, issus du MEDAF, pondérés par leur contribution au ROC 2022, donnant, à date, la meilleure vision de la contribution de chacune des divisions. Le taux ressort ainsi à 9,0%.

##### Taux de croissance à l'infini

Le taux de croissance à l'infini retenu correspond au taux implicite du Groupe compte tenu des taux respectifs par division.

#### 3.2.5.2 Actualisation des dividendes

Les dividendes ont été actualisés à mi-année (date de paiement du dividende) à compter du 31 décembre 2020, date de référence pour la valorisation.

### 3.2.5.3 Résultats

en m€	Min	Centrale	Max
Juste Valeur de Marché de 100% des titres BY CN	4 495	4 751	5 042
Nombre d'actions	1 706 230	1 706 230	1 706 230
Juste Valeur de Marché par action (en €)	2 635	2 785	2 955
Prime implicite offerte par le prix de l'Offre	49,9%	41,9%	33,7%

Source : Analyses Eight Advisory au 31 décembre 2020

Sur ces bases, la méthode du rendement conduit à une Valeur des fonds propres de Bouygues Construction en valeur centrale de 2 785 € par action. Le prix proposé, soit 3 950 € par action, fait ainsi ressortir une prime offerte de 41,9%.

### 3.2.5.4 Analyses de sensibilité

Nous avons mené des travaux d'analyse de sensibilité sur les principaux paramètres en faisant varier de +/- 0,5% le taux d'actualisation et de +/- 0,25% le taux de croissance à long terme.

#### Bouygues Construction – Valeur par action (€)

Taux de croissance à l'infini	Taux d'actualisation				
	-1,0%	-0,50%	-	+0,50%	+1,0%
-0,50%	2 984	2 812	2 660	2 525	2 405
-0,25%	3 064	2 881	2 720	2 579	2 452
-	3 150	2 955	2 785	2 635	2 502
+0,25%	3 243	3 034	2 853	2 694	2 554
+0,50%	3 342	3 119	2 926	2 758	2 610

#### Bouygues Construction – Prime par rapport à l'Offre

Taux de croissance à l'infini	Taux d'actualisation				
	-1,0%	-0,50%	-	+0,50%	+1,0%
-0,50%	32,4%	40,5%	48,5%	56,4%	64,2%
-0,25%	28,9%	37,1%	45,2%	53,2%	61,1%
-	25,4%	33,7%	41,9%	49,9%	57,9%
+0,25%	21,8%	30,2%	38,4%	46,6%	54,6%
+0,50%	18,2%	26,6%	35,0%	43,2%	51,3%

L'analyse de sensibilité fait ainsi ressortir des valeurs comprises entre 2 635 € et 2 955 € par action. Le prix proposé, soit 3 950 € par action, fait ainsi ressortir une prime offerte comprise entre 49,9% et 33,7%.

## 4 SYNERGIES POTENTIELLES LIÉES À L'OPÉRATION

Aucune synergie significative n'est attendue par l'Initiateur, à l'exception de l'économie de coûts liée à la présence d'actionnaires minoritaires au capital de la Société dont l'impact a été jugé non matériel.

## 5 ANALYSE DES ACCORDS CONNEXES

La présente Offre n'est accompagnée d'aucun accord connexe.

Il existe par ailleurs des conventions réglementées entre Bouygues S.A. et Bouygues Construction portant sur :

- Un contrat de licence de la marque Bouygues ; et
- Une convention de services communs visant à refacturer les frais de gestion et de services mis à disposition.

Ces conventions réglementées font l'objet d'une revue annuelle par les commissaires aux comptes et n'appellent pas de remarque particulière de notre part.

## **6 ANALYSE DES ÉLÉMENTS D'APPRÉCIATION DU PRIX MENTIONNÉS DANS LA NOTE D'INFORMATION**

### **6.1 Sur les méthodes écartées**

L'Etablissement présentateur a écarté les méthodes suivantes :

- la méthode de l'Actif Net Réévalué ;
- la méthode de l'actualisation des flux futurs de dividendes (DDM) ; et
- la méthode des multiples de transactions comparables.

Nous avons également écarté les méthodes de l'Actif Net Réévalué et des multiples de transactions comparables. Nous avons toutefois mis en œuvre la méthode DDM à titre de référence.

### **6.2 Sur les méthodes retenues**

L'Etablissement présentateur a retenu :

- la méthode des flux futurs de trésorerie actualisés (DCF) ;
- la méthode des multiples boursiers ;
- la référence aux valorisations par Somme des Parties des analystes financiers suivant Bouygues S.A. ; et
- la référence à l'Actif Net Comptable.

Les méthodes retenues n'appellent pas de commentaire particulier de notre part.

Nous avons pour notre part également mis en œuvre la méthode de l'actualisation des flux futurs de dividendes (DDM) ainsi qu'une référence fondée sur les multiples issus des sommes des parties des concurrents français, réalisées par les analystes financiers.

### **6.3 Sur les données financières**

#### **6.3.1 Nombre de titres retenus**

Le nombre de titres Bouygues Construction retenu par l'Etablissement présentateur s'élève à 1 706 230, soit le nombre d'actions en circulation au 31 décembre 2020.

Nous n'avons pas d'écart avec l'Etablissement présentateur et retenons le même nombre de titres.

#### **6.3.2 Eléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur des fonds propres dans la méthode DCF**

L'Etablissement présentateur retient une situation de trésorerie nette ajustée pour un montant de 1 759 m€ intégrant :

- la dette financière brute au 30 juin 2020, soit (1 429) m€, comprenant les dettes financières à long terme pour (1 080) m€ et les dettes financières court terme pour (349) m€, retraitées de l'impact de l'application de la norme IFRS 16 ;

- la trésorerie et les équivalents de trésorerie au 30 juin 2020 pour 4 028 m€ ;
- les actifs sur contrats clients, nets des passifs sur contrats clients et des avances et acomptes reçus et versés sur commande au 30 juin 2020 pour (1 525) m€ ;
- le versement de dividendes aux actionnaires de la Société, réalisé en septembre 2020 au titre de 2019 pour (325) m€ ;
- d'autres ajustements pour 702 m€ liés (i) à l'estimation, en novembre 2020, des flux de trésorerie générés entre le 1<sup>er</sup> juillet 2020 et le 31 décembre 2020 (hors dividendes) et (ii) à la valeur des produits financiers générés par la trésorerie retraitée ;
- les coentreprises et entités associées au 30 juin 2020 pour 92 m€ ;
- les autres actifs financiers non courants au 30 juin 2020 pour 220 m€ ; et
- les participations ne donnant pas le contrôle au 30 juin 2020 pour (4) m€.

Nous retenons pour notre part une situation nette ajustée de 1 862 m€. L'écart de 103 m€ observé s'explique par :

- (76) m€ liés à la valeur des produits financiers générés par la trésorerie retraitée qui, dans nos travaux, ont été directement pris en compte dans la Valeur d'Entreprise issue de la méthode DCF ;
- 200 m€ résultant de la différence entre (i) l'estimation de trésorerie au 31 décembre 2020 réalisée en novembre 2020 et (ii) celle réalisée début janvier 2021. L'estimation de janvier 2021 comprend notamment 47 m€ correspondant au paiement versé par Alpiq dans le cadre d'un accord à l'amiable conclu fin décembre 2020 et mettant un terme au litige relatif à l'acquisition des activités de service et d'ingénierie d'Alpiq par Bouygues Construction ; et
- (21) m€ pour la valeur des dépôts et cautionnements, considérés dans nos travaux comme nécessaires au bon fonctionnement de l'activité, et à ce titre, exclus de la définition de trésorerie financière nette.

### **6.3.3 Eléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur des fonds propres dans la méthode des comparables boursiers**

L'Etablissement présentateur retient une situation de trésorerie nette ajustée pour un montant de 1 795 m€ intégrant :

- les éléments retenus pour la méthode DCF, à l'exception (i) des actifs sur contrats clients, nets des passifs sur contrats clients et des avances et acomptes reçus et versés sur commande au 30 juin 2020 pour (1 525) m€ et (ii) de 702 m€ liés aux flux de trésorerie estimés entre le 1<sup>er</sup> juillet 2020 et le 31 décembre 2020 (hors dividendes) et à la valeur des produits financiers générés par la trésorerie retraitée ;
- les provisions non courantes (dont provisions pour retraites) au 30 juin 2020 pour (860) m€, en cohérence avec les ajustements réalisés par l'Etablissement présentateur dans le passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur des Fonds propres des sociétés comparables ; et
- les actifs d'impôts différés nets des passifs d'impôts différés au 30 juin 2020 pour 73 m€, en cohérence avec les ajustements réalisés par l'Etablissement présentateur dans le passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur des Fonds propres des sociétés comparables.

Nous retenons pour notre part une situation de trésorerie nette ajustée de 3 387 m€. L'écart de 1 592 m€ observé correspond à hauteur de :

- 826 m€ aux flux de trésorerie générés entre le 1<sup>er</sup> juillet 2020 et le 31 décembre 2020 (hors dividendes), estimés par la Direction début janvier 2021, en cohérence avec la date de nos travaux.

- (21) m€ à la valeur des dépôts et cautionnements, considérés dans nos travaux comme nécessaires au bon fonctionnement de l'activité, et à ce titre, exclus de la définition de dette nette ;
- 860 m€ aux provisions non courantes, ces éléments n'ayant pas été pris en compte, par cohérence dans nos travaux, dans le passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur des fonds propres des sociétés comparables ; et
- (73) m€ aux actifs d'impôts différés nets des passifs d'impôts différés, ces éléments n'ayant pas été pris en compte, par cohérence dans nos travaux, dans le passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur des fonds propres des sociétés comparables.

## 6.4 **Méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie (DCF)**

### 6.4.1 **Prévisions retenues**

#### 6.4.1.1 Période 2021-2022

L'Etablissement présentateur a retenu le Plan d'affaires établi par la Société et présenté en Conseil d'Administration le 13 janvier 2020 sur la période allant de 2020 à 2022, ajusté de l'atterrissage estimé pour l'exercice 2020.

Nous avons travaillé sur la même base.

#### 6.4.1.2 Période d'extrapolation 2022-2024

L'Etablissement présentateur retient une période d'extrapolation de 2 ans sur la période 2022-2024 afin de faire converger les agrégats de la Société vers des niveaux normatifs. Les principales hypothèses sont les suivantes :

- un taux de croissance de 1,0% sur la période d'extrapolation, en ligne avec le taux de croissance à l'infini retenu ;
- une augmentation linéaire de la marge opérationnelle (ROC) pour atteindre un niveau supérieur de 10 points de base à la dernière année du Plan d'affaires ;
- un niveau de dotations aux amortissements (hors IFRS 16) qui converge vers le niveau d'investissements (hors IFRS 16 et hors investissements financiers), soit (1,4)% du chiffre d'affaires ;
- des investissements d'exploitation et des investissements financiers s'élevant à un cumul de (1,5)% du chiffre d'affaires ;
- un ratio de variation de l'excédent en fonds de roulement rapporté à la variation du chiffre d'affaires égal à 25,0% ; et
- un taux d'imposition normatif de 25,8%.

Nous avons également tenu compte d'une période d'extrapolation de 2 ans. Nos principales hypothèses sont les suivantes :

- un taux de croissance différencié de 1,0% pour la division BTP et 1,5% pour la division Energies et Services sur la période d'extrapolation, en ligne avec les taux de croissance à l'infini retenus ;
- une marge opérationnelle en ligne avec celle retenue par l'Etablissement présentateur ;
- un niveau de dotations aux amortissements (hors IFRS 16) à (1,4)% du chiffre d'affaires ;

- une stabilisation des investissements d'exploitation, hors investissements financiers, à (1,4)% du chiffre d'affaires ;
- un ratio d'excédent en fonds de roulement rapporté au chiffre d'affaires en ligne avec le niveau estimé en 2022 ; et
- un taux d'imposition normatif de 29,9%, en ligne avec le taux effectif de la Société estimé sur le Plan d'affaires en 2022.

#### 6.4.2 Valeur terminale

L'Etablissement présentateur a appliqué la formule de Gordon-Shapiro pour calculer la valeur terminale. Nous avons appliqué la même formule.

#### 6.4.3 Taux d'actualisation et taux de croissance à l'infini

L'Etablissement présentateur retient dans le cadre de l'application de la méthode DCF (i) un taux de croissance à l'infini de 1,0% et (ii) un taux d'actualisation de 9,20% dont les principales hypothèses sont :

- un taux sans risque de (0,12)%, correspondant à la moyenne 12 mois des OAT 10 ans (source : Bloomberg) ;
- une prime de risque du marché actions de 8,65% correspondant à la moyenne 12 mois des primes de marché actions en France (source : Etablissement présentateur) ;
- un beta de 1,077 correspondant à la moyenne 5 ans du beta actif de l'indice STOXX Europe 600 Constructions & Materials par rapport à l'indice STOXX Europe 600 (source : Bloomberg) ;
- une situation de trésorerie nette positive.

Nous retenons pour notre part (i) un taux différencié de croissance à l'infini de 1,0% pour la division BTP et de 1,5% pour la division Energies et Services et (ii) un taux d'actualisation de 9,5% pour la division BTP et 8,0% pour la division Energies et Services. Les principaux écarts sur les taux d'actualisation proviennent des éléments suivants :

- une différence d'approche, nous avons en effet retenu une approche locale et les paramètres (taux sans risque et primes de risque du marché actions) de chacun des principaux pays où la Société opère (France, Royaume-Uni, Suisse, Hong Kong, Allemagne et Canada), afin de refléter le risque lié à l'implantation géographique de la Société. Les taux d'actualisation par zone géographique ainsi obtenus ont été pondérés en fonction du chiffre d'affaires et du résultat opérationnel courant historiques observés ;
- des betas sectoriels observés historiquement et issus des panels de sociétés comparables retenus par division :
  - o 1,09 pour la division BTP ; et
  - o 1,05 pour la division Energies et Services.
- une structure financière issue d'observations sectorielles réalisées sur les sociétés comparables retenues et différenciée pour chacune des divisions :
  - o pour la division BTP, la structure financière cible du secteur BTP, soit un gearing nul ; et
  - o pour la division Energies et Services, la structure financière médiane des sociétés cotées comparables, soit un gearing de 6,4%.

Nous avons retenu les données de marché disponibles au 31 décembre 2020.

Les couples taux d'actualisation / croissance à long terme que nous retenons induisent ainsi des taux de capitalisation implicites de 8,5% et 6,5% respectivement pour les divisions BTP et Energies et Services. Le taux de capitalisation implicite retenu par l'Etablissement présentateur s'élève à 8,2%.

L'Etablissement présentateur actualise les flux à mi-période, en date du 31 décembre 2020. Nous avons retenu la même approche.

#### 6.4.4 Résultats

Sur la base des éléments présentés ci-avant, l'Etablissement présentateur conclut sur une fourchette de valeur par action comprise entre 3 454 € et 3 738 €, autour d'une valeur centrale de 3 596 €.

Nos travaux conduisent à une fourchette de valeurs par action comprises entre 3 600 € et 3 954 €, autour d'une valeur centrale de 3 765 €.

### 6.5 Méthode des comparables boursiers

#### 6.5.1 Méthodologie retenue

L'échantillon retenu par l'Etablissement présentateur est composé de 7 sociétés : Vinci, Eiffage, Skanska, Royal BAM (non retenus dans notre échantillon) et Balfour Beatty, Hochtief, Strabag (retenus dans notre échantillon).

Les multiples de Valeur d'Entreprise rapportée à l'EBIT pour les exercices 2021 et 2022 ont été retenus par l'Etablissement présentateur.

Les multiples d'EBIT retenus par l'Etablissement présentateur ressortent respectivement à un niveau moyen de 7,8x pour l'année 2021 et 7,0x pour l'année 2022 et à un niveau médian de 7,3x pour l'année 2021 et 6,5x pour l'année 2022.

Nous notons que les fourchettes de valeurs sélectionnées correspondent aux valeurs minimale et maximale obtenues par l'application des multiples moyens et médians pour chaque exercice.

Nous avons pour notre part retenu deux échantillons de sociétés présentant des caractéristiques comparables à chacune des divisions de la Société, composés de :

- 12 sociétés pour le panel BTP : Grupo ACS, Balfour Beatty, NCC, Strabag, Hochtief, Porr, Kier Group, Morgan Sindall Group, Implenia, Sterling Construction, Tutor Perini et Granite Construction ;
- 7 sociétés pour le panel Energies et Services : Burkhalter Holding, Caverion, Global Dominion Access, Spie, Aecom, Jacobs Engineering Group et Bravida Holding.

Nous n'avons pas retenu Vinci et Eiffage dans la mesure où ces deux sociétés sont significativement exposées à des activités de concession (respectivement 69% et 73% de leur résultat opérationnel moyen sur 2018 et 2019), ayant des perspectives et des impératifs de rendement différents. Skanska n'a pas été retenu en raison de son exposition conséquente à des activités de promotion immobilière (67% du résultat opérationnel moyen sur 2018 et 2019). Royal BAM a été écarté de notre échantillon en raison de sa situation particulière, la société présentant une Valeur d'Entreprise implicite négative (les multiples de cette société ont finalement été écartés par l'Etablissement présentateur pour les mêmes raisons).

Par ailleurs, nous avons retenu dans notre échantillon BTP les sociétés Grupo ACS, NCC, Porr, Kier Group, Morgan Sindall Group, Implenia, Sterling Construction, Tutor Perini et Granite Construction, qui présentent des tailles similaires à celle de la Société, une contribution significative d'activités de construction à leur résultat opérationnel total et une exposition géographique internationale « comparable » à celle de la Société.

Nous avons sélectionné dans notre échantillon Energies et Services les sociétés Burkhalter Holding, Caverion, Global Dominion Access, Spie, Aecom, Jacobs Engineering Group et Bravida Holding, qui présentent des tailles similaires à celle de la Société, une contribution significative d'activités d'énergies et services à leur résultat opérationnel total et une exposition géographique internationale « comparable » à celle de la Société.

Sur cette base, nous avons retenu les multiples de Valeur d'Entreprise rapportée à l'EBIT, pour les exercices 2021 et 2022.

### 6.5.2 Résultats

Sur la base de ces éléments, l'Etablissement présentateur fait ressortir un prix par action compris entre 2 726 € et 2 891 €.

Nos travaux conduisent à une fourchette de valeurs par action comprises entre 3 631 € et 3 779 €.

## 6.6 Référence aux valorisations des analystes

### 6.6.1 Méthodologie retenue

L'Etablissement présentateur a procédé à l'analyse des valorisations de la Société extériorisées lors des évaluations en Somme des Parties réalisées par les bureaux d'analyse suivant la valeur Bouygues SA. L'Etablissement présentateur a retenu les évaluations de 9 bureaux d'analyse financière.

Nous notons que les fourchettes de valeurs retenues correspondent aux valeurs minimale et maximale des moyennes et médianes des fonds propres reportés et induits.

Pour notre part, nous avons retenu toutes les notes d'analyse des bureaux d'étude publiées entre la publication semestrielle de Bouygues SA le 27 août 2020, afin que les notes retenues puissent tenir compte des dernières informations publiques disponibles, et le 31 décembre 2020. Notre échantillon inclut les notes retenues par l'Etablissement présentateur (à l'exception de la note d'Exane BNPP, exclue de notre échantillon car datée du 15 juillet 2020), ainsi que quatre notes émises entre novembre et décembre 2020.

### 6.6.2 Résultats

Sur la base de ces éléments, l'Etablissement présentateur fait ressortir un prix par action Bouygues Construction compris entre 3 413 € et 3 541 €.

Nos travaux conduisent à une fourchette de valeurs par action comprises entre 2 770 € et 3 956 €.

## 6.7 Référence à l'Actif Net Comptable

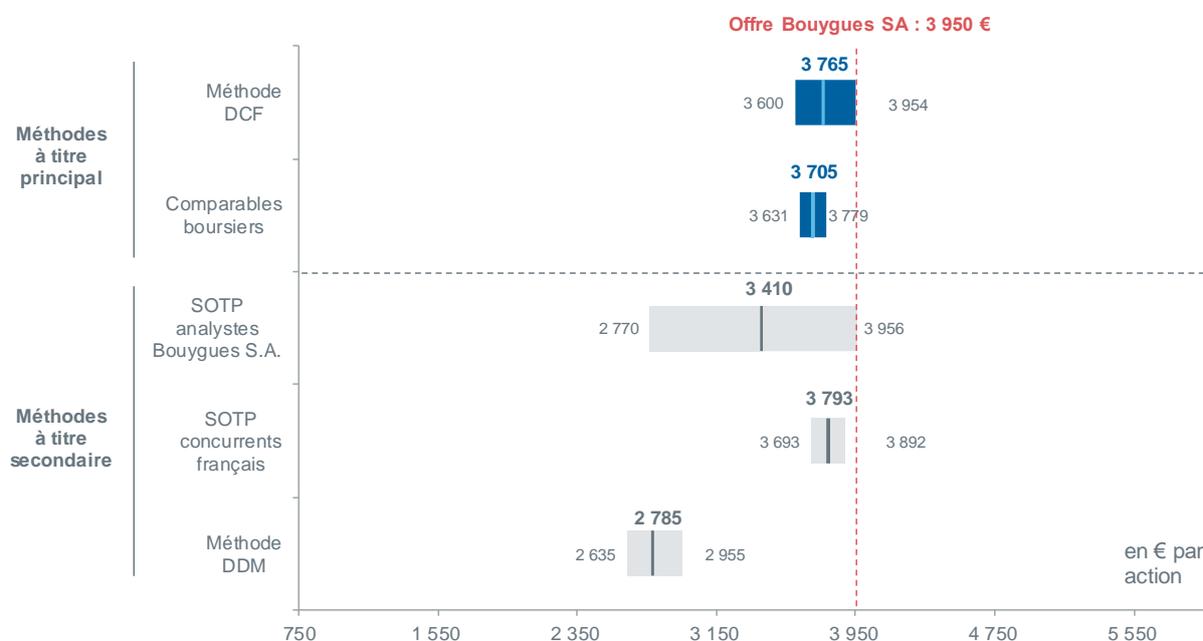
L'Etablissement présentateur a retenu l'Actif Net Comptable à titre de référence et conclut sur un prix par action Bouygues Construction de 519 €.

Nous avons également considéré cette référence dans nos travaux, mais ne la retenons pas in fine, dans la mesure où le prix par action proposé excède largement la valeur comptable des fonds propres de Bouygues Construction. Cette référence reflète en effet très imparfaitement la valeur des actifs incorporels de la Société (notamment ses projets en cours, ses clients, son savoir-faire, ses marques, etc.).

## 7 SYNTHÈSE ET ATTESTATION DU CARACTÈRE ÉQUITABLE DU PRIX OFFERT

### 7.1 Synthèse de nos travaux

Les valeurs par action de Bouygues Construction résultant des méthodes que nous avons mises en œuvre sont présentées ci-dessous :



### 7.2 Attestation sur le caractère équitable

Nous avons été désignés en qualité d'Expert Indépendant par le Conseil d'Administration de la société Bouygues Construction S.A. sur le fondement des articles 261-1, I et II et 261-1-1 du Règlement Général de l'AMF.

Notre mission consistait à nous prononcer sur le caractère équitable du prix offert par Bouygues S.A. aux actionnaires minoritaires de Bouygues Construction dans le cadre de la procédure d'Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire.

Le prix proposé aux actionnaires de Bouygues Construction s'établit à 3 950 € par action.

A l'issue de nos travaux, nous observons que ce prix fait ressortir une prime de :

- 4,9% sur la valeur centrale issue de la méthode DCF (méthode d'évaluation retenue à titre principal) ;
- 6,6% sur la valeur centrale issue de la méthode des multiples boursiers (méthode d'évaluation retenue à titre principal) ;
- 15,8% sur la valeur centrale issue des valorisations en Somme des Parties de Bouygues S.A. par les analystes financiers (référence à titre secondaire) ;
- 4,2% sur la valeur centrale issue des valorisations en Somme des Parties des concurrents français par les analystes financiers (référence à titre secondaire) ; et
- 41,9% sur la valeur centrale issue de la méthode DDM (référence à titre secondaire).

Nous constatons de plus que le prix proposé correspond au versement immédiat de 21 années de dividendes, sur la base du dividende par action versé en 2020.

Dans ce contexte, au regard des éléments ci-dessus, nous sommes d'avis que le prix de 3 950 € par action que l'Initiateur propose dans le cadre de l'Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de la société Bouygues Construction S.A.

Paris, le 8 janvier 2021



Sophie CARLES

Associée

Eight Advisory S.A.S.

## **Annexe 1 : Présentation de la société Eight Advisory France S.A.S.**

Fondé en novembre 2009 par plusieurs associés et dirigeants issus de cabinets d'audit internationaux, de cabinets de conseil mais aussi du monde de l'entreprise, Eight Advisory est un cabinet indépendant spécialisé en conseil financier et opérationnel, regroupant des professionnels reconnus et experts dans leurs domaines.

Composé de 56 associés et de près de 450 collaborateurs, Eight Advisory accompagne les grands groupes, les fonds d'investissement, les établissements bancaires et les sociétés familiales dans leurs décisions en matière de transactions, de contentieux, d'évaluation financière, de restructuration et de transformation opérationnelle. Avec ses implantations à Paris, Lyon, Nantes, au Royaume-Uni, en Belgique, en Allemagne, en Suisse et en Inde ainsi que sa vingtaine de partenaires étrangers, Eight Advisory est aujourd'hui reconnu, entre autres, pour la qualité de sa signature sur des dossiers nationaux comme internationaux.

## **Annexe 2 : Déclaration d'indépendance**

Eight Advisory France n'entretient aucun lien juridique ou en capital avec les sociétés concernées par l'Offre ou leurs conseils et ne détient aucun intérêt financier dans la réussite de l'Offre, ni aucune créance ou dette sur l'une des sociétés concernées par l'Offre ou toute personne contrôlée par ces sociétés au sens de l'article L.233-3 du code de commerce, susceptible d'affecter son indépendance.

A titre d'information, au cours des dix-huit derniers mois :

- Eight Advisory est intervenu, une seule fois, en tant que conseil financier auprès de la société Bouygues Bâtiment Ile-de-France, détenue par Bouygues Construction, dans un contexte d'appel d'offres public pour un montant d'honoraires représentant 0.1% du chiffre d'affaires du cabinet. L'équipe Evaluation d'Eight Advisory n'est pas intervenue sur ce projet ; et
- Eight Advisory est intervenu pour le compte de sociétés contrôlées par Bouygues S.A., sans lien direct avec Bouygues Construction, pour un montant d'honoraires représentant 0.3% du chiffre d'affaires du cabinet.

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

Eight Advisory est intervenu deux fois sur les dix-huit derniers mois en qualité d'expert indépendant dans le cadre d'une offre publique portant sur une société dont les actions sont admises sur un marché réglementé (Naturex/Givaudan, Caspar/Oeneo).

## **Annexe 3 : Adhésion à une association professionnelle**

Eight Advisory n'adhère pas, à ce jour, à une association professionnelle reconnue par l'AMF mais a mis en place des procédures internes qui garantissent un haut niveau d'intégrité, d'indépendance et de compétence. A ce titre, il s'est doté d'un code de déontologie prévoyant notamment des procédures destinées à protéger l'indépendance du cabinet et éviter les situations de conflits d'intérêts ainsi qu'à contrôler, sur chaque mission, la qualité des travaux réalisés et des rapports avant leur émission.

## **Annexe 4 : Rémunération**

Le montant de la rémunération perçue par Eight Advisory s'élève à 80 000 euros H.T.

## Annexe 5 : Diligences et étapes de la mission

Nos diligences ont principalement consisté à :

- appliquer une approche multicritère d'évaluation à partir des méthodes usuellement mises en œuvre afin d'évaluer les titres Bouygues Construction S.A ; et
- analyser les conditions du prix de l'Offre mentionnées dans le projet de Note d'information.

Les travaux réalisés ont inclus les étapes suivantes :

### Analyse du Groupe

- prise de connaissance des produits et services du Groupe, et de son *business model* ;
- analyse du marché et de ses tendances ;
- compréhension du positionnement concurrentiel du Groupe, de ses avantages concurrentiels et de ses différences par rapport à la concurrence ;
- analyse de l'information financière publique disponible sur la Société ; et
- entretien(s) avec la Direction afin d'approfondir notre compréhension de l'activité et de ses perspectives.

### Analyse financière

- analyse des comptes consolidés de la Société sur les derniers exercices.
- analyse approfondie du Plan d'affaires de la Société sur la base des informations suivantes :
  - o analyse détaillée des prévisions (dont indicateurs opérationnels), identification des principales hypothèses et appréciation du risque associé ; et
  - o analyse du profil des prévisions des sociétés comparables cotées.

### Analyse de l'Opération

- Entretien avec l'Initiateur et ses conseils sur les caractéristiques de la transaction, le process et son déroulement, ainsi qu'une présentation des éléments pris en compte dans la décision sur cette Opération et le prix offert.

### Analyse de la gouvernance

- prise de connaissance de l'actionnariat de la Société ;
- collecte des procès-verbaux des assemblées générales et réunions des organes de gouvernance de la Société ;
- analyse des conflits d'intérêts liés à l'Offre ; et
- analyse des accords entre parties liées et d'éventuels accords connexes à analyser au regard du principe d'égalité de traitement des actionnaires de la Société.

### Evaluation de la Société

- sélection des méthodes d'évaluation appropriées ;
- analyse des niveaux stabilisés à long terme des agrégats du Groupe ;
- collecte des données financières concernant des entreprises cotées ou ayant fait l'objet récemment d'une transaction qui ont une activité similaire ;
- analyse de comparabilité par rapport à ces groupes ;

- estimation des paramètres d'évaluation (taux d'actualisation, taux de croissance à long terme, multiples boursiers...);
- mise en œuvre des approches d'évaluation sélectionnées ;
- analyses de sensibilité aux principales hypothèses ;
- revue qualité indépendante des travaux d'évaluation réalisée par un Senior Manager de la ligne de services Evaluation n'ayant pas pris part à la mission ; et
- revue approfondie et indépendante des travaux d'évaluation réalisés par l'Etablissement présentateur de l'Offre, et identification et rationalisation des écarts.

#### Analyse des accords au regard de l'équité de l'Offre

- analyse des accords connexes éventuels susceptibles de remettre en cause le principe d'égalité de traitement des actionnaires de la Société :
  - o conventions réglementées liant la Société à Bouygues S.A.

#### Rédaction et présentation du rapport

- rédaction d'un projet de rapport présentant nos travaux et notre conclusion sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre ;
- prise de connaissance de la Note d'information de l'Initiateur et revue de cohérence ;
- revue qualité indépendante du rapport réalisée par un Associé de la ligne de services Evaluation n'ayant pas pris part à la mission ;
- communication du rapport définitif dans la Note en réponse préparée par la Société.

### **Annexe 6 : Calendrier de la mission, réception des principales informations nécessaires et entretiens réalisés**

#### Calendrier et entretiens réalisés

- 6 novembre 2020 : Désignation d'Eight Advisory France S.A.S. en qualité d'expert indépendant par le Conseil d'Administration de la Société ;
- 10-15 novembre 2020 : Réception des principaux documents nécessaires pour les travaux (présentation de l'Offre à l'AMF, Plan d'affaires et présentations associées, projet de Note de l'Initiateur, procès-verbaux de Conseils d'Administration) ;
- 20 novembre 2020 : Conférence téléphonique avec l'Etablissement présentateur concernant la méthodologie d'évaluation ;
- 25 novembre 2020 : Conférence téléphonique avec la Direction de Bouygues Construction afin de présenter la Société, ses marchés et ses perspectives ;
- 26 novembre 2020 : Conférence téléphonique avec l'Initiateur sur le contexte de l'Offre ;
- 2 décembre 2020 : Conférence téléphonique avec la Direction concernant le Plan d'affaires, le bilan et les prévisions financières à long terme ;
- 3 décembre 2020 : Conférence téléphonique avec l'Etablissement présentateur concernant les hypothèses d'évaluation ;
- 8 décembre 2020 : Conférence téléphonique avec la Direction concernant les hypothèses d'évaluation ;
- 18 décembre 2020 : Communication du Projet de Rapport à la Direction ;

- 4-7 janvier 2021 : Mise à jour des paramètres d'évaluation au 31 décembre 2020 et des prévisions d'atterrissage de trésorerie ;
- 5 janvier 2021 : Conférence téléphonique avec la Direction concernant la mise à jour des travaux ;
- 7 janvier 2021 : Envoi du Projet de Rapport mis à jour et conférence téléphonique avec la Direction ; et
- 8 janvier 2021 : Emission du Rapport final

#### Principaux interlocuteurs

- Bouygues Construction :
  - o Julien Toqueboeuf, Secrétaire Général ;
  - o Arnaud Ferru, Directeur du Contrôle Financier Groupe ; et
  - o Michel Armand, Directeur Comptable.
- Initiateur (Bouygues SA) :
  - o Arnauld Van Eeckhout, Secrétaire général du groupe Bouygues ;
  - o Alain Moluschi, Directeur Trésorerie et Financements ; et
  - o Pierre-Alain Gérard, Directeur Central Stratégies, Développement et Contrôle Financier (SCDM).
- Etablissement présentateur (Portzamparc BNPP) :
  - o Cyrille Gonthier, Head of Corporate Finance ;
  - o Stanislas Jannet, Managing Director ; et
  - o Capucine Metayer, Associate.
- Darrois Villey Maillot Brochier :
  - o Christophe Vinsonneau, Associé ;
  - o Cécile de Narp, Collaboratrice ; et
  - o Gersende Renard, Juriste.

Nous n'avons pas reçu au cours de la mission d'observation de la part d'actionnaires minoritaires.

#### **Annexe 7 : Informations utilisées**

Nos travaux sont fondés sur les informations suivantes :

- Informations communiquées par Bouygues Construction S.A., l'Etablissement présentateur et l'Initiateur :
  - o plan d'affaires 2021 - 2022 et présentations associées ;
  - o projet de Note d'information de l'Initiateur ;
  - o rapport de valorisation préparé par l'Etablissement présentateur ;
  - o notes d'analystes suivant le Groupe Bouygues sur les 2 dernières années ;
  - o comptes annuels 2015 à 2020 et tests de dépréciation pour l'exercice 2020 ;

- procès-verbaux du Conseil d'Administration 2017, 2018, 2019 et 2020 ; et
- lettres d'affirmation de la Société et de l'Initiateur.
- Autres informations :
  - données de marché issues de la base de données Bloomberg ;
  - notes d'analystes financiers issues de la base de données Eikon ; et
  - comptes et informations publiques disponibles sur les sociétés comparables cotées.

Nous avons reçu en temps utile toutes les informations nécessaires à la réalisation de nos travaux.

## **Annexe 8 : Equipe**

Les personnes ayant travaillé sur la mission sont :

- Sophie Carles, Associée, diplômée de Paris Dauphine (MSTCF et Master 225) et titulaire du DSCG, justifiant de plus de 14 ans d'expérience en évaluation financière au sein d'un cabinet big four et d'Eight Advisory ;
- Romain Le Théo, Directeur, diplômé de Paris Dauphine (MSG Finance, Master spécialisé en management international), Sciences Po Paris (DEA Finance et Economie Internationale), membre de la SFEV (Société Française des Evaluateurs), de la SFAF (Société Française des Analystes Financiers) et de l'A3E. Il justifie de 18 ans d'expérience en évaluation financière, notamment au sein des cabinets Associés en Finance, Ricol Lasteyrie et Eight Advisory, avec une vingtaine d'attestations d'équité réalisées dans le cadre d'offres publiques ;
- Thomas Karcher, Senior Manager, diplômé de Paris Dauphine (Master 225), justifie d'une expérience de 7 ans en évaluation financière au sein d'Eight Advisory ;
- Vincent Frazao, Senior, diplômé d'Audencia, justifie d'une expérience de 4 ans en évaluation financière au sein d'Eight Advisory ;
- Theo Favre-Bonvin, Analyste, diplômé de Centrale Marseille, justifie d'une expérience de 2 ans en évaluation financière au sein d'Eight Advisory et de RSM ; et
- Juliette Doblin, stagiaire en évaluation financière au sein d'Eight Advisory.

Les travaux de revue qualité ont consisté en une revue à double niveau :

- Le contrôle qualité du modèle de valorisation a été réalisé par Jennifer Fabbro, Senior Manager au sein du département Evaluation financière d'Eight Advisory.
- La revue indépendante du rapport a été effectuée par Geoffroy Bizard, Associé du département Evaluation financière d'Eight Advisory.

Les personnes en charge des travaux de revue qualité ont respectivement 10 et 20 ans d'expérience en Evaluation financière. Elles n'ont pas contribué aux travaux de la mission d'une autre manière et n'ont participé à aucune réunion.

Le nombre total d'heures consacrées aux travaux de la mission a atteint 560 heures.

## Annexe 9 : Lettre de mission



Shared Innovation

**Eight Advisory France S.A.S.**

40 rue de Courcelles

75008 Paris

A l'attention de Mme Sophie Carles

Guyancourt, le 10 novembre 2020

**Objet :** Dépôt d'un projet d'offre publique de retrait suivi d'un retrait obligatoire sur les actions de Bouygues Construction S.A. (« la Société ») par Bouygues S.A. – Nomination de l'expert indépendant

Madame,

Nous vous informons par la présente que le Conseil d'administration de la Société a décidé, lors de sa réunion du 6 novembre 2020, de nommer le cabinet Eight Advisory en tant qu'expert indépendant dans le cadre du dépôt d'un projet d'offre publique de retrait suivi d'un retrait obligatoire sur les actions de la Société par Bouygues S.A., décision à laquelle l'Autorité des marchés financiers ("AMF") ne s'est pas opposée aux termes de l'article 261-1-1 du règlement général de l'AMF et de l'instruction AMF 2006-08.

Le Conseil d'administration de la Société a en effet notamment décidé :

- de désigner le cabinet Eight Advisory, représenté par vous-même, en qualité d'expert indépendant aux fins d'établir un rapport sur les conditions financières de l'offre publique de retrait ainsi que sur le retrait obligatoire, en application des articles 261-1 et 261-1-1 du règlement général de l'AMF et de l'instruction AMF 2006-08 ; et
- de confier à l'expert indépendant la mission de se prononcer sur le caractère équitable d'une indemnisation des actionnaires dans le cadre du retrait obligatoire conformément à l'article 261-1 II du règlement général de l'AMF.

Les termes et modalités de votre mission seront conformes à ceux soumis au Conseil d'administration de la Société émanant de votre proposition.

Veuillez agréer, Madame, l'expression de mes salutations distinguées.

**Julien TOQUEBOEUF**  
Secrétaire Général

**BOUYGUES CONSTRUCTION**

Challenger, 1, avenue Eugène Freyssinet-Guyancourt-78061 Saint-Quentin-en-Yvelines cedex-France

☎ +33 (0)1 30 60 40 42 - 📠 : +33 (0)1 30 60 33 56

S.A. au capital de 127 667 250 € - 552 045 999 R.C.S. Versailles • I.E. FR 70 552 045 999